

Національний університет ДПС України

СЕРІЯ «ПОДАТКОВА ТА МИТНА СПРАВА В УКРАЇНІ»

Серію «Митна справа в Україні» засновано в 2001 р. Її продовженням є серія «Податкова та митна справа в Україні», яку започатковано в 2015 р.

*До 20-річного ювілею  
Навчально-наукового інституту  
фінансів, банківської справи*

*Регулятивний потенціал  
фінансового ринку в умовах  
глобальних викликів*

*Монографія*

За загальною редакцією  
Доктора економічних наук, професора С. В. Онишко

Ірпінь  
2016

УДК 336(477)  
ББК 65.9(44кр)261  
Р 32

*Рекомендовано до друку Вченою радою  
Національного університету державної податкової служби України  
(протокол № 1 від 28 січня 2016 року)*

**Рецензенти:**

**Береславська О. І.**, доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри банківської справи та фінансового моніторингу Національного університету державної податкової служби України;

**Луїна І. О.**, доктор економічних наук, професор, заслужений діяч науки і техніки України, завідувач відділу державних фінансів ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»;

**Майорова Т. В.**, доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри інвестиційної діяльності ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

**Авторський колектив:**

Онишко С. В. (вступ, 1.1, 1.2); Венгуренко Т. Г. (2.11); Вергелюк Ю. Ю. (3.1); Воронкова О. М. (2.4); Воронченко О. В. (2.8); Герус Ю. В. (3.13); Гуменний А. А. (3.6); Данькевич А. П. (1.6, 2.9); Капелюш А. А. (1.7); Капелюш О. О. (1.7); Коваленко Ю. М. (1.3, 2.1); Ковернінська Ю. В. (2.7); Козій Н. С. (1.5); Кострач Л. М. (3.3); Кужелев М. О. (3.12); Лактіонова О. А. (2.5, 2.6); Мовчун С. В. (3.10); Новицький В. А. (3.8); Олешко А. А. (2.2, 2.3); Онишко С. В. (2.10); Паєнтко Т. В. (3.6); Позднякова Л. О. (3.11); Прокопенко В. Ю. (3.4); Проскура К. П. (3.7); Рудой В. М. (3.2); Рябокiнь М. В. (3.5); Сокирко О. С. (3.12); Чуницька І. І. (1.4); Федина В. В. (3.9).

**Р 32** Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів: [монографія] / за заг. ред. д.е.н., професора С. В. Онишко. – Ірпiнь : Видавництво Національного університету ДПС України, 2016. – 452 с. – (Серія «Податкова та митна справа в Україні», т. 45).

**ISBN 978-966-337-406-2**

У монографії представлені результати дослідження проблеми регулятивного потенціалу фінансового ринку в умовах глобалізації. З'ясовуються методологічні основи та передумови ефективності функціонування фінансового ринку під впливом трансформацій, обумовлених глобальними і локальними викликами. Дана оцінка резервів інституційних секторів економіки, зовнішнього і внутрішнього потенціалів фінансового ринку для відновлення економіки України. Виявлені перспективи підвищення запасу гнучкості фінансового ринку на основі макропруденційного регулювання.

Значна увага приділена регулятивним механізмам накопичення якісних елементів в окремих сегментах фінансового ринку. Це стосується регулювання кредитних послуг банків, управління активами інституційних інвесторів на фондовому ринку, розвитку строкового сегмента ринку цінних паперів. Доводиться необхідність підвищеної уваги до оподаткування на ринку цінних паперів, використання інструменту тонкої капіталізації з метою мінімізації податкових ухилень, а також контролю фінансових потоків через низькоподаткові юрисдикції.

Монографія розрахована на науковців, викладачів, аспірантів і студентів, працівників органів державної влади, які приймають рішення у фінансовій сфері та аналітиків фінансового ринку.

**УДК 336(477)  
ББК 65.9(44кр)261**

© Онишко С. В., Коваленко Ю. М.,  
Олешко А. А., 2016  
© Видавництво Національного  
університету ДПС України, 2016

**ISBN 978-966-337-406-2**

# ЗМІСТ

<i>Передмова</i> .....	6
<i>Вступ</i> .....	8
<b><i>Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації</i></b> .....	13
1.1. Глобалізація в системі детермінант сучасних економічних трансформацій .....	13
1.2. Методологічне забезпечення функціонування фінансового ринку України у контексті зовнішньої і внутрішньої динаміки фінансових відносин .....	31
1.3. Методологічне підґрунтя сучасної інституційної організації фінансового ринку .....	48
1.4. Інфраструктура фінансового ринку України в умовах фінансового глобалізму: стан і вектори розвитку .....	67
1.5. Монетарні умови функціонування фінансового ринку .....	80
1.6. Роль міжнародних фінансових організацій, їх норм та принципів для розвитку фінансового ринку .....	94
1.7. Біхевіористичні аспекти реалізації фінансових відносин на фінансовому ринку .....	108
<b><i>Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку</i></b> .....	125
2.1. Ретроспектива формування концепту впливу фінансового сектора на економічне зростання.....	125
2.2. Загальний тренд резервів інституційних секторів економіки для фінансового забезпечення економічного розвитку України .....	143
2.3. Механізм взаємодії фінансового і реального секторів економіки в контексті реалізації регулятивного потенціалу фінансового ринку .....	157
2.4. Інвестиційна конкурентоспроможність України та фінансовий ринок: узгодження напрямів розвитку.....	169
2.5. Оцінка зовнішнього і внутрішнього потенціалу фінансового ринку для відновлення економіки України .....	187

**Регулятивний потенціал фінансового ринку  
в умовах глобальних викликів**

---

2.6. Перспективи підвищення запасу гнучкості фінансового ринку на основі макропруденційного регулювання в умовах глобалізаційних викликів .....	197
2.7. Вплив грошово-кредитної політики на процеси алокації фінансових ресурсів в економіці України .....	208
2.8. Роль фінансового ринку у фінансовому забезпеченні суб'єктів господарювання .....	222
2.9. Перспективи ринку фінансових інструментів у залученні іноземного капіталу .....	232
2.10. Державно-приватна взаємодія як дієвий механізм ефективності фінансових інститутів в умовах глобалізації.....	242
2.11. Інтеграція українського ринку боргових цінних паперів у світовий фінансовий простір .....	261
<b><i>Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку .....</i></b>	<b>268</b>
3.1. Превентивні заходи регулювання кредитних послуг банків для корпоративних позичальників .....	268
3.2. Перспективи управління активами інституційних інвесторів на фондовому ринку України в умовах глобалізації .....	280
3.3. Удосконалення регуляторної політики у контексті розвитку строкового сегмента ринку цінних паперів України .....	293
3.4. Організація емісії та обігу облігацій з іпотечним покриттям на фінансових ринках країн світу: значення для України.....	310
3.5. Удосконалення механізму сек'юритизації фінансових активів в Україні .....	318
3.6. Оподаткування на ринку цінних паперів у світлі протистояння глобальним викликам .....	335
3.7. Сутність і правила застосування тонкої капіталізації в системі руху глобальних фінансових потоків .....	356
3.8. Контроль фінансових потоків через низькоподаткові юрисдикції як складова системи регулювання фінансового ринку .....	371
3.9. Зарубіжний досвід пенсійних реформувань у контексті розвитку національних фінансових ринків .....	383

---

3.10. Інструменти забезпечення адекватності пенсій у країнах ЄС .....	397
3.11. Основні напрями модернізації страхової системи України в контексті євроінтеграції .....	412
3.12. Розвиток ринку страхових послуг в Україні: тенденції та зарубіжний досвід .....	434
3.13. Підходи до організації фінансування охорони здоров'я в країнах світу: висновки для України .....	443

## ПЕРЕДМОВА

Економічний розвиток України як незалежної держави ознаменувався масштабними трансформаціями, які тривають і нині. Зміни охопили всі сфери економічного життя, ламаються старі стереотипи мислення, виникають нові форми економічної та фінансової взаємодії, а глобальні виклики змушують швидко пристосовувати внутрішні трансформації до тенденцій світового економічного розвитку.

Фінансовий ринок, який був практично відсутній за часів адміністративно-командної економіки, за час незалежності України формувався у революційних умовах. За відносно короткий термін він не лише пройшов етап становлення та первинного розвитку, але й став відігравати потужну роль в алокації фінансових потоків та формуванні фінансового забезпечення нефінансових секторів економіки. Регулятивний потенціал фінансового ринку у сучасних умовах відіграє не меншу роль, ніж потенціали фіскальної та монетарної політики. Саме це обумовлює актуальність представленої читачу монографії.

Глобальні трансформації світових фінансових ринків, які іноді мають шоківий характер, вимагають розробки нових методологічних підходів до дослідження ефективності функціонування фінансового ринку та його регулятивних ефектів. Провідне місце у новітній методології досліджень фінансових ринків мають посісти інституційні та біхевіористичні засади. Зміна якісних характеристик попиту на фінансові послуги та продукти обумовлює необхідність дослідження інфраструктури фінансових ринків та ролі міжнародних фінансових організацій у забезпеченні розвитку вітчизняного фінансового ринку.

Динаміка регулятивного потенціалу фінансового ринку позначається на інвестиційній конкурентоспроможності економіки України та підвищенні запасу гнучкості фінансового ринку, а позитивні тренди у реалізації регуляторного потенціалу сприяють поглибленню зв'язків між фінансовим та нефінансовими секторами економіки, розширенню можливостей фінансового забезпечення діяльності суб'єктів господарювання.

Кожен із сегментів фінансового ринку має свій специфічний вплив на формування і реалізацію регулятивного потенціалу всього фінансового ринку. У цьому контексті зростає роль моніторингу та

контролю за діяльністю учасників фінансового ринку. Особливого значення набувають превентивні заходи, направлені на недопущення погіршення якості фінансових послуг та попередження неефективної алокації фінансових потоків. Удосконалення потребують й заходи щодо управління активами інституційних інвесторів та регулювання строкового сегмента ринку цінних паперів. Не менш важливе значення щодо регулювання розвитку сегментів фінансового ринку має вивчення зарубіжного досвіду та його імплементація у сфері розвитку страхового сектора та недержавного пенсійного страхування.

Монографія підготовлена професорсько-викладацьким складом кафедри фінансових ринків у межах виконання наукової кафедральної теми. Вона є внеском у розвиток теоретико-методологічних та практичних засад реалізації регулятивного потенціалу фінансового ринку України в умовах інтенсифікації глобальних викликів. Теоретичні узагальнення та практичні пропозиції, розроблені авторським колективом, можуть становити науковий інтерес для фахівців у галузі фінансових ринків та бути предметом подальших наукових дискусій.

**Доктор економічних наук,  
професор, заслужений діяч  
науки і техніки України**

**Л. Л. Тарангул**

## ВСТУП

*«...планета Земля виглядає карликом на фоні планети «Фінанси», до того ж остання куди швидше обертається навколо своєї осі».*  
*Найл Фергюсон,*  
*професор Гарвардського університету*

Сьогодні фінансовий ринок України переживає вкрай складний період свого розвитку. Не зазнавши повноцінного відновлення після фінансової кризи 2008–2009 рр., він опинився в ситуації нестабільності, вихід з якої ускладнюється рядом негативних як зовнішніх, так і внутрішніх для країни тенденцій, умов та обставин.

Сучасне падіння цін на сировинних ринках із відповідною девальвацією національних валют, підвищення волатильності фінансових ринків визначають значні ризики спадаючого тренда у зростанні ВВП країн, що розвиваються, й відповідно накладають свій відбиток на рух внутрішніх фінансових потоків. Це свідчить, що національні фінансові ринки неодмінно зазнають трансформаційних змін.

Однак сьогодні важливо, щоб переосмислення не завжди ефективних національних рецептів відбувалося в контексті глобалізму, коли внутрішні зміни невіддільні від змін в усьому світі. Структурні зрушення у сфері глобальних фінансів посилюють залежність національних фінансових ринків від глобальних фінансових умов, ускладнюють національні фінансові системи, загрожують їм асиметричною вразливістю, тобто породжують нові проблеми та ризики. Водночас перелічені фактори і стимулюють розвиток структурних зрушень на національних фінансових ринках, посилення фінансового виміру взаємодії між економікою та фінансовими інститутами. Тобто невідворотна глобальна фінансова інтеграція має відбуватися на основі якісних перетворень, що означають ослаблення тих елементів національних систем, які вичерпали свій потенціал, та зміцнення тих, що зберігаються й накопичуються у новій системі.

Міцного економічного ґрунту для уникнення внутрішніх суперечностей і ризиків, що накопичилися у національній економіці,



пом'якшення загрозливого соціально-економічного стану також створити не вдалося. Йдеться, насамперед, про невідповідність між потребами економіки та необхідними для цього ресурсами.

Незважаючи на значне посилення в останні роки ролі фінансового ринку в економіці України, незадоволений попит на фінансові ресурси з боку реального сектора економіки свідчить про недостатнє використання його можливостей. У більшості випадків фінансові потоки обходять реальний сектор, направляються від однієї фінансової компанії до іншої, збільшуючи їх доходи, забезпечуючи штучно роздутий споживчий попит, що не базується на адекватному розвитку реального сектора, та посилюють об'єктивно існуючі протиріччя між виробництвом і споживанням.

Забезпечення діалектичної єдності фінансового ринку з процесами трансформації національної економіки та на цій основі повніше задіяння його потенціалу означає потребу підвищення його функціональної ефективності.

У контексті забезпечення потреб суспільного відтворення в основу взаємозв'язку економіки і фінансів найчастіше покладене твердження, що набуло аксіоматичного характеру, а саме: «фінанси призначені для обслуговування потреб економіки, а не економіка для фінансів»<sup>1</sup>. Подібна позиція простежується й у Дж. Тобіна: «...першочерговим завданням економічної діяльності є виробництво товарів і послуг...» Фінансові ринки являють собою засіб для досягнення цієї мети, але ніяк саму мету»<sup>2</sup>, а Д. Кейнс вважав, що коли «...розширення виробничого капіталу в країні стає побічним продуктом діяльності ігрового дому, важко чекати добрих результатів»<sup>3</sup>.

Сьогодні фінансовий ринок, будучи вторинним стосовно економіки, має на неї вирішальний вплив. Вчені вважають, що на нинішньому етапі фінансовий ринок здатний навіть більше впливати на економіку, ніж економіка на фінансовий ринок<sup>4</sup>. Зазначається, що

---

<sup>1</sup> Львовчкін С. В. Суперечності фінансової теорії і практики в контексті циклічності економічного розвитку / С. В. Львовчкін, В. М. Опарін, В. М. Федосов // Фінанси України. – 2011. – № 5. – С. 3–13.

<sup>2</sup> Тобін Дж. Теорема о «невидимой руке» должна быть модифицирована / Дж. Тобін // РЭЖ – 2002. – № 3. – С. 43.

<sup>3</sup> Кейнс Д. Общая теория занятости, процента и денег. Избранное / Д. Кейнс. – М.: ЭКСМО, 2007. – 960, [260] с.

<sup>4</sup> Ершов М. Как обеспечить стабильное развитие в условиях финансовой нестабильности? / М. Ершов // Вопросы экономики. – 2007. – № 12. – С. 5.

фінансовий капітал створив нову структуру ринку, де головним сегментом є не реальний, а фінансово-грошовий ринок. Гроші перестають бути товарними грошима, а перетворюються на грошовий капітал, коли їх платіжно-обмінні функції поступаються місцем пріоритету інвестиційної функції<sup>5</sup>, а фінансовий сектор не забезпечує достатнього впливу на економічне зростання.

Однак, важко спростувати й думку про те, що слабка реальна економіка не повинна «підпорядкувати» собі фінансовий сектор, поставивши під удар фінансову стійкість. Лише позиція на системну єдність цих секторів може бути визнана продуктивною<sup>6</sup>. Адже реальний сектор не може ефективно функціонувати без ефективного перерозподілу капіталу, що здійснюється через фінансовий ринок, а дохідність останнього є прямим результатом прибутковості реального сектора економіки, тобто стану його фінансів.

Відтак, ключова методологічна та одночасно й практична проблема лежить у площині органічного поєднання стійкості і гнучкості фінансового ринку та реального сектора у їх взаємозалежності. Її ігнорування здатне скоротити можливості фінансового ринку, що означатиме його функціональну неспроможність забезпечити рух і трансформацію фінансових ресурсів у національну економіку.

Водночас динамізм внутрішнього і зовнішнього середовищ, багатогранність змісту відносин між учасниками фінансового ринку та їх цілей вимагають не лише переосмислення пріоритетних напрямів розвитку фінансового ринку, адекватного перегляду його засадничих ідей, але й посилення регулювання. Останнє, за свідченням науковців, набирає обертів у провідних країнах світу й очікується його поширення на інші держави<sup>7</sup>. Однак слід враховувати конвергенцію національних фінансових і економічних циклів, що відбувається в умовах глобалізаційних процесів й знижує ефективність і дієвість регуляторних впливів, поглиблює негативні екстерналії, сприяє системному поширенню шоківих впливів.

---

<sup>5</sup> Евстигнеева Л. П. Глобализация и регионализм: уроки для России / Л. П. Евстигнеева, Р. Н. Евстигнеев // НС. – 2004. – № 1. – С. 114–125.

<sup>6</sup> Галова А. Г. Развитие хозяйственной системы Беларуси в контексте взаимодействия финансового и реального секторов экономики / А. Г. Галова / Белорусский экономический журнал. – 2011. – № 1. – С. 65–71.

<sup>7</sup> Генеза банківських крих: монографія / [М. І. Диба, А. М. Мороз, Т. П. Остапишин та ін.]; за заг. ред. д.е.н., проф. М. І. Диби і д.е.н., проф. А. М. Мороза. – К.: КНЕУ, 2014. – 578, [350] с.

Крім того, загальна концепція функціонування і розвитку фінансового ринку невіддільна й від врахування його внутрішньої динаміки: збереження його можливостей у виборі власних цілей, умов самодостатнього розвитку його суб'єктів, розміщення активів з урахуванням прибутковості, ліквідності та безпечності, здатних забезпечити зростання його інвестиційної пропозиції. У підсумку це визначає неабиякі виклики для макроекономічного регулювання й нагляду.

На основі розгортання таких методологічного й практичного характеру залежностей і ґрунтується структура цієї монографії, щоб визначитися із стратегією розвитку фінансового ринку, яка може бути представлена як інтеграція окремих регулятивних заходів, здатних якісно вплинути на діяльність усіх учасників фінансових відносин та повинна стати і результатом, і передумовою, і обов'язковою компонентою подальших системних перетворень на фінансовому ринку.

У такому контексті у першому розділі представленої роботи увага зосереджується на пошуку загального русла – методології і передумов ефективного функціонування фінансового ринку. Його мета – сформуванню необхідне підґрунтя для подальшого відображення регулятивного потенціалу фінансового ринку крізь призму його впливу на реалізацію загальних завдань соціально-економічного розвитку, а також накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку.

Зважаючи, що отримати цілісний погляд на концепцію функціонування фінансового ринку з позиції реалізації конкретних завдань соціально-економічного розвитку неможливо без урахування його сучасних тенденцій, вони розкриваються у другому розділі монографії. Зазначені тенденції значною мірою сформували витоки для розкриття можливостей фінансового ринку для формування факторів економічного зростання в окремих секторах економіки й фінансової сфери через коригування структури алокації фінансових ресурсів, обіг фінансових інструментів, механізми державно-приватної взаємодії.

Бачення того, яким чином має відбуватися вдосконалення регуляторних механізмів функціонування окремих сегментів фінансового ринку представлено у третьому розділі роботи. Внутрішній потенціал розширення функціональної спроможності фінансового ринку з позиції перспектив забезпечення довгостроковими фінансовими ресурсами визначається: гнучкістю банків до розширення пропозиції довгострокових

фінансових ресурсів, фондового ринку та інституційних інвесторів. Це актуалізує задіяння потенціалу строкового сегмента ринку цінних паперів, сек'юритизації фінансових активів тощо.

Фінансова глобалізація сприяє появі на внутрішніх ринках іноземних банків та інвестиційних компаній, у результаті чого посилюється конкуренція і підвищується ефективність посередницької діяльності, оптимізується розподіл фінансових ресурсів і полегшується доступ національних підприємств до кредитних ресурсів.

Принципове значення для накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку мають податкові важелі. Наявність різних ставок та умов оподаткування в різних юрисдикціях, можливість виведення з-під оподаткування отриманого прибутку з використання офшорів, заміна одних фінансових інструментів та категорій іншими суттєво впливають на фінансовий стан і гнучкість руху фінансових коштів в окремих сегментах фінансового ринку.

Висновки і пропозиції, висловлені в процесі підготовки цієї монографії, мають переважно пошуковий характер та відображають власне бачення авторів. Тому можливі розбіжності в окремих випадках щодо оцінок при викладенні окремих аспектів досліджуваної проблематики. Проте це слугує додатковим свідченням складності і багатоаспектності розглянутих проблем та може розцінюватися як основа для продовження дискусій.

Монографію підготовлено за сприяння вченої ради Національного Університету ДПС України, а також за створення гармонійної робочої атмосфери Навчально-науковим інститутом фінансів, банківської справи для написання цієї роботи.

Авторський колектив висловлює щирі вдячність рецензентам професорам, докторам економічних наук О. І. Береславській, І. О. Луїній, Т. В. Майоровій за конструктивні поради, які дозволили глибше висвітлити сутність та особливості сучасних процесів, які відбуваються на фінансовому ринку.

Глибока подяка за кропітку роботу Видавничо-поліграфічному центру університету, а також приватному підприємцю М. М. Шликову за фінансову допомогу у виданні цієї монографії.

# РОЗДІЛ 1

## МЕТОДОЛОГІЯ ТА ПЕРЕДУМОВИ ЕФЕКТИВНОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

### 1.1. Глобалізація в системі детермінант сучасних економічних трансформацій

За висловом президента Гардварського університету, світ сьогодні переживає третій період величезних економічних трансформацій, що може порівнюватися з епохою Відродження або Індустріальною революцією<sup>8</sup>. Цей період пов'язаний із феноменом глобалізації, що вважається напрямом руху природного розвитку суспільства. Зростання торговельної відкритості як наслідку глобальної торговельної інтеграції призвело до того, що за 2000-ні роки приріст торгівлі був співмірним з тим, який був з 1990 по 2000 рік<sup>9</sup>. Зростанням торговельної відкритості у розрізі виробництв готових товарів у країнах ЄС у 1988–2000 рр., за розрахунками Н. Чена, Дж. Імбса та Е. Скотта, зумовлені щорічне падіння інфляції на 0,14 %, обмеження зростання цін виробників та послаблення цінової влади фірм<sup>10</sup>.

Водночас з дією торговельної інтеграції спостерігається й динамізм фінансової відкритості, який створює потужні впливи на трансформацію функціонування економіки через розширення можливих джерел фінансування, прискорення алокаційних змін, диверсифікацію ризиків тощо. Так, згідно з дослідженнями американських вчених, внаслідок глобалізаційних процесів 80 % всього світового доходу припадає лише на 20 % населення світу, зокрема тому, що крупні корпорації отримали можливість використовувати ринки країн третього світу<sup>11</sup>.

---

<sup>8</sup> Берн Питер. Как выгядит будущее из Давоса ? / Берн Питер // Мысль. – 2006. – № 2. – С. 14.

<sup>9</sup> Козюк В. В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності: монографія / В. В. Козюк. – Тернопіль: ТНЕУ, Економічна думка, 2009. – 728, [127] с.

<sup>10</sup> Chen N., Imbs J., Scott A. Competition, Globalization and the Decline of Inflation [Електронний ресурс] // CEPR Discussion Paper. – 2004. – Режим доступу: 4695 // [www.cepr.org](http://www.cepr.org).

<sup>11</sup> Fullbrook, E. (2010), «How to bring economics into the 3<sup>rd</sup> millennium by 2020», Real-World Economic Review? Issue54/Fullbrook54.pdf.

За оцінками фахівців, під впливом глобалізації перебувало близько 40 % світового виробництва промислової продукції, 60 % валового продукту і 70–80 % світової торгівлі і міжнародних фінансів. Вже навіть наведене може свідчити про виникнення нових складних зв'язків, а також ситуацію як прямої, так і непрямой детермінації сучасних глибоких економічних трансформацій національних економік з боку глобалізації. Це обумовлює потребу в істотних змінах у механізмах управління і регулювання фінансової системи як на рівні світової економіки, так і на рівні окремих національних економік.

Існує думка, що глобалізація як новітній і ключовий процес сучасних світових суспільних трансформацій бере свій початок у 80-х роках ХХ ст. у тісному зв'язку з інформаційно-комунікаційною революцією, що розпочалася у 70-х роках ХХ ст. Глобалізація як науковий напрям на початку 90-х рр. ХХ ст. сформувався у «доктрину ТФН» (Тофлер, Фукуяма, Хантінгтон). Сутність нового вчення пов'язана з апологетикою так званого «золотого мільярда»<sup>12</sup>. Ключові суб'єкти глобалізації – транснаціональні компанії (далі – ТНК) – продукт інтернаціоналізації виробництва та фінансів у світовому масштабі, виступають одночасно і як фактор, і як наслідок глобалізації економіки. До кінця ХХ ст. ТНК досягли таких розмірів і впливу, що самі здійснюють генеруючий вплив на світові ринки, а в ряді випадків виступають на рівні з сучасними державами.

2011 року провідними світовими аналітиками, зокрема Вищої технічної школи Цюриха, за допомогою представленої ними моделі глобальної економіки було виявлено 147 корпорацій, під владою яких перебуває 40 % усього світового доходу. У цьому контексті загальні активи 50 найбільших банків світу у 2011 році становили 66 трлн дол., що можна зіставити з ВВП усіх країн світу, який, за даними ЦРУ, сягнув у 2011 році 70 трлн дол. На основі значної концентрації коштів у невеликій групі фінансових корпорацій (далі – ТНБ), а також подібних тенденцій у виробничому секторі – ТНК робиться припущення щодо появи нових центрів влади на основі власників і топ-менеджерів цих гігантських організацій, а їх поєднання з державними

---

<sup>12</sup> Єрохін С. А. Фінансово-економічний механізм глобалізації/ С. А. Єрохін// Фінансово-економічний розвиток України в умовах глобалізації: [монографія] / за ред. Я. В. Белінської. – К.: Національна академія управління, 2008. – С. 8–15.

## Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації

органами управління національних економік стане базисом піраміди влади у глобальному масштабі<sup>13</sup>.

Основні ознаки глобалізації світових економічних відносин представлені у табл. 1.1.

Таблиця 1.1

### Основні ознаки глобалізації світових економічних відносин

№ з/п	Ознаки
1.	Домінування міжнародних економічних відносин над національними, а також планетарних масштабів і форм економічної діяльності над національними, регіональними і мікрорівневими
2.	Випереджаючі темпи зростання міжнародного виробництва, насамперед в межах ТНК, а також міжнародної торгівлі порівняно зі світовим ВВП, глобалізація руху капіталу
3.	Перетворення планети в єдине інформаційно-комунікативне середовище, нарощування елементів глобального економічного регулювання в діяльності між- та наддержавних утворень з метою розв'язання проблем, у тому числі глобальних, що загострюються

*Джерело: складено автором за матеріалами<sup>14</sup>.*

Наведені ознаки фактично представляють глобалізацію як позитивне зовнішнє середовище, зважаючи, що широта ринку формує більше шляхів для розвитку світової економіки. Водночас як зазначає К. Стрижиченко, така позиція була характерна для неокласичної парадигми, проте у контексті останньої фінансової кризи поширення набула концепція, яка відображає також недоліки глобалізації. Зокрема, виділяють чотири складові такої концепції: 1) нестійкість, що розуміється як порушення довгострокового зростання внаслідок виникнення дисбалансу між споживанням і виробництвом; 2) несправедливість, що проявляється внаслідок переливання капіталу в більш прибуткові галузі, приводячи до відмирання неприбуткових, але часто необхідних галузей; 3) нестабільність, що пов'язана з неможливістю у глобалізованому світі залишатися стабільним; 4) антидемократичність, що викликана вирішальним впливом у глобалізованому світі

<sup>13</sup> Генеза банківських криз: монографія / [М. І. Діба, А. М. Мороз, Т. П. Остапишин та ін.]; за заг. ред. д.е.н., проф. М. І. Діби і д.е.н., проф. А. М. Мороза. – К.: КНЕУ, 2014. – 578, [346–348] с.

<sup>14</sup> Національна економіка: навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл. / [Білоцерківець В. В., Завгородня О. О., Лебедева В. К. та ін.], за ред. В. М. Тарасевича. – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 280, [22] с.

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

ТНК, холдингів, фінансових установ, які лобіюють, насамперед, власні інтереси<sup>15</sup>.

Торкаючись змісту терміна «глобалізація», його автор З. Бауман, вказуючи на зростання в умовах глобалізації нестабільності, невизначеності, зазначав, що це – всеохоплююче відчуття «втрати контролю над теперішнім»<sup>16</sup>. Однак це слід вважати лише одним із чинників багатогранного характеру глобалізації. Останній проявляється також і у багатьох інших.

Новизна тлумачення цього феномена характерна для підходу З. Бжезінського, який зазначав: «Новий світ набуває форми глобальної спільноти... Спочатку це особливо стосується економічного світового порядку...»<sup>17</sup>. Тобто можна говорити й про якісний прорив у суспільних, зокрема й економічних, трансформаціях.

Про багатогранність характеру глобалізації можна судити й за деякими підходами до відображення її сутності, узагальненими у табл. 1.2.

Таблиця 1.2

### Деякі підходи до відображення сутності глобалізації

Автори	Мета	Сутність
Т. Левіт	Відображення феномена злиття ринків окремих продуктів, вироблених ТНК	Технологічні зміни, що забезпечили зростання швидкості здійснення міжнародних товарних і фінансових операцій
Експерти МВФ	Відображення економічної залежності країн всього світу	Зростаючі обсяг і різноманітність міжнародних операцій з товарами, послугами, світових потоків капіталу, швидкої і широкої дифузії технологій
Кофі Аннан, Генеральний секретар ООН	Відображення процесу взаємодій	Комплекс трансграничних взаємодій між фізичними особами, підприємствами, інститутами і ринками
Експерти Банку Японії	Відображення руху до єдиного світового ринку	Процес зростаючої інтеграції національних економік у русі до єдиного світового ринку

<sup>15</sup> Стрижиченко К. А. Державне регулювання фінансового ринку в умовах нової економіки: монографія / К. А. Стрижиченко. – Бердянськ: ФО-П Ткачук О. В., 2013. – 352, [167–168] с.

<sup>16</sup> Бауман З. Глобализация. Последствия для человека и общества / З. Бауман; пер с англ. – М., 2004. – 188, [85] с.

<sup>17</sup> Егищянс С. А. Тупики глобализации: торжество прогресса или сатанистов? / С. А. Егищянс. – М.: Вече, 2004. – 448, [105] с.



## Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації

### Продовження таблиці

Р. Колодко	Відображення руху до єдиного світового ринку	Історичний процес лібералізації і інтеграції ринків товарів, капіталу і праці, які раніше функціонували певною мірою ізольовано, в єдиний світовий ринок
Представники еволюційного підходу	Відображення нового якісного стану світової економіки	Результат поступових кількісних змін, пов'язаних із процесами інтеграції, інтернаціоналізації та розвитку постіндустріального суспільства
Дж. Сорос	Відображення фінансового аспекту глобалізації, а саме руху капіталів	Глобалізація фінансових ринків і їх зростаючий домінуючий вплив на національні економіки поряд із впливом транснаціональних корпорацій

*Джерело: узагальнено автором.*

Глобалізація як феномен глобальної інтеграції<sup>18</sup> - така кваліфікація глобалізації, яка, на нашу думку, заслуговує особливої уваги, зважаючи на глибинну сутність останньої. Саме розвиток процесів інтеграції (торговельної, що розширює фізичні межі ринку та фінансової, що розширює можливі джерела фінансування та диверсифікує ризики) у світовому вимірі приводить до глобалізації, якісно іншого феномену, ознаки глибоких змін у сучасній економіці, внаслідок чого створюються передумови для отримання її вищої ефективності. Звідси зміст глобалізації трактується як зростаюча відкритість економіки міжнародній торгівлі, рухові товарів, капіталів та робочої сили, внаслідок чого створюються передумови для інтеграції розрізнених географічних ринків та виникнення цілісної глобальної економічної системи<sup>19</sup>.

Тобто інтерпретація змісту глобалізації виглядає доволі неоднорідно, що можна розцінити як спроби більш широкого охоплення її детермінант. Виходячи з наведених визначень, можна зробити важливий висновок: глобалізація не просто закономірний, об'єктивно обумовлений процес, йому завжди властива суперечність, що проявляється в необхідності узгодження окремих властивостей глобалізації з метою отримання очікуваного ефекту. Різносторонній вплив глобалізації є закономірним з огляду на її природу. Внаслідок цього

<sup>18</sup> Козюк В. В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності: монографія / В. В. Козюк. – Тернопіль: ТНЕУ, «Економічна думка», 2009. – 728, [17] с.

<sup>19</sup> Там само. – 16 с.

## **Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів**

---

виникають труднощі в національному та міжнаціональному регулюванні глобальних процесів, для подолання яких, на думку Збігнева Бжезінського: «Ми повинні створити механізм глобального планування і довгострокового перерозподілу ресурсів»<sup>20</sup>.

Внутрішньо суперечливий характер глобалізації проявляється у тому, що вона, з одного боку, ускладнює визначення характеру та типу економічної системи в кожній окремій країні. При цьому ускладнення відбувається не лише у розвинених, але й менш розвинених країнах. З іншого – те, що країни інтегруються у світову економіку, у регіональні утворення, веде до формування у різних країнах близьких економічних систем. Глобалізація створює умови для синхронізації змін у соціально-економічному розвитку різних країн через механізм перерозподілу у вигляді фінансів, кредиту, грошового обігу, розвиток комунікацій, підвищення мобільності факторів виробництва, можливості обмінюватися досвідом, знаннями, технологіями, спеціалістами тощо.

Проте вигоди глобалізації розподіляються в світі дуже нерівномірно. На тлі безпрецедентного багатства – гнітюча бідність і нерівність між країнами та всередині країн. Майже половина населення світу змушена жити менше ніж на 2 долари США на день, а 1,2 млрд осіб існують менше ніж на 1 долар. Із загальної чисельності робочої сили в світі (приблизно 3 млрд осіб) – 140 млн працездатного населення взагалі не мають роботи. Нерівність відбувається і в розподілі доходів. 1 млрд осіб, які живуть у розвинених країнах, одержують 60 % усіх доходів світу, а 3,25 млрд осіб у країнах з низьким рівнем доходів заробляють менше 20 % доходів<sup>21</sup>.

Як правильно констатує А. Чухно, глобалізація економіки – це не лише вигоди від участі країни у світових економічних процесах, але й висока ймовірність втрат, зростання ризиків. Країни стають не просто взаємозалежними через формування системи міжнародного інтегрованого виробництва, зростання обсягів світової торгівлі та потоків іноземних інвестицій, інтенсифікації руху технологічних

---

<sup>20</sup> Егищянс С. А. Тупики глобализации: торжество прогресса или сатанистов / С. А. Егищянс. – М.: Вече, 2004. – 448, [105] с.

<sup>21</sup> Кисільова Т. М. Соціальна політика в умовах глобалізації [Електронний ресурс] / Т. М. Кисільова. – Режим доступу: <http://www.niss.gov.ua/Table/Jalilo18/011.htm>.

## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

нововведень тощо, але й більш вразливими щодо негативного впливу світогосподарських зв'язків. Світова практика доводить, що вигравш від глобалізації розподіляється не рівномірно між країнами та суб'єктами економічної діяльності. Тому серед негативних наслідків глобалізації особливо виділяються: посилення нерівномірності розвитку країн світу; нав'язування потужними країнами своєї волі, нераціональної структури господарства, політичної та економічної залежності<sup>22</sup>.

В умовах глобалізації можливий розрив традиційних зв'язків у країні, деградація неконкурентоспроможних виробництв, загострення соціальних проблем, агресивне проникнення непритаманних цьому суспільству ідей, цінностей, моделей поведінки. Відтак, до найбільш важливих проблем також відносять можливість переходу контролю над економікою окремих країн від суверенних урядів в інші руки, зокрема до сильніших держав, ТНК або міжнародних організацій. Стосовно фінансової сфери виникає загроза її можливої дестабілізації, потенційна регіональна або глобальна нестабільність через взаємозалежність національних економік на світовому рівні. При цьому локальні економічні коливання або кризи в одній країні можуть мати регіональні або навіть глобальні наслідки.

Відмінність впливу глобалізації у різних країнах суттєво обумовлена структурними особливостями їх господарств, характером міжнародної спеціалізації та профілем міжнародної конкурентоспроможності. Однак загальна тенденція полягає у посиленні могутності найрозвиненіших країн світу, передусім транснаціональних корпорацій та відносному послабленню економічного потенціалу слаборозвинених країн, поступовій втраті їх економічного суверенітету. При цьому найбільш болючі наслідки глобалізації можуть відчувати на собі країни, що належать до так званої світової периферії. Більшість із них, беручи участь в інтернаціоналізації як постачальники сировини і виробники трудомісткої продукції (а деякі з них – постачальників деталей і вузлів для сучасної складної техніки), опиняються у всебічній залежності від передових держав і мають доходи, по-перше, менші, а по-друге, нестабільні, залежні від кон'юнктури світових ринків. Тому, крім загальновизнаних проблем, що здатна викликати глобалізація для таких країн, виникають ще й додаткові, до яких відносять:

---

<sup>22</sup> Чухно А. Основи економічної теорії [Електронний ресурс] / А. Чухно. – Режим доступу: <http://library.if.ua/book/61/4432.html>.

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

- нарощування технологічного відставання від розвинених країн;
- зростання соціально-економічного розшарування, маргіналізацію (тобто руйнування державного суспільства, що є процесом розпаду соціальних груп, розривом традиційних зв'язків між людьми, втрати індивідами об'єктивної приналежності до тієї або іншої спільності, відчуття причетності до певної професійної або етнічної групи);
- зубожіння основної маси населення;
- посилення залежності менш розвинених країн від стабільності функціонування світового господарства;
- обмеження ТНК здатності проводити національно орієнтовану економічну політику;
- зростання зовнішнього боргу, насамперед, міжнародним фінансовим організаціям, що перешкоджає подальшому прогресу національних економік.

Окремі наслідки прояву глобалізації також подані у табл. 1.3.

Таблиця 1.3

### Основні форми прояву глобалізації

№ з/п	Форма і сутність прояву	Наслідки
1	Надання переваг розвиненим країнам та окремим новим індустріальним країнам із суттєвим потенціалом міжнародної конкурентоспроможності	Посилення системного розриву між окремими країнами та групами країн
2	Породження процесу розщеплення економічних комплексів всередині менш розвинених країн. Одна частина комплексів залучається до діяльності світових центрів, а інша – замикається у національних межах	Розщеплення економічних комплексів всередині країни
3	Нерівномірне включення у сферу дії різних макросекторів економіки. Найбільш глобалізованою є фінансова сфера, а, наприклад, сфера працевлаштування залишається найменш глобалізованою, бо загальна кількість міжнародних мігрантів складає лише близько 3 % світового населення	Посилення нерівності між окремими макросекторами економіки
4	Посилення формування глобальних галузей економіки, які складаються з високотехнологічних галузей виробництва. Вони визначають основний позитивний вплив глобалізації на економічний розвиток	Посилення впливу на структурні процеси в економіці

## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

---

Тобто поряд з позитивними наслідками розширення і поглиблення поділу і кооперації праці, можливістю оптимально концентрувати необхідні ресурси мають місце й негативні ефекти, що можуть пригнічувати національний економічний розвиток та дестабілізувати національну економіку. Відтак, вплив глобалізації немає строго лінійного характеру і не приводить до чіткого зростання одних і зниження ролі інших секторів. Має місце хвилеподібний перебіг процесів впливу глобалізації на економічний розвиток окремих країн.

Таким чином, глобалізація – це складний комплекс прямих і зворотних зв'язків. Вона: 1) призводить до істотного збільшення для кожної окремої країни значення непідконтрольних зовнішніх чинників; 2) не здійснює однотипного впливу на національну економіку. Його результати істотно відрізняються залежно від досягнутого рівня розвитку, структурних особливостей та національної економічної політики. В одних випадках можливості розвитку національної економіки розширюються, а в інших – це призводить до прискореної руйнації недостатньо конкурентоспроможних національних структур, а отже, до випадання національної економіки з контексту глобалізованої; 3) як невід'ємний атрибут сучасного соціально-економічного розвитку будь-якої держави глобалізація закономірно висуває нові виклики, загрози для національних систем забезпечення такого розвитку, зважаючи, що несприятливі чинники зовнішнього середовища не лише діють, але й здатні посилюватися.

Для врахування різноспрямованих ефектів глобалізації з метою зниження впливу деструктивних дій та використання конструктивних якостей глобалізації прихильники формування нової економічної парадигми сформулювали ряд тверджень, що мають становити її основу. Наведемо їх у порядку наближення до компетенцій і завдань національних економік: 1) надання можливості прояву плюралізму; 2) недемократичні країни не можуть розраховувати на ті самі права в міжнародному економічному співтоваристві, як і демократичні; 3) міжнародні економічні угоди повинні створити правила для управління взаємодією серед національних інститутів; 4) країни мають право захищати власні інтереси, правила і фінансові інститути; 5) країни не мають права нав'язувати свої фінансові інститути і моделі регулювання іншим країнам; 6) демократичне управління повинне бути перш за все організовано в рамках національних політичних утворень;

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

7) фінансові ринки повинні глибоко інтегруватися в системи державного управління національної економіки<sup>23</sup>.

У контексті викладеного не можна обійти увагою й ключові загрози впливу глобалізації на національну безпеку, окремі з яких представлені у табл. 1.4 і визначають напрями подальших економічних трансформацій.

Таблиця 1.4

### Деякі загрози впливу глобалізації на національну безпеку

Загроза	Наслідки впливу
Скорочення рівня автономії економічної політики	Використання різних санкцій, ембарго тощо об'єктивно звужує рамки національного економічного суверенітету
Зростання спекулятивної складової у потоках фінансового капіталу	Створення передумов виникнення фінансових криз
Посилене проникнення іноземних банків на національні ринки	Втрата можливостей управління власною фінансовою системою
Незбалансований розвиток і гіпертрофований експорт	Прив'язка до економіки більш розвинених країн, втрата можливостей прискореного розвитку, надмірна експортна орієнтація
Необґрунтована політика відкриття національного ринку	Поряд з перевагами можливість істотних соціальних втрат через скорочення виробництва у ряді базових для країни галузей, знецінення їх капіталу
Рівень розвитку іноземного інвестування	Висока залежність від прямих іноземних інвестицій

Щодо наслідків скорочення автономії економічної політики національних держав, яке вважають природним результатом процесів економічної і політичної глобалізації»<sup>24</sup>, до них слід додати й такий, як слабкість національної валюти, що обмежує національний суверенітет.

Зростання спекулятивної складової в потоках фінансового капіталу, що відбулося на фоні посилення впливу небанківських фінансових

<sup>23</sup> Стрижиченко К. А. Державне регулювання фінансового ринку в умовах нової економіки: монографія / К. А. Стрижиченко. – Бердянськ: ФО-П Ткачук О. В., 2013. – 352, [169–170] с.

<sup>24</sup> Афонцев С. Национальная экономическая безопасность: на пути к теоретическому консенсусу / С. Афонцев // Мировая экономика и международные отношения. – 2002. – № 10, [30–39].

## Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації

---

посередників, зменшення у загальній вартості активів фінансових посередників частки банків, жорсткої конкуренції на ринку капіталів, суттєво активізувало діяльність тих фінансових установ, які спеціалізуються на операціях з фінансовими активами з більш високим рівнем ризиковості, їх орієнтацію на отримання короткострокового прибутку тощо. Очевидно, що в підсумку ці процеси призводять до загроз національної безпеки.

На фоні зниження дохідності банківської діяльності посилюється проникнення іноземних банків на національні ринки. Європейські банки, обмежені можливостями внутрішніх ринків, розширюють географію своєї діяльності на ринках, що формуються. Це, на думку експертів ЄЦБ, призводить до втрати можливості для таких банків управляти самостійно власною фінансовою системою та виконувати роль буфера для крупних європейських банків<sup>25</sup>, що впливає на вирішення питань забезпечення національної безпеки.

Підтримання економічної безпеки національної економіки безпосередньо пов'язане з питаннями відкритості економіки. Провідні міжнародні форуми, з одного боку, підкреслюють необхідність дотримання принципів відкритої глобальної економіки, а з іншого – необхідність запобігання протекціонізму та замикання всередині себе. Так, згідно з правилами СОТ, країни мають утримуватися від зведення нових бар'єрів для руху товарів і послуг, інвестицій шляхом запровадження нових експортних обмежень чи несумісних з цими правилами інструментів стимулювання експорту. Водночас позиція ООН, підкреслюючи необхідність уникнення протекціонізму при застосуванні національних заходів стимулювання, визнає, що країнам, які розвиваються, не слід відмовляти у праві застосовувати законні заходи торговельного захисту відповідно до чинних положень угод СОТ<sup>26</sup>.

Основні теорії міжнародної торгівлі ґрунтуються на принципі глобальної ефективності, коли найбільш раціонально використовується економічний потенціал світового господарства, а споживачі мають

---

<sup>25</sup> Науменкова С. В. Розвиток фінансового сектора України в умовах формування нової фінансової архітектури: монографія / Науменкова С. В., Міщенко С. В. – К.: Університет банківської справи, Центр наукових досліджень Національного банку України, 2009. – С. 28.

<sup>26</sup> Генеральная Ассамблея ООН: Итоговый документ Конференции по вопросу о мировом финансово-экономическом кризисе и его последствиях для развития // Документ A/RES/63/303. – 2009. 13 July/ - Пп. 12,15.

найширші можливості до задоволення своїх потреб. Проте через складність світової економічної системи не завжди доцільно керуватися лише такими принципами. Один із ризиків полягає у тому, що незбалансований розвиток і гіпертрофований експорт у менш розвинених країн викликає прив'язку до економіки більш розвинених країн та залежність від них, внаслідок чого менш розвинені країни втрачають можливості прискореного розвитку.

Дискусія щодо політики відкриття національного ринку в Україні істотно загострилася через її вступ до СОТ. Поряд з очікуваними перевагами Україна може зазнати й істотних соціальних втрат через скорочення виробництва в ряді ключових для неї галузей, а отже, знецінення наявного в них капіталу. Тому для забезпечення економічної безпеки необхідна продумана державна політика підвищення конкурентоспроможності в пріоритетних сферах та нарощування потенціалу використання переваг міжнародної торговельної системи<sup>27</sup>.

У контексті національної безпеки виявляється важливим і питання іноземного інвестування та ТНК. Дослідження фахівців щодо залежності між прямими іноземними інвестиціями (далі – ПІІ) та рівнем економічного розвитку і добробуту не свідчать про помітну кореляцію між ними. Серед країн з низьким рівнем залежності від ПІІ такі розвинені країни, як Італія, Німеччина, США, з дуже низьким – Республіка Корея, Японія. Серед країн групи БРІК, яка динамічно розвивається, Бразилія та Росія мають низький рівень залежності, Індія – дуже низький, а Китай – з середнього рівня перемістився до низького.

Щодо ТНК, то держави з низьким або дуже низьким рівнем залежності від ПІІ є активними учасниками створення ТНК, серед них Італія, Японія, Республіка Корея, країни БРІК. Тобто демонструються значні відмінності залежно від розміру країни та обраної моделі розвитку.

Таким чином, складний, внутрішньо суперечливий характер глобалізації актуалізує потребу системного підходу до обґрунтування і реалізації послідовної політики щодо глобалізаційних процесів, усвідомленого і раціонального ставлення до ризиків глобалізації. Цим пояснюється постійний пошук у масштабах світової і національної

---

<sup>27</sup> Структурні зміни та економічний розвиток України: монографія / [Геєць В. М. Шинкарук Л. В., Артёмова Л. І. та ін.]; за ред. д-ра екон. наук Л. В. Шинкарук; НАН України; Ін-т екон. та прогнозув. – К., 2011. – 696, [100] с.



## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

економік шляхів як адаптації, так і розвитку, зокрема за рахунок заходів регулятивного характеру на основі врахування неоднозначного характеру здійснення та впливу глобалізаційних процесів на національні економічні системи. Це, природно, визначає пріоритети та накладає їй відповідні обмеження на розподіл і перерозподіл фінансових потоків.

У такому контексті можна згадати механізм так званої «голландської хвороби», виявленої у 50-ті роки минулого століття в Голландії. Відкриття покладів газу в Північному морі стало причиною істотного зростання інвестицій у цю галузь, що викликало їх суттєве скорочення в галузі обробної промисловості та призвело до відповідного спаду добробуту населення. У Росії така хвороба була пов'язана з витісненням інвестицій у високоприбуткову сферу нафто- та газовидобутку та розробку інших сировинних ресурсів. Однак тут своєчасно зрозуміли безперспективність такого типу розвитку. З початку 2000-х років відбулася корекція такого розвитку за рахунок бюджетно-податкових і митних важелів, які забирають у експортерів частину їх наприбутків на користь суспільства, а саме: не лише на соціальні цілі, але й технологічне переозброєння, розвиток наукоємних галузей.

Потрібно наголосити, що, хоча саме розвиток торгівлі товарами високотехнологічних галузей є головним компонентом світової торгівлі, це не означає відмирання традиційних галузей. Прикладом може слугувати зміна ставлення до моделі експортоорієнтованого розвитку, яка набула надзвичайного поширення у 90-ті роки минулого століття. Експортна орієнтація здатна призвести до надмірної експортної залежності з усіма її негативними наслідками. Хоча активна участь у міжнародній торгівлі має великі переваги, оскільки дозволяє нерозвиненій економіці концентрувати свої виробничі можливості на тих сегментах, для розвитку яких у них існують кращі умови, проте це не означає, що необмежене розширення експорту є ефективним.

Під тиском глобальних процесів відбуваються процеси заміщення імпортом нерентабельних з глобальної точки зору видів вітчизняного виробництва, але які необхідні для задоволення базових потреб населення країни. Тут можна звернутися до «перспектив» України на постачання сировини для європейської біоенергетики, що здатне призвести до витіснення стратегічно важливого виробництва продовольства.

Таким чином, адаптація світової економіки до загроз, пов'язаних з глобалізаційними процесами, поряд із експортною орієнтацією, істотно зміцнює внутрішній ринок та збільшує попит на продукцію сфер високих технологій, а також частки високотехнологічних товарів і послуг у структурі експорту. Уміння вчасно відмовлятися від минулих конкурентних переваг і формувати ефективну структурну позицію, ризикувати, шукати виявляється більш важливим для національної економічної безпеки, ніж прямолінійна орієнтація на збереження і структурну стабілізацію<sup>28</sup>.

Такими підходами, відповідно, повинні визначатися й фінансові відносини та напрями руху фінансових потоків. Водночас, продовжуючи розгляд глобалізації як ключової детермінанти сучасних економічних трансформацій, вирішального значення набуває фінансова глобалізація, що становить найважливішу складову глобалізації та одночасно її рушійну силу. На значимість фінансової глобалізації здатне вказувати навіть те, що навіть саме поняття глобалізації найчастіше сприймається як широке поширення та охоплення, насамперед, фінансових інструментів та фінансових ринків. Існує така точка зору, що доступність засобів фінансового ринку для будь-якого його учасника у будь-якій точці Земної кулі здатна призвести до народження нового фінансового світу без кордонів, де міць біржовиків та керуючих грошовими фондами перевищить владу центральних банків та політиків.

Фінансова глобалізація створює можливості для переміщення значних фінансових ресурсів. Частка фінансового сектора у світовому ВВП різко зросла та домінує, насамперед, за обсягами. Вже на початку 2000-х років у всьому світі щодня залучалося в обіг понад 1 трлн дол. США, що майже в 30 разів перевищувало вартість товарів і послуг, що продавалися за день. З наведеного можна зробити висновок також про спекулятивний рух капіталу у всьому світі та його колосальні розміри. Спекулятивні угоди – це такі, що мають на меті отримання прибутку на зміні (переважно короткостроковій) курсу цінних паперів або інших фінансових активів залежно від економічної кон'юнктури, політичних ризиків, фінансово-господарського стану емітента, слухів та інших факторів, що впливають на стан попиту та

---

<sup>28</sup> Структурні зміни та економічний розвиток України: монографія / [Геєць В. М. Шинкарук Л. В., Артгомова Л. І. та ін. ]; за ред. д-ра екон. наук Л. В. Шинкарук; НАН України; Ін-т екон. та прогнозув. – К., 2011. – 696, [623] с.

## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

пропозиції на фінансовому ринку, набули особливої динаміки. Саме з необхідністю зниження рівня спекулятивної діяльності пояснюється введення «податку Тобіна», зокрема в США<sup>29</sup>.

Конкретними показниками щодо рівня спекуляції фінансового сектора можуть слугувати: надмірне зростання капіталізації до ВВП; низька частка емісії акцій у валових інвестиціях; відсутність тісного зв'язку між динамікою фінансових показників підприємств та показниками ціни їх цінних паперів тощо. Так, зростання рівня капіталізації свідчить про її самодостатній рух, наявність великої кількості трансакцій, що не обслуговують реальні інвестиції. Це можуть бути операції фінансування угод злиття та поглинання, купівлі з подальшим перепродажем тощо.

Крім кількісних показників, частка фінансового сектора у світовому ВВП домінує також і за своєю роллю в економіці. На думку В. Козюка, глобальні фінанси стають реальною домінантою економічного розвитку. Алокаційна ефективність економіки дедалі більше залежить від того, як циркулює інвестиційний та позичковий капітал в глобальних масштабах<sup>30</sup>.

Основними рисами фінансової глобалізації в сучасних умовах є висока динаміка валютних ринків, банківських депозитів в іноземній валюті, коштів, залучених з міжнародного фінансового ринку, суттєва частка іноземних фінансових ресурсів у соціально-економічному розвитку окремих країн. Водночас швидкозростаюча фінансова глобалізація стала причиною тому, що потоки капіталів у процесі глобалізації, які повинні були пов'язати зовнішню торгівлю, іноземні інвестиції та трансферт технологій, на практиці не забезпечили повноцінного технологічного обміну. У підсумку глобалізаційні процеси суттєво порушили сформовані пропорції та звичайний хід економічних процесів й сформували підстави для переосмислення ринкових збоїв і втручання в трансформації, що відбуваються у фінансовій системі на світовому й національному рівнях.

У загальному розумінні фінансова глобалізація - це процес стирання кордонів між національними ринками, інтеграцією фінансових

---

<sup>29</sup> Егишянц С. А. Тупики глобализации: торжество прогресса или игры сатанистов? / С. А. Егишянц. – М.: Вече, 2004. – 448 с.

<sup>30</sup> Козюк В. В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності: монографія / В. В. Козюк. – Тернопіль: ТНЕУ, «Економічна думка», 2009. – 728, [195] с.

інструментів, учасниками ринків, органами регулювання, механізмами торгівлі цінними паперами, стандартизації правил. Вона характеризується серйозними змінами у світових фінансах, розвитком новаторських методів організації та управління фінансовими ресурсами. У результаті фінансової глобалізації капітал набув значної мобільності, перепливаючи по всьому світу до найбільш вигідних можливостей вкладання. Характер операцій учасників глобального ринку в різних країнах, широка мережа філій і дочірніх представництв вже не дозволяють ототожнювати ці операції лише з країною національної приналежності<sup>31</sup>. Тому одне з визначень представляє фінансову глобалізацію як вільний та ефективний рух капіталів між країнами та регіонами, функціонування глобального ринку, формування системи наднаціонального регулювання міжнародних фінансів, реалізацію глобальних фінансових стратегій ТНК та транснаціональних банків<sup>32</sup>.

Активному розвитку фінансової глобалізації, на думку фахівців, сприяли лібералізація фінансової діяльності, скорочення трансакційних витрат, необмежені технологічні можливості для здійснення фінансових угод між суб'єктами різних країн протягом короткого терміну та ін.<sup>33</sup> При цьому аналіз впливу фінансової відкритості на розвиток економіки, проведений фахівцями МВФ, засвідчив позитивний вплив фінансової глобалізації на темпи економічного зростання в результаті підвищення факторної продуктивності та забезпечення стабільності споживання (так званий «прямий канал впливу»)<sup>34</sup>. На думку С. Шмуклера, для країн, що розвиваються, найголовнішим здобутком глобалізації є розвиток національних фінансових систем, які отримують доступ до нових додаткових джерел фінансування, а також удосконалення фінансової інфраструктури<sup>35</sup>.

---

<sup>31</sup> Волощенко Л. М. Розвиток фінансового ринку в умовах глобалізації: монографія / Л. М. Волощенко; ДонДУУ. – Донецьк: ВІК, 2013. 464, [60–61].

<sup>32</sup> Хоминин И. П. Финансовая глобализация / Хоминин И. П. // Банковские услуги. – 2002. – № 8. – С. 2–13.

<sup>33</sup> Розвиток державних фінансів України в умовах глобалізації: кол. моног. [Луніна І. О., Булана О. О., Фролова Н. Б. та ін]; за ред. д.е.н. І. О. Луніної: НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогноз. НАН України». – К., 2014. – 290, [87] с.

<sup>34</sup> Kose A., Prasad E., Rogoff K., Wei S. Financial Globalization: A Reappraisal // IMF Working Paper. – 2006. – No WP/06/189. – 94 p/.

<sup>35</sup> Schmukler S. Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries // Federal Reserve Banc of Atlanta Economic Review. – Second Quarter 2004. – P. 39–57.

## Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації

Щодо впливу фінансової глобалізації на національну економіку, то дослідження взаємозв'язку фінансової інтеграції країн і лібералізації руху капіталу, що, на думку експертів МВФ, дозволяє оцінити вплив міжнародної фінансової інтеграції країни на її макроекономічну динаміку, засвідчили про доволі високий ступінь фінансової інтеграції в Україні. Подібний стан свідчить, з одного боку, про генерацію нових можливостей і перспектив для національного бізнесу, з іншого – про підвищення вразливості державних і корпоративних фінансів до впливу зовнішніх шоків<sup>36</sup>.

Щодо структурних зрушень у сфері глобальних фінансів, які вважаються базовими, то до них відносять такі: 1) нарощування зовнішніх вимог та зобов'язань, що відображає щільнішу мікроекономічну інтеграцію, опосередкованими фінансовими зв'язками; 2) послаблення ефекту домашнього зміщення, що демонструє зростаюче значення транскордонних операцій та посилення фінансової інтеграції; 3) фінансова консолідація та інституціональна глобалізація, які демонструють зміну моделі конкуренції у фінансовому секторі та перенесення її на глобальний рівень; 4) зростаюче значення фінансових компаній у структурі глобальної фінансової системи; 5) зміна ролі країн з ринками, що виникають у глобальній фінансовій системі<sup>37</sup>.

Надмірне зростання впливу глобалізації на фінансову систему, динамічне виникнення нових, складних фінансових інструментів та інститутів викликали появу нового явища у розвитку світової економіки, що має назву «фінансова економіка». Це сукупність фінансових ринків, наповнених великим розмаїттям нових фінансових продуктів і технологій, що націлені на збільшення наявного капіталу, отримання надприбутків. Обсяги фінансової економіки сьогодні оцінюють близько 1 квадрильйона доларів США при обсягах світового ВВП, основу якого складає новостворена вартість, 70 трлн дол. США. Як влучно зазначив професор Гарвардського університету Найл Фергюсон: «...планета Земля виглядає карликом на фоні планети «Фінанси», до

---

<sup>36</sup> Розвиток державних фінансів України в умовах глобалізації: кол. моног. [Луніна І. О., Булана О. О., Фролова Н. Б. та ін]; за ред. д.е.н. І. О. Луніної: НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогноз. НАН України». – К., 2014. – 290, [91] с.

<sup>37</sup> Козюк В. В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності: монографія / В. В. Козюк. – Тернопіль: ТНЕУ, «Економічна думка», 2009. – 728, [671–672] с.

того ж остання куди швидше обертається навколо своєї осі»<sup>38</sup>. Іншими словами, виникла ситуація, коли фінансовий ринок, будучи вторинним стосовно економіки, справляє на неї вирішальний вплив. Вчені вважають, що на нинішньому етапі фінансовий ринок здатний навіть більше впливати на економіку, ніж економіка на фінансовий ринок<sup>39</sup>.

Зазначається, що фінансовий капітал створив нову структуру ринку, де головним сегментом є не реальний, а фінансово-грошовий ринок. Гроші перестають бути товарними грошима, а перетворюються на грошовий капітал, коли їх платіжно-обмінні функції поступаються місцем пріоритету інвестиційної функції<sup>40</sup>. Тому фінансовий сектор не забезпечує достатнього впливу на економічне зростання. Особливо це стосується перехідних економік, у яких інвестиції фінансуються переважно за рахунок внутрішніх коштів самих підприємств або за рахунок іноземного капіталу.

Міжнародний фінансовий ринок стає все більш глобальним. Виникла світова фінансова мережа, що об'єднала провідні фінансові центри різних країн. Напередодні глобальної фінансової кризи, за оцінками МВФ, у процесі фінансової глобалізації були повністю інтегровані ринки розвинених економік і до 30–50 % обсягів національних фінансових ринків країн, що розвиваються<sup>41</sup>. Існують прогнози, що домінуючі сьогодні ринки стануть інтегрованими до такої міри, що втратять свою нинішню визначеність.

Наслідком світової глобалізації економіки та фінансів стали наростання нестійкості та небезпека фінансових криз. Негативний прояв сучасної ролі та значимості фінансової глобалізації підтверджується виникненням фінансових криз. Про це, зокрема, свідчать кризи 1997–1998 рр. та 2008–2009 рр., що здійснили вкрай негативний вплив на світову економіку, продемонстрували високий рівень фінансової взаємозалежності та низьку ефективність світової фінансової системи в

---

<sup>38</sup> Фергюсон Найл. Восхождение денег / Найл Фергюсон; пер. с англ. – М.: Астрель, 2010. – С. 12.

<sup>39</sup> Ершов М. Как обеспечить стабильное развитие в условиях финансовой нестабильности? / М.Ершов // Вопросы экономики. – 2007. – № 12. – С. 5.

<sup>40</sup> Евстигнеева Л. П. Глобализация и регионализм: уроки для России / Л. П. Евстигнеева, Р. Н. Евстигнеев // НС. – 2004. – № 1. – С. 114–125.

<sup>41</sup> BIS Statistics, 2010 [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1106v.htm](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1106v.htm).

умовах зростаючої глобалізації й прискореної міграції капіталів. Поряд з позицією, згідно з якою рух і нагромадження віртуальної вартості, що набули поширення у світовій фінансовій системі, становлять передумову фінансових криз, вважається, що останні відсікають фіктивну вартість і приводять цінові пропорції відповідно до реальних. Саме тому сучасні фінансові кризи розглядають також і як форму реалізації закону вартості в умовах зростання ролі фінансового ринку<sup>42</sup>.

У результаті сформувалася ситуація, коли світовий фінансовий устрій та способи його регулювання вимагає їх перегляду. Вважається, що настав новий етап у розвитку системи регулювання та управління. Необхідна перебудова глобальної фінансової системи на нових принципах, що будуть спрямовані на запобігання кризам, підвищення відповідальності міжнародних фінансових інститутів та організацій за прийняті рішення та ризику. Вплив фінансової глобалізації має стати прогнозованим та залежно від його характеру своєчасно упередженим або усунути, і головним суб'єктом такого регулювання повинна бути держава.

Таким чином, невідворотне поглиблення глобалізаційних процесів не означає, що фактори розвитку та успіху на світовій арені сьогодні повністю переміщуються у сферу зовнішньої взаємодії національних господарств. Ключові фактори міжнародної конкурентоспроможності та стабільного розвитку продовжують перебувати у сфері компетенції національних урядів. Проте необхідний системний підхід до обґрунтування і реалізації послідовної політики щодо глобалізації, що ґрунтується на врахуванні неоднозначного характеру здійснення та впливу глобалізаційних процесів на національні економічні системи та адекватному методологічному забезпеченні.

## **1.2. Методологічне забезпечення функціонування фінансового ринку України у контексті зовнішньої і внутрішньої динаміки фінансових відносин**

Забезпечення фінансовою системою економіки фінансовими ресурсами в необхідному обсязі з адекватними терміновістю і вартістю капіталу - ключова проблема кожної держави, навіть із розвиненою

---

<sup>42</sup> Структурні зміни та економічний розвиток України: монографія / [Геєць В. М. Шинкарук Л. В., Артёмова Л. І. та ін. ]; за ред. д-ра екон. наук Л.В. Шинкарук; НАН України; Ін-т екон. та прогноз. – К., 2011. – 696, [644] с.

економікою. Лише за умови скоординованої дії окремо існуючих, функціонально своєрідних ланок фінансової системи та фінансових відносин, що лежать в їх основі, можна досягти їх оптимальності і стабільності в задоволенні інтересів суспільства в цілому.

У західній фінансовій науці переважає розгляд фінансової системи у контексті функціонування фінансового ринку, який включає в себе ринки акцій, облігацій та інших фінансових інструментів, фінансових посередників (таких як банки, страхові компанії), фірми, що пропонують фінансові послуги (наприклад, фінансово-консультаційні компанії), та органи, які регулюють діяльність усіх цих установ<sup>43</sup>. Відштовхуючись від такого трактування, сутність комплексного поняття «фінансовий ринок» можна відобразити як сполучну ланку, через яку здійснюється рух фінансових ресурсів, а його основні функції полягають в акумулюванні, русі й трансформації фінансових ресурсів в економіці держави. Будучи оптимальним розподільчим механізмом, фінансовий ринок може забезпечити зниження фінансових ризиків і витрат руху капіталу, підвищити ефективність інвестиційних вкладень в умовах невизначеності та в підсумку стимулювати економічне зростання країни.

Сьогодні визнається той факт, що додана вартість як основа суспільного багатства створюється також і сферою фінансів. Цей факт довгий час заперечувався, навіть незважаючи на те, що вже в середині 80-х років минулого століття статистика США засвідчила, що майже 15 % їх ВВП було створено у сфері фінансів, тоді як в обробній промисловості – 21,5, добувній – 3,5, сільському господарстві – 2,5 % ВВП. Проте не менш очевидним є й той факт, що сфера фінансів здатна виробляти і «від'ємну» додану вартість, коли внаслідок неефективності її регулювання вона починає не генерувати, а «поглинати» ресурси, підриваючи стійкість і не лише фінансової сфери, але й економіки в цілому, у тому числі й у довгостроковій перспективі.

Лібералізація фінансового сектора, що стала наслідком глобалізації «...відкрила шлях насичення економіки дефіцитною грошовою ліквідністю. Але ця ліквідність не скеровується у реальний сектор економіки. Більше того, фінанси «відтягують» на себе ресурси цього сектора, починають диктувати свої умови, здобувають владу над ним. Формується комплементарний дуалізм». «Над сектором економіки,

---

<sup>43</sup> Evi Bodie, Robert Merlon. Finance. – Prentice Hall, a PЕC, 2000. – С. 38.



## Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації

початкова логіка формування комплементарної цілісності якого пов'язує прибуток з внеском у формування суспільного добробуту, з'являється надбудова у вигляді «похідного» сектора, логіка комплементарної єдності якого ґрунтується на принципі «прибуток без виробництва»<sup>44</sup>.

У пошуку витоків подібної неефективності вбачають результат впливу кризових явищ. І це важко спростувати. Дійсно, наприклад, світова криза 2007–2009 рр., набувши загрозливих масштабів, втягнула навіть економіки тих країн, які внаслідок недостатньої розвиненості національних фінансових систем не були щільно інтегровані в глобальний фінансовий простір. Тому питання протистояння негативним наслідкам кризових явищ, які, як переконує світова економічна думка, є неминучими в принципі та, зважаючи, що «сучасні кризи набули складної та непередбачуваної природи, внаслідок чого захист від них та прогнозування подій стають все менш і менш реалістичними»<sup>45</sup>, надзвичайно актуалізувалися. Вони засвідчили необхідність розробки нових механізмів функціонування і регулювання світових і національних фінансових ринків.

Поділяючи таку необхідність, на нашу думку, кризові явища не становлять першопричину різнонаправлених наслідків функціонування фінансового ринку, вони лише загострюють ті проблеми, що сформувалися значно раніше.

У пошуку першопричин такого стану не можна обійти факт значного посилення динамічності нелінійного характеру розвитку фінансових відносин під впливом сучасних глобальних процесів, одним із ключових імперативів яких постає фінансовий глобалізм<sup>46</sup>. Це суттєво позначилося на виконанні фінансовим ринком функцій, що характеризують його загальнофункціональне призначення як невід'ємної

---

<sup>44</sup> Липов В. В. Фінансові кризи як інструмент розв'язання суперечностей в комплементарних основах СЕС / В. В. Липов // Філософія фінансової цивілізації: людина у світі грошей: Матеріали V Міжнародних філософсько-економічних читань (28–29 травня 2012 року, Ірпінь) / Редколегія. відп. секретар З. С. Скринник. – Львів, 2012. – 617, [124–125] с.

<sup>45</sup> Моисеев С. Р. Реформа глобальной финансовой архитектуры / С. Р. Моисеев // Финансы и кредит. – 2001. – № 8. – С. 17–24.

<sup>46</sup> Осипов Ю. М. Российский вызов развитию России / Ю. М. Осипов // Постреформизм и развитие: монография / под ред. Ю. М. Осипова, Е. С. Зотовой. – М., Ирпень: Издательство Национального университета государственной налоговой службы Украины, 2013. – 458, [435–446] с.

частини механізму, що забезпечує розвиток економіки щодо формування і розміщення капіталів та активізації інвестиційних процесів.

Фінансова глобалізація як невід'ємний атрибут розвитку світового господарства зумовлює об'єктивну потребу врахування її тенденцій при визначенні стратегій фінансових перетворень у масштабах окремо взятих національних економік. Незважаючи на те, що такі перетворення відбуваються переважно під впливом та потребою внутрішніх чинників, очевидно, що вони не меншою мірою є прямим чи опосередкованим продуктом й зовнішніх чинників, серед яких вирішальна – фінансова глобалізація. Вплив останньої не односпрямований, а тому потребує глибоких досліджень його позитивних і негативних наслідків для формування і реалізації фінансової політики як інструменту дискреційного впливу на національну економіку. Саме тому загальна концепція управління фінансовим ринком як своїм ключовим елементом передбачає його адаптацію до мінливості й значних коливань фінансових відносин і процесів, які відбуваються за національними кордонами.

Торкаючись науково-методологічного забезпечення цих процесів, важливо, насамперед, враховувати таке. По-перше, об'єктивність, на якій заснована фінансова глобалізація. Це інтернаціоналізація виробництва, обміну та торгівлі, міжнародна міграція робочої сили, фінансового капіталу, міжнародні розрахунки, платежі, трансферти, зростання масштабів і підвищення значення міжнародних фінансових ринків, інституцій тощо, з якими неможливо не рахуватись. Цю позицію слід поглибити й таким аргументом. Йдеться про те, що глобалізація фінансових ринків, починаючи з кінця ХХ ст., диктує потребу говорити вже не про окремі світові ринки, а про їх систему, що неминуче позначається на розвитку не тільки національних фінансових ринків, але й національних економічних систем у цілому. Особливо яскраво це простежується на прикладі кризи світових фінансових ринків у 2008–2009 роках. При цьому слід також наголосити на нерівномірності поширення глобалізаційних процесів на окремих фінансових ринках, що змінює, відповідно, й підходи до регулювання останніх. Так, за оцінками фахівців, фінансові ринки країн з розвинутою ринковою економікою є глобалізованими, а серед країн із середнім рівнем розвитку частка глобалізованих фінансових ринків складає близько 30–40 %. Це відповідним чином відображається й на темпах

структурних перетворень національних фінансових ринків, а також зміні кількості злиттів і поглинань у світовій економіці<sup>47</sup>.

По-друге, це можливість отримання важливих стимулюючих впливів для економічного розвитку ряду країн внаслідок поглиблення фінансової глобалізації. Прикладом недостатнього врахування позитивів світових тенденцій розвитку фінансової сфери в Україні можна навести диспропорції, що склалися у її фінансовій сфері. У той час, коли у світі забезпечення прогресу у фінансовій сфері відбувалося за рахунок переважного розвитку фондового і страхового ринків, в Україні основне навантаження лягло і продовжує зберігатися на банківському секторі. Підтверджуючи недоцільність подібних перекосів, можна навести думку Л. Дж. Гітмана та М. Д. Джонка про те, що фінансовий ринок є механізмом, що поєднує тих, хто пропонує фінансові ресурси, з тими, хто їх шукає для укладання угод, зазвичай за допомогою посередників таких, як фондові біржі<sup>48</sup>.

До цього слід додати й недостатність фінансових інновацій, розповсюджених у світі. Йдеться про фінансові технології, здатні забезпечити більш раціональний перерозподіл фінансових ресурсів, доходності, ризиків та ліквідності. Сьогодні в лістингу України мало компаній, які постійно торгують акціями, а широкі верстви населення слабо залучені (безпосередньо або через посередників) до інвестиційної діяльності.

По-третє, відштовхуючись від визначення глобалізації, наданого З. Бауманом, який вказував на зростання в умовах глобалізації нестабільності, невизначеності та на всеохоплююче відчуття «втрати контролю над теперішнім»<sup>49</sup>, зрозуміла особлива актуальність головної інновації. Вона, на думку Д. Стиглиця, полягає у зміні моделі суспільного розвитку, а саме: у переході від ліберального фундаменталізму до відповідального державного регулювання<sup>50</sup>. Адже відомо, що глобалізація економіки веде до лібералізації суспільних відносин, що су-

---

<sup>47</sup> Mishkin F. Economics of Money, Banking and Financial Markets / Frederic Mishkin. – [9th ed]. – Prentice Hall PTR, 2009. – 756 p.

<sup>48</sup> Гитман Л. Дж. Основы инвестирования / Гитман Л. Дж., Джонк М. Д.; пер. с англ. – М.: Дело, 1997. – С. 15.

<sup>49</sup> Бауман З. Глобализация. Последствия для человека и общества / З. Бауман; пер с англ. – М., 2004. – 188, [85] с.

<sup>50</sup> Стиглиц Д. Глобализация: тревожные тенденции / Д. Стиглиц. – М.: Национальный научный фонд, 2003. – С. 15.

проводжується наростаючою лібералізацією і взаємозалежністю національних ринків товарів, послуг і капіталів і це особливо чітко проявляється на стадії стійкого розвитку. Тому в періоди криз застосовуються більш жорсткі заходи державного регулювання, засновані на ідеях неокласиків та неокейнсіанців<sup>51</sup>.

Так, в умовах прискорення глобалізаційних процесів внаслідок значної відкритості національних економік рівень їх залежності від зовнішніх чинників надзвичайно зростає, однак міра і характер впливу глобалізаційних процесів на соціально-економічний розвиток значною мірою залежать не тільки від рівня відкритості національної економіки, але й від рівня її розвитку. Це посилює вимоги до соціально-економічних систем і актуалізує необхідність їх регулювання у руслі світових тенденцій.

Дж. Тобін вважав, що класична теорема А. Сміта про «невидиму» руку ринку як основного регулятора змін повинна бути модифікована: «егоїстичну енергію» ринку слід спрямувати у конструктивне русло; «...першочерговим завданням економічної діяльності є виробництво товарів і послуг...» Фінансові ринки являють собою засіб для досягнення цієї мети, але ніяк саму мету»<sup>52</sup>.

У цьому контексті слід навести й позицію А. Галової про те, що спроба перевести дискусію щодо напрямів майбутнього економічного розвитку в площину рекомендацій, спрямованих на вдосконалення і розвиток засобів підтримки банківським сектором галузей економіки, є основною помилкою. На її думку, економічне зростання має опиратися, насамперед, не на додаткове підключення кредитних або інших ресурсів, а на більш раціональне використання існуючих. Додаткові ресурси повинні жорстко визначатися економічною доцільністю з точки зору і загальнодержавних завдань. Слід повністю погодитися з думкою А. Галової, що слабка реальна економіка не повинна «підпорядкувати» собі фінансовий сектор, поставивши під удар фінансову

---

<sup>51</sup> Rose P. Money and Capital Markets: Financial Institution and Instruments in a Global Marketplace / P. Rose. – 10<sup>th</sup> ed., intermit Ed. Boston, Mass. [u.a.]: McGraw-Yill, 2009. – 767 p.

<sup>52</sup> Тобин Дж. Теорема о «невидимой руке» должна быть модифицирована / Дж. Тобин // РЭЖ. – 2002. – № 3. – С. 43.

стійкість. Лише позиція на системну єдність цих секторів може бути визнана продуктивною<sup>53</sup>.

Наслідком глобалізації фінансових ринків є глобальна присутність міжнародних фінансових центрів і швидке поширення фінансових інновацій завдяки активним процесам фінансової інтеграції. Поширення впливу фінансових центрів формує імовірність зменшення кількості країн, де будуть повноцінно функціонувати незалежні і повноцінні фінансові ринки, а відтак, зменшуватимуться можливості конкурентоспроможності таких країн, їх економічний і політичний суверенітет, що зазначається в Стратегії розвитку фінансового ринку Російської Федерації на період до 2020 р. У зв'язку з цим забезпечення довгострокової конкурентоспроможності російського фінансового ринку і формування в Росії самостійного фінансового центру розглядається як найважливіший пріоритет її довгострокової економічної політики<sup>54</sup>.

Подібні пріоритети важливі й для України. Проте сьогодні вітчизняний фінансовий ринок характеризується недостатньо позитивним впливом навіть на власну економіку. Наявні суттєві розриви між векторами розвитку фінансового ринку та національної економіки, не говорячи вже про значні розбіжності з міжнародними стандартами.

Під таким кутом зору існують очевидні підстави оцінювати фінансову глобалізацію у ряду ключових факторів фінансових перетворень національної економіки для накопичення якісних елементів еволюції фінансових процесів. Активна спрямованість фінансової політики стосовно реалій і перспектив загальноглобалізаційних параметрів розвитку має стати базовим елементом її сучасного змісту та ґрунтуватися на чіткій системі рейтингу ризиків фінансової глобалізації з метою максимальної нейтралізації їх негативних наслідків.

Водночас у пошуках фундаментальних основ сформованих розбіжностей у функціонуванні фінансового ринку, а отже, і викорис-

---

<sup>53</sup> Галова А. Г. Развитие хозяйственной системы Беларуси в контексте взаимодействия финансового и реального секторов экономики / А. Г. Галова // Белорусский экономический журнал. – 2011. – № 1. – С. 65–71.

<sup>54</sup> Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 29.12.2008 № 2043-р.

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

тання можливостей їх розв'язання першочерговим стає розуміння їх глибинних основ. Від того, наскільки науково обґрунтованими будуть вихідні позиції, значною мірою визначатимуться й конкретні дії та їх кінцевий результат.

У цьому контексті не припустимо абстрагуватися від тих змін, що супроводжують діалектику світових фінансів. Початок системних кризових явищ у фінансовій сфері, а відтак і в суспільному розвитку, слід розглядати у тісному зв'язку та послідовності з виконанням фінансами їх основної функції. Якщо з кінця 80-х років ХХ ст. фінанси як самостійна інфраструктурна галузь виконували роль локомотиву розвитку, то з початком ХХІ ст. прогресує тенденція витіснення їх основної функції (формування і розподіл грошових потоків) іншою функцією – виробництво фіктивної вартості. У ХХІ ст. темпи зростання світових фінансів багатократно перевищують темпи зростання реального сектора економіки, а значна частина фінансових активів наповнена не економічною, а фіктивною вартістю. Такі перекоси у світових фінансах неминуче трансформувалися у перекоси національних фінансових систем.

У сучасних умовах існують всі підстави функції фінансового ринку, які він виконує в суспільному розвитку, представити так (табл. 1.5).

Таблиця 1.5

### Функції фінансового ринку

Функція	Основний зміст
Перерозподільча	Акумуляція тимчасово вільних грошових коштів і їх перерозподіл на цілі інвестування
Інформаційна	Ключовий фактор для прийняття економічних рішень, переборення або пом'якшення проблем, пов'язаних із інформаційною асиметрією
Перерозподіл ризиків в економіці	Управління ризиками
Регулююча	Вплив на економіку, за виразом А. Сміта, «невидимої руки ринку»
Ціноутворююча	Формування цін на товари, у вигляді яких виступають цінні папери та інші фінансові інструменти
Спекулятивно-дохідна	Дохідна сторона ринку зростає до спекулятивно-дохідної, а в окремих секторах ринку спекулянти становлять переважну частину його учасників

*Джерело: складено автором.*

## Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації

Практика розвитку світової фінансової системи останніх років засвідчила, з одного боку, необмеженість фінансових ринків як інвестиційних каталізаторів, а з іншого - небезпеку їх спекулятивного розвитку. Тут логічно навести обґрунтовану думку про те, що «...навіть блискучий, на якийсь момент часу, стан виробничої підсистеми може бути зруйнований за дуже короткий проміжок часу, наприклад через кредитно-фінансову підсистему, якщо остання буде виконувати не забезпечуючу роль, а функціонувати самостійно з метою лише накопичення капіталів...»<sup>55</sup> Тому цілком логічно, що подальший розвиток фінансової системи та фінансового ринку зокрема переважна більшість науковців і практиків пов'язує із спрямуванням на розвиток реального сектора. Як зазначав Д. Кейнс, коли «... розширення виробничого капіталу в країні стає побічним продуктом діяльності ігрового дому, важко чекати добрих результатів»<sup>56</sup>. Підтвердженнь наведеним тезам сьогодні більше ніж достатньо. Зростаюча роль фінансового ринку у розвитку фінансово-економічної системи, що значною мірою пов'язана зі спекулятивною складовою фінансового ринку, не може бути визнана прогресивним напрямом такої ролі.

Хоча «...наукою поки що не запропоновано граничних показників доцільного перевищення темпів зростання фінансового сектора над аналогічними темпами зростання реального сектора...»<sup>57</sup>, важко спростувати думку, що відокремлена підтримка фінансового сектора через його значний відрив від реального сектора економіки не створить передумов для розширення фінансового забезпечення реального сектора економіки, а високий рівень спекулятивності не приведе до мультиплікативного ефекту, коли посилення підтримки фінансового сектора сприяє припливу інвестицій.

Зазначені залежності вкрай важливі з огляду на внутрішню динаміку фінансових відносин, що склалися в економіці України. Досить поглянути на сформоване тут співвідношення між необхідними та фактичними інвестиціями (рис. 1.1).

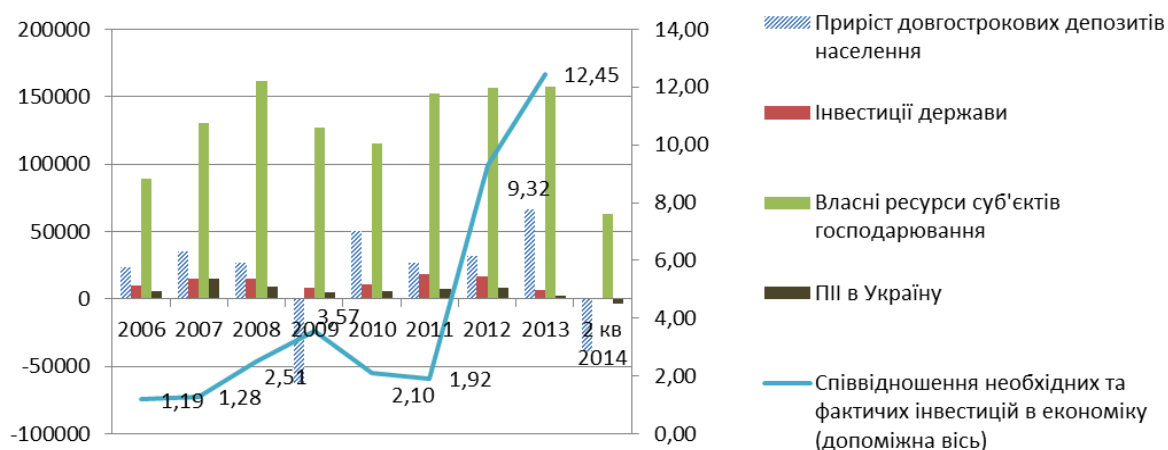
---

<sup>55</sup> М. Арсентьев . Экономическая безопасность / М. Арсентьев // Обозреватель. – 1998. – С.9.

<sup>56</sup> Кейнс Д. Общая теория занятости, процента и денег. Избранное / Д. Кейнс. – М.: ЭКСМО, 2007. – 960, [260] с.

<sup>57</sup> Лактіонова О. А. Аналіз взаємозв'язку фінансового та реального секторів економіки / О. А. Лактіонова // Економічний простір. – 2009. – № 22/1. – С. 120–137, [133] с.

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів



**Рис. 1.1. Основні показники попиту та пропозиції на фінансові ресурси в економіці України**

Наведена динаміка ілюструє вкрай низький реалізований потенціал вітчизняної економіки. Фінансові ресурси, залучені суб'єктами господарювання на внутрішньому ринку капіталу, на порядок нижчі обсягів їх капітальних вкладень, зокрема у 2007–2008 рр. вони покривали 72–74 %, у 2010–2011 рр. знизилися до 41 і 43 %, а в 2012 р. – до 19 %. У посткризовому періоді частка довгострокового кредитування в капіталовкладеннях знизилася в 2–3 рази, досягнувши рівня 9 % у 2013 році.

Незадоволений попит на фінансові ресурси з боку реального сектора економіки, незважаючи на значне посилення в останні роки ролі фінансового ринку в економіці України, свідчить про недостатнє використання можливостей фінансового ринку. У більшості випадків фінансові потоки обходять реальний сектор, направляються від однієї фінансової компанії до іншої, збільшуючи їх доходи, забезпечуючи штучно роздутий споживчий попит, що не базується на адекватному розвитку реального сектора та посилюють об'єктивно існуючі розбіжності між виробництвом і споживанням.

Подібні твердження підтверджують й дані рейтингу Всесвітнього економічного форуму. За показником «рівень розвитку фінансового ринку» Україна займає 116 місце, при цьому через низьку доступність кредитів – 130 та фінансування через внутрішній фондовий ринок – 120; незадовільний фінансовий стан банків – 138; обмеження на рух капіталів – 125 місце.

Динамізм внутрішнього і зовнішнього середовищ, багатогранність змісту відносин між учасниками фінансового ринку та їх цілей



роблять очевидною необхідність переосмислення як засадничих ідей, так і пріоритетних напрямів розвитку фінансового ринку. Розуміючи складність такого питання, а головне його реалізації, особливої уваги, на нашу думку, заслуговують дві проблеми, розв'язання яких потребує відповідного методологічного підґрунтя.

По-перше, це – забезпечення діалектичної єдності фінансового ринку з процесами трансформації національної економіки. Тобто повніше задіяння потенціалу фінансового ринку в економіці України означає необхідність підвищення його функціональної ефективності.

Відомо, що дослідження соціально-економічних процесів вимагає особливого добору із сукупності багатьох наукових підходів, що найбільше відповідатимуть стратегії дослідження певного процесу. У нашому випадку, це функціональний підхід, сутність якого полягає у представленні системи як організованого комплексу заходів досягнення певної цілі, виконання певної функції<sup>58</sup>. Фінансовий ринок розглядається з точки зору сукупності функцій, які визначають процес його функціонування у взаємозв'язку з покладеними на нього завданнями.

Не менш вагомим постає й використання динамічного підходу, коли предмет дослідження розглядається у діалектичному розвитку причинно-наслідкових зв'язків, що дозволяють досягти більшої об'єктивності оцінки сформованого стану та перспектив його подальшого розвитку, виходячи, насамперед, із сутності та особливостей цього предмета. Не вдаючись до всебічної характеристики фінансового ринку, слід зазначити його особливу складність як «...механізму взаємодії власників заощаджень, реальних інвесторів і фінансових посередників, що ґрунтується на добровільній договірній основі та принципах економічної доцільності і забезпечує на основі попиту та пропозиції мобілізацію заощаджень і трансформацію їх в інвестиції»<sup>59</sup>. Подібне визначення засвідчує складність структури фінансового ринку, що, у свою чергу, зумовлює необхідність застосування комплексного

---

<sup>58</sup> Лактионова А. А. Структурно-функціональний аналіз національної фінансової системи / А. А. Лактионова // *Фінанси, учет, банки*. – 2011. – Випуск № 1 (17). – С. 4–18.

<sup>59</sup> Грудзевич У. Я. Перспективи розвитку регіональної інфраструктури фінансового ринку / У. Я. Грудзевич // *Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Економічні проблеми розвитку виробництва регіону: щорічник наукових праць / редкол.: відповідальний редактор академік НАН України М. І. Долішній*. – Львів: НАН України. Інститут регіональних досліджень, 2001. – Випуск XXXI.

## **Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів**

---

підходу для охоплення сукупності взаємозв'язків між усіма учасниками, урахування яких здатне сприяти досягненню поставлених цілей.

У такому контексті загальна концепція охоплює, з одного боку, внутрішню динаміку фінансового ринку: збереження його можливостей у виборі власних цілей, умов самодостатнього розвитку його суб'єктів, розміщення активів з урахуванням прибутковості, ліквідності та безпечності, здатних забезпечити зростання його інвестиційної пропозиції. Проте, зважаючи, що сьогодні основна функція фінансів - формування і розподіл грошових потоків - заміщується функцією виробництва фіктивної вартості і на перший план виходить короткострокова максимізація прибутків, вкрай важливим науково-практичним завданням постає забезпечення реальної стійкості фінансового ринку також у довгостроковій перспективі. З іншого – виходячи із загально функціонального призначення фінансового ринку як невід'ємної частини механізму, що забезпечує розвиток економіки, але, враховуючи при цьому порушення глибинних засад функціонування фінансів, що провокують фінансові ризики, на необхідність забезпечення стійкості фінансового ринку накладається потреба і його гнучкості.

Відтак, друга методологічна, але й одночасно практична проблема лежить у площині комплексного поєднання факторів формування гнучкості і стійкості фінансового ринку до мінливих умов дійсності. Її ігнорування здатне скоротити можливості фінансового ринку, а це означатиме його функціональну неспроможність забезпечити рух і трансформацію фінансових ресурсів у національну економіку. Справедливість такої постановки проблеми відповідає й загальним закономірностям розвитку нелінійних систем. Адже з посиленням нелінійних зв'язків зростає кількість траєкторій розвитку та одночасно зменшується їх передбачуваність. Тому методологічно важливо враховувати існування різних способів вимірювання результатів діяльності, які, у свою чергу, формують відмінності у підходах до оцінки ефективності управління. Якщо цільова концепція ефективності передбачає досягнення організацією у своїй діяльності певних цілей, а ефективність характеризує ступінь досягнення поставлених цілей, то в межах системної концепції – ефективність управління характеризує ступінь адаптації до внутрішнього і зовнішнього середовища функціонування організації. Узгоджені дії щодо забезпечення стійкості

## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

функціонування фінансового ринку і його гнучкості необхідні для системного переборення негативних або уповільнюючих тенденцій розвитку як фінансового ринку, так і загального соціально-економічного простору України.

Саме у цьому контексті для більш повного відображення явищ реальної дійсності нами була аргументована необхідність доповнення визначених Світовим банком характеристик розвитку фінансового сектора економіки, а саме: масштаб (глибина), ефективність, стабільність та доступність капіталу<sup>60</sup>, додатково – гнучкість<sup>61</sup>, що пов'язана, зокрема, з циклічним характером економічного розвитку. При цьому, як методологічно важливий крок, для забезпечення діалектичної єдності фінансового ринку з процесами трансформації національної економіки є врахування ступеня стійкості фінансового ринку як окремої самостійної характеристики. Досвід функціонування економіки засвідчує досить істотну роль внутрішніх тенденцій і мотивів учасників фінансового ринку в механізмі інвестицій, саме які, як зазначає Л. Волощенко, поєднують цикл відтворення та економічне зростання<sup>62</sup>. Тут варто акцентувати увагу й на тому, що використання у перелічених Світовим банком характеристиках фінансового ринку такої, як «стабільність» жодним чином не дублює та не суперечить характеристиці «стійкість». Стабільність не аналогічна стійкості, це лише стан стійкості, постійності, ступінь вияву стійкості. Можливість отримати на основі такої характеристики фінансового ринку, як стійкість ряду узагальнень, на нашу думку, дозволить по-новому поглянути на окремі аспекти трансформацій на ньому з метою накопичення якісних елементів.

Комплексне відображення фінансових відносин за допомогою понять «стійкість» та «гнучкість» у їх взаємодії сприятиме збалансованості розвитку таких відносин. Адже поняття «стійкий» – здатний

---

<sup>60</sup> Global Financial Development Report 2013 «Rethinking the Role of the State in Finance» [Electronic resource]. – Access mode: [https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2012/spr/pdf/DK\\_p.pdf](https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2012/spr/pdf/DK_p.pdf).

<sup>61</sup> Онишко С. В. Гнучкість фінансового ринку в умовах циклічного розвитку економіки / Онишко С. В., Лактіонова О. А. // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». – 2014. – С. 89–95. (Серія економіка, випуск 27).

<sup>62</sup> Волощенко Л. М. Розвиток фінансового ринку в умовах глобалізації: монографія / [Л. М. Волощенко; ДонДУУ]. – Донецьк: «ВІК», 2013. – 464, [237] с.

зберігатися, існувати в несприятливих умовах та «гнучкий» – здатний легко змінюватися в різних обставинах, не маючи звукової подібності, споріднено зв'язані між собою. Дійсно, щоб зберегтися в несприятливих умовах важливо вміти пристосовуватися до різних обставин, тобто мати певну гнучкість. Разом з тим очевидно, що ці поняття не синонімічні, оскільки відображають різні стани об'єкта та підходи до їх досягнення, а тому мають розглядатися як окремі характеристики.

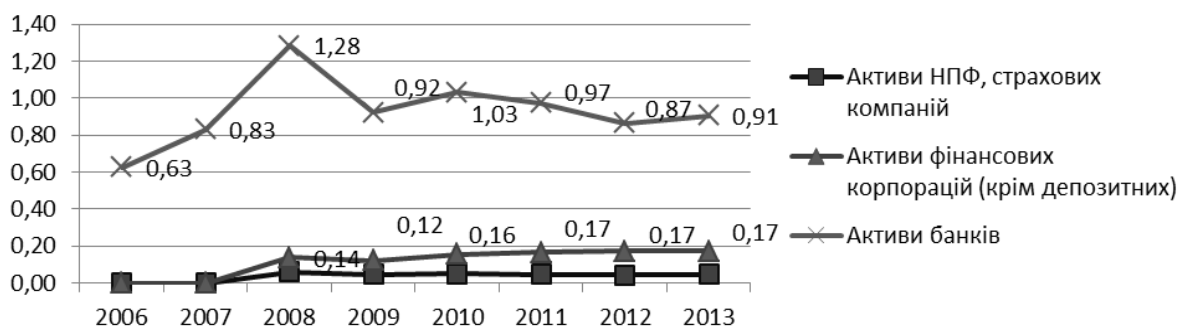
Щодо фінансового ринку, на нашу думку, у першому випадку буде йтися більшою мірою про його адекватність (відповідність, тожність) певним умовам функціонування, а в другому – про його адаптацію (пристосування) до різних обставин. Можна стверджувати, що стійкість – це переважно статична, а гнучкість – динамічна характеристика фінансового ринку. Саме відповідно до такого розуміння і в такій послідовності реалізуються причиново-наслідкові зв'язки динаміки фінансового ринку. При цьому взаємозв'язок стійкості і гнучкості фінансового ринку відбувається через узгоджену лінію детермінації, коли попередня ланка визначає наступну. Існуючі внутрішні перекоси, що сформувалися у процесі функціонування окремих сегментів фінансового ринку, у подальшому трансформуються у більш глибокі, перешкоджаючи виконанню ринком своїх функцій.

Далі, зважаючи, що фінансовий ринок належить до відкритих, динамічних систем, перебуваючи під суттєвими зовнішніми впливами, такі перекоси стають загрозою для життєстійкості та ефективності фінансового ринку. Неврахування особливостей кожної із зазначених характеристик фінансового ринку перешкоджає врахуванню всіх істотних факторів і взаємозв'язків та їх інтеграції в єдине ціле як фундаментального базису, що повинен передувати прийняттю управлінських рішень.

З точки зору оцінки ступеня стійкості важливим є виявлення адекватності існуючого взаємозв'язку між фінансовим ринком та реальним середовищем, у якому він функціонує. З точки зору оцінки гнучкості важливим є розгляд своєчасності адаптації фінансового ринку до викликів внутрішньої і зовнішньої економічної кон'юнктури. При цьому, враховуючи багатосегментність фінансового ринку, виконання цього завдання суттєво ускладнюється необхідністю врахування суттєвої специфіки кожного з таких сегментів. Зокрема, оцінюючи вплив кризи на окремі сегменти фінансового сектора, окремі автори

## Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації

доходять висновку, що найбільш поширеними є кризи кредитного та депозитного ринків, валютного ринку, ринків акцій та облігацій<sup>63</sup>. Про відмінності досягнутої і потенційної ролі окремих сегментів фінансового ринку у фінансовому розвитку можуть слугувати і дані, подані на рис. 1.2.



**Рис. 1.2. Співвідношення активів банків і недепозитних фінансових корпорацій з ВВП**

Порівняння наведених даних яскраво ілюструє «внесок» окремих сегментів фінансового ринку в забезпеченні економіки інвестиційними ресурсами, проте не їх потенційні можливості. Саме оцінка фінансового ринку в розрізі його сегментів із використанням таких характеристик, як стійкість і гнучкість здатні надати повніше уявлення про рівень і динаміку функціональної ефективності цього ринку та сформуванню основу підвищення результативності фінансового забезпечення реального сектора економіки з боку фінансового ринку.

У межах практичної реалізації взаємозв'язку фінансового ринку та реального сектора окреслюється ще одна методологічно важлива проблема – забезпечення стійкості та гнучкості як фінансового ринку, так і реального сектора у їх взаємозалежності. Адже реальний сектор не може ефективно функціонувати без ефективного перерозподілу капіталу, що здійснюється через фінансовий ринок, а дохідність останнього є прямим результатом прибутковості реального сектора економіки, тобто стану його фінансів. Це яскраво проілюстровано світовою фінансовою кризою 2008–2009 рр., коли особливо проявилася загальна слабкість фінансових ринків. Вона відбилася, насамперед, у

<sup>63</sup> Bordo M. Aggregate Price Shocks and Financial Instability: an Historical Analysis/ M. Bordo, M. Dueker, D. Wheelock / NBER Working Paper 7652. - Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

недостатньому рівні протистояння сформованій кризі, що призвело до нестабільності національних фінансових систем та в подальшому до формування загальноекономічної кризи.

У такому підході безумовний інтерес викликає визначення та змістовна характеристика не лише родового поняття «стійкість», але і його похідних, як передумови пізнання сутності відповідних явищ і процесів (табл. 1.6).

Таблиця 1.6

### Загальні визначення поняття стійкості та його похідних

Поняття	Загальна характеристика
Стойкість	Здатність системи зберігати деякі властивості та характеристики незмінними
Загальноекономічна фінансова стійкість	Відсутність макроекономічних втрат від шоків, що діють на систему фінансового обміну, між домогосподарствами, корпораціями і фінансовими інституціями <sup>64</sup>
Стойкість системи «фінансовий ринок»	Здатність складових ринку підтримувати параметри функціонування у певних межах, незважаючи на вплив дестабілізуючих факторів, долати кон'юнктурні коливання та кризові ситуації і продовжувати функціонування, не викликаючи при цьому у економічних агентів необхідність змінювати свої наміри щодо заощаджень та інвестицій <sup>65</sup>

*Джерело: складено автором.*

Стойкість фінансових ринків можна визнати окремим випадком загальної фінансової стійкості та стійкості реального сектора. Стойкість фінансових ринків є фактором забезпечення загальної фінансової стійкості та передумовою стійкості економічної системи в цілому. Іншими словами, це підтвердження прямого і зворотного зв'язку, який існує між окремими видами фінансової стійкості.

Стойка фінансова система не повинна бути джерелом шоків та адекватно виконувати функцію з мобілізації заощаджень, диверсифікації ризиків та перерозподілу ресурсів, враховуючи всеохоплюючі процеси фінансової глобалізації, що сприяють посиленню

<sup>64</sup> Houben A. International Capital Markets Department Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability / Aerdts Houben, Jan Kakes, and Garry Schinasil // IMF Working Paper. – June 2004 – p. 47.

<sup>65</sup> Волощенко Л. М. Розвиток фінансового ринку в умовах глобалізації: монографія / [Л. М. Волощенко; ДонДУУ]. – Донецьк: ВІК, 2013. – 464, [117–118] с.

## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

---

нестійкості та поширенню кризових явищ. Першочерговим у цій площині постає послідовне забезпечення (у часі і просторі) високого рівня інтегрованості цілей та потенціалів фінансового ринку, фінансової і соціально-економічної стратегій на основі опрацювання нових підходів. Загальні перспективи та цілі економічного розвитку пов'язані як з цінностями загальнодержавної економічної політики, так і з специфічними цілями політики розвитку фінансових ринків, а їх фундаментальну основу становить урахування об'єктивно існуючих взаємозалежностей між загальноекономічною стійкістю, загальнофінансовою стійкістю та стійкістю фінансового ринку.

Таким чином, з'ясування глибинних засад необхідних змін на фінансовому ринку для накопичення його продуктивного потенціалу як фактора реалізації завдань соціально-економічного розвитку невіддільне, по-перше, від повноцінного виконання фінансами їх основної функції – формування, і розподіл грошових потоків, відхід від якої становить фундаментальну причину сформованих розбіжностей у функціонуванні фінансового ринку та перешкоджає утвердженню його ролі як інвестиційного каталізатора, локомотива розвитку.

По-друге, від пошуку та відбору формуючих факторів стійкості і гнучкості фінансового ринку та їх інтегруючої скоординованої дії. Це сприятиме: 1) реалізації гармонічної узгодженості стабільності з гнучкістю у фінансовій політиці, власне яка й становить основу ефективності розробки конкретних механізмів її реалізації; 2) повнішій реалізації потенціалу, закладеного у фінансовій сфері, у контексті її внутрішніх параметрів та динамізму зовнішніх факторів.

Усвідомлення вищезазначених методологічних залежностей спонукає до вироблення адекватної стратегії, яка може бути представлена як інтеграція окремих заходів, здатних якісно вплинути на діяльність усіх учасників фінансових відносин, та стане і результатом, і передумовою, і обов'язковою компонентою подальших системних перетворень на фінансовому ринку.

### 1.3. Методологічне підґрунтя сучасної інституційної організації фінансового ринку

Сучасна економічна система – це не примітивна капіталістична економіка часів А. Сміта, у якій весь розвиток визначався конкуренцією економічних агентів, тобто винятково «невидимою рукою». Нобелівський лауреат М. Алле (1988) пише: «Це міф, буцімто економіка ринків може бути результатом стихійної гри економічних сил і політики потурання (*laissez-faire*). Реальність полягає у тому, що економіка ринків є невіддільною від інституційних рамок, в яких вона працює»<sup>66</sup>. Інституційна економічна теорія концентрує свою увагу саме на таких обмеженнях, з якими стикаються основні економічні агенти.

З метою більш ґрунтовного дослідження інституційних підвалин функціонування фінансового ринку введемо у категоріальний апарат фінансової теорії дефініцію «інституційна організація фінансового ринку» як системи фінансових інститутів, а також відповідних інституцій<sup>67</sup>, що визначають умови та напрями руху фінансових активів, базою яких є права власності та контрактні відносини. У цьому контексті класифікація та ієрархія інститутів та інституцій має відповідати господарському порядку в країні, який являє собою еволюціонуючу систему, що визначає інституційний порядок, інституційне середовище й інституційну структуру фінансового ринку (рис. 1.3). Створення цієї ієрархії має на меті уточнення та узгодження термінології, яка використовується під час опису також інституційної організації економіки, фінансової системи, фінансового сектора тощо.

Коли говорять про порядок, то під цим здебільшого розуміють зведення правил, які регулюють структуру цієї сфери і сукупність

---

<sup>66</sup> Allais M. *L'impôt sur le capital et la reforme monetaire* / Allais M. – Paris: Hermann, 1977. – P. 243.

<sup>67</sup> Інституції – це система, що включає офіційні (тверді) обмеження, неофіційні (м'які) обмеження (стандарти поведінки та стереотипи мислення) та механізми примусу, які забезпечують досягнення оптимальної організації, координації та стимулювання поведінки економічних агентів і приводять до зниження трансакційних витрат. Відповідно, інститут виступає моделлю конкретних організацій (установ), що задає структурно-функціональні рамки формування стійких економічних зв'язків [Коваленко Ю. М. Розвиток фінансового сектора економіки в умовах інституційних трансформацій: дис. ... доктора ек. наук: 08.00.08 / Коваленко Юлія Михайлівна. – Ірпінь, 2014. – 517 с.].



## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

пов'язаних з нею установ<sup>68</sup>. Формування господарського порядку пов'язане з проблемою складності господарської координації у світі з великою різноманітністю інституцій і організацій. У роботах його фундатора В. Ойкена проблема формування того чи іншого порядку розглядається у координатах існуючих інституцій, які, у свою чергу, формуються залежно від історично і національно обумовлених закономірностей економічної еволюції<sup>69</sup>. Розвиток цього порядку пов'язаний переважно з роботами німецьких економістів у рамках: 1) історичної школи; 2) ордолібералізму і фрайбургської школи; 3) неолібералізму. Основоположник першої Ф. Лист<sup>70</sup> вважає, що дослідження економіки будь-якої країни не може ґрунтуватися тільки на загальних абстрактних економічних законах: кожна економічна система включена до історичних й інституційних рамок конкретної держави і суспільства, тож і аналіз економічної політики має враховувати чинники специфічного національного розвитку. В ордолібералізмі існує думка, що успішний розвиток економіки є результатом впливу не тільки «невидимої руки ринку», але й цілеспрямованих зусиль; він визначається не тільки постійною боротьбою окремих економічних агентів, але і результатом цілеспрямованих колективних дій з формування інституційної структури ринкового господарства.

Господарський порядок відрізняється сталою структурою інституцій, що дозволяє, з одного боку, класифікувати їх, а з іншого – пояснювати особливості його інституційної еволюції. Можна зазначити, що він складається з великої кількості інших порядків, які разом створюють та регулюють господарську діяльність. При цьому основна проблема полягає у тому, що він включає різні інституції і вимагає певних рівнів аналізу, зокрема формального та неформального, внутрішнього та зовнішнього, місцевого, національного та міжнародного<sup>71</sup>

---

<sup>68</sup> Куценко В. І. Соціальний вектор економічного розвитку / Куценко В. І. – К.: Наукова думка, 2010. – С. 26.

<sup>69</sup> Ойкен В. Основные принципы экономической политики / Ойкен В.; [пер. с нем. Л. А. Козлова, Ю. Н. Куколева]. – М.: Прогресс, 1995. – С. 72–78.

<sup>70</sup> Лист Ф. Национальная система политической экономии / Лист Ф. – М.: Издательство «Европа», 2005. – 382 с.

<sup>71</sup> Термін «міжнародний порядок» з'явився у ХХ ст., коли президент США Т. Вільсон у 1919 р. висунув ідею післявоєнного союзу держав, що потім перетворилась у створення Ліги Націй. Сьогодні це каркас, що побудований передусім на відносинах між

тощо, тобто інституційна конфігурація є складною та викликає труднощі у проведенні ґрунтовного аналізу. Наразі виявлення регулярностей у фінансових інститутах дозволяє давати релевантні<sup>72</sup> пояснення фінансовій поведінці, а також прогнозувати тенденції еволюції економічних інституцій, організацій і систем. Зазначене дозволяє нам говорити про інституційний порядок фінансового ринку – системний компонент господарського порядку, що визначає фундаментальні регулярності (тривалі стабільні зв'язки між інституціями, які склалися еволюційно) за здійснення фінансової і страхової діяльності

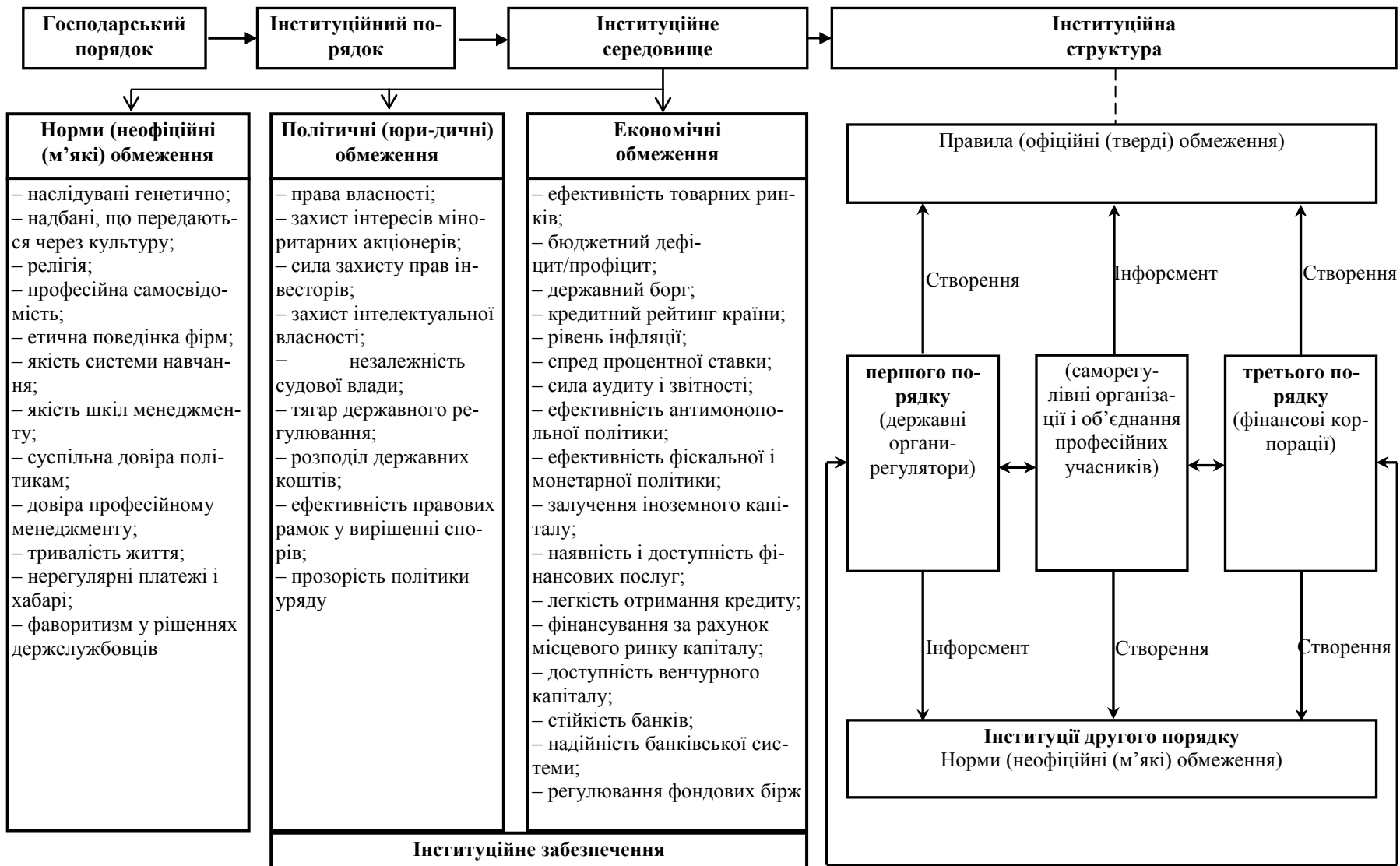
У контексті з'ясування історичного типу розвитку суспільства корисними будуть дослідження американського економіста К. Кларка та французького суспільствознавця Ж. Фурастьє, які виокремили такі сектори суспільного виробництва: первинний – доіндустріальне суспільство (сільське господарство), вторинний – індустріальне суспільство (промисловість), третинний – постіндустріальне суспільство (сфера послуг). Останній часто має назву інформаційної економіки, що базується здебільшого на виробництві і застосуванні інформації з метою підвищення ефективності інших форм виробництва і, як наслідок, збільшення матеріального багатства. При цьому лімітуючим чинником є наявне знання.

Зміну поглядів на різні ринки, які відіграють ключову роль у визначенні динаміки економічної системи, можна проілюструвати за допомогою табл. 1.7.

---

державами, коли головними акторами на світовій арені виступають держави, проте тенденції розвитку світового фінансового ринку свідчать, що основними гравцями виступають міжнародні організації, угруповання, ТНК за зниження ролі суверенних держав, тобто це вже пов'язано з існуванням світового порядку.

<sup>72</sup> Релевантні (англ. relevant) – доречні, ті, що стосуються справи [Словник іншомовних слів: 23 000 слів та термінологічних сполучень / [уклад. Л. О. Пустовіт та ін.]. – К.: Довіра, 2000. – С. 542.



**Рис. 1.3. Ієрархія інституційної організації фінансового ринку**

*Джерело: побудовано автором.*

**Предмет дослідження течій економічної теорії**

Течія	Предмет дослідження
Теорія фізіократів	Сільське господарство
«Старий» інституціоналізм	Ринок праці
Теорія економічної динаміки	Ринок підприємницьких послуг
Кейнсіанство	Ринок цінних паперів
Монетаризм	Ринок грошей
Теорія трансакційних витрат	Ринок інформації

*Джерело: складено автором на основі [Олейник А. Институциональная экономика: [учеб. пособие] / Олейник А. – М.: ИНФРА-М, 2002. – 416 с.]*

Один з основоположників теорії постіндустріального суспільства Д. Белл<sup>73</sup> розробив іншу концепцію секторної теорії через включення до трьох перерахованих секторів четвертинного (торгівля, фінанси, страхування, операції з нерухомістю) і п'ятеринного (охорона здоров'я, освіта, відпочинок і урядові установи), скоротивши третинний сектор і обмеживши його транспортними і комунальними послугами. Іншої думки дотримується група українських вчених: «... зміна секторної структури інформаційного (постіндустріального) суспільства має полягати в тому, що до первинного сектора слід віднести сферу послуг, яка відображає першорядну роль науки, освіти, інформації, а складові матеріального виробництва – промисловість і сільське господарство – до вторинного і третинного секторів»<sup>74</sup>.

Втім американські економісти К. Шапіро та Х. Варіан, які відомі своїм скептичним ставленням до нової економіки, заявляють: «технології змінюються, економічні закони залишаються незмінними»<sup>75</sup>. Багато вчених вважають саму постановку питання про вихід країн із індустріальної стадії і заміну продуктів виробництва послугами надуманою, оскільки насправді потреба у продуктах виробництва зростає,

<sup>73</sup> Белл Д. Грядущее постиндустриальное общество / Белл Д.; [пер. с англ.; под ред. В. Л. Иноземцева]. – М.: Academia, 1999. – 956 с.

<sup>74</sup> Чухно А. А. Сучасні економічні теорії: підруч. / Чухно А. А., Юхименко П. І., Леоненко П. М.; за ред. А. А. Чухна. – К.: Знання, 2007. – С. 201–202.

<sup>75</sup> Shapiro C. Information Rules: Strategic Guide to the Network Economy / Shapiro C., Varian H. – Boston, Mass: Harvard Business School Press, 1999. – P. 352.

## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

---

а заміни їх послугами не відбувається. Це можна простежити на досвіді США, де за 1970–2014 рр. частка обробної промисловості у ВВП США скоротилась з 22,7 до 7 %, а послуг – зросла до 79 %<sup>76</sup>. На основі цих даних і робляться висновки про формування «суспільства послуг», а насправді відбувається зростання імпорту товарів, а також включення до ВВП великих обсягів фіктивної продукції. Отже, «постіндустріальне суспільство – це міф і утопія, що позбавлена життя. Ідеологеми «постіндустріального», «інформаційного» і «суспільства послуг» («технотронного», «суспільства знань» – Ю. К.) являють собою серйозні помилки... Зрозуміло тільки, що майбутнє суспільство не може не бути індустріальним»<sup>77</sup>, воно стає неоіндустріальним, а стрімке зростання частки послуг у ВВП здебільшого є проявом паразитизму постіндустріальної економіки і призводить до її кризи. Можна вважати, що сьогодні сучасне суспільство є суспільством ризику, а надалі – суспільством управління ризиком.

Інституційний порядок фінансового ринку є системою, що еволюціонує та проходить у своєму розвитку певні стадії, а цей процес пов'язаний з діями фінансових інститутів як гравців у просторі, що окреслене інституційним середовищем, адже, як пише Д. Норт, «... правила гри є середовищем – інфраструктурним елементом у метако-нструкції економічної системи, а організації (господарюючі суб'єкти) являють собою продуценти інституційних змін, тобто їх роль, безумовно, полягає в ініціації «антиспокою»<sup>78</sup>.

Дослідження інституційного середовища в концепціях інституціоналістів розвиваються у кількох напрямках. Його об'єкти впливу у: конституційній економіці – діяльність індивідів і організацій у суспільному секторі з акцентуванням уваги на витратах, що пов'язані з діяльністю держави; теорії трансакційних витрат – витрати, що пов'язані з укладанням контрактів і функціонуванням інституцій; теорії прав власності – економічні організації, причому акценти зміщуються на одержання виграшу від чіткої специфікації прав власності; теорії контрактів – процеси укладання та виконання контрактів.

---

<sup>76</sup> The World Trade Organization [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.wto.org>.

<sup>77</sup> Юрьев В. Асоциальные тенденции финансово-спекулятивного капитала / В. Юрьев // Экономист. – 2011. – № 9. – С. 65.

<sup>78</sup> North D. Institutions, Institutional Change and Economic Performance / North D. – New York: Cambridge University Press, 1990. – 179 p.

Засновник економіки організацій О. Вільямсон<sup>79</sup> вважає, що інституційне середовище – це правила гри, що визначають контекст, у якому відбувається економічна діяльність, а також основні політичні, соціальні і правові норми, які є базою для виробництва, обміну і споживання. Він пропонує трирівневу модель дослідження, де перший рівень представлено індивідами (економічними агентами), другий – інституційними узгодженнями (договорами між суб'єктами господарювання, які визначають способи кооперації та конкуренції), а інституційне середовище виступає як третій рівень, що взаємодіє з першими двома.

На думку А. Олейніка<sup>80</sup>, інституційне середовище (економічна конституція, інституційна структура економіки, інституційні рамки) – характеристики зовнішнього середовища, які є значущими для економічної діяльності, сукупність цінностей, формальних і неформальних норм, що впливають на співвідношення стимулів у діяльності й обумовлюють досягнення мінімальної згоди між людьми. Група учених<sup>81</sup> розуміє його як інституційну систему, що включає певні рівні – формальні правила (правові акти і ділові контракти); неформальні правила (соціальні норми і ділові домовленості); культурні традиції і цінності. При цьому не можна протиставляти формальні правила і неформальні норми: в ефективно працюючому інституційному середовищі вони не виключають, а доповнюють одне іншим (але базовий рівень завжди складають неформалізовані відносини та імпліцитні контракти).

Отже, за будь-яких трансформацій на фінансовому ринку потрібно передусім враховувати принцип комплементарності інституцій, тобто правила і норми є взаємодоповнюючими, а бажаний економічний ефект досягається тільки на основі взаємопов'язаних інституційних змін. Зауважимо, що формальні обмеження можуть змінюватись буквально «за одну ніч» (зміни конституції та нормативно-правових актів, судові рішення тощо), а неформальні складають тверде «ядро» інституцій і важко піддаються змінам. Останні визначають характер

---

<sup>79</sup> Уильямсон О. Экономические институты капитализма. Рынки, фирмы, «отношенческая» контрактация / Уильямсон О. – СПб.: Лениздат, 1996. – 702 с.

<sup>80</sup> Олейник А. Институциональная экономика: [учеб. пособие] / Олейник А. – М.: ИНФРА-М, 2002. – 416 с.

<sup>81</sup> Кузьминов Я. Институты: от заимствования к выращиванию / Я. Кузьминов, В. Радаев, А. Яковлев, Е. Ясин // Вопросы экономики. – 2005. – № 5. – С. 5–27.

## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

дій громадян, фінансових установ, органів-регуляторів і не випадково носять назву «рутина»<sup>82</sup>.

Як доведено у класичних концепціях і як свідчить історичний досвід, еволюція економічних, у т.ч. і фінансових систем, завжди визначається певним співвідношенням офіційних (твердих) і неофіційних (м'яких) обмежень, а також характером їх змін. Вищевикладене дозволяє стверджувати про актуальність і значущість вивчення інституційного середовища фінансового ринку з усіма його складовими, оскільки воно визначає вектор трансформацій фінансових інститутів і фінансової системи у цілому.

Інституційне середовище фінансового ринку – це сукупність неофіційних і офіційних (політичних (юридичних) і економічних правил) обмежень, що формують умови для фінансової та страхової діяльності, структурують її і є фундаментальною передумовою розвитку цього ринку (рис. 1.3). Перші мають глибоке історичне коріння в житті народу, пов'язані зі стереотипами поведінки, що притаманні суспільству, і у підсумку найбільше впливають на матрицю розвитку фінансового ринку. Політичні (юридичні) правила встановлюють ієрархічну структуру суспільства, механізм прийняття фінансових рішень і найбільш важливі характеристики контролю за фінансовою та страховою діяльністю. Вони базуються на взаємному дотриманні зобов'язань між державою і домогосподарствами, фінансовими інститутами між собою та іншими економічними агентами тощо. І, нарешті, економічні правила визначають форми організації і функціонування суб'єктів фінансового ринку, в рамках яких останні провадять фінансову та страхову діяльність.

З метою проведення ґрунтовних досліджень розвитку фінансового ринку пропонуємо структурувати його інституційне середовище за просторовою і функціональною ознаками.

За просторовою ознакою фінансовий ринок включатиме такі інституційні середовища:

1) мегаінституційне (глобальне) – середовище світового фінансового ринку;

---

<sup>82</sup> Для інститутів рутини» означає нормальні і передбачувані зразки поведінки, визначає раціональне, але лише можливу поведінку, тоді як на реальну поведінку, крім рутин, чинить і навколишнє середовище. Принципово, що саме ними керуються інститути за вибору стратегії розв'язання своїх проблем.

2) макроінституційне – рівень національного фінансового ринку (нормативно-правова база, національні і загальнодержавні звичаї і ментальність, організаційні структури, які забезпечують реалізацію інституційних чинників в економіці країни, показники обсягу національного виробництва, рівня зайнятості і рівня цін, стабільність національної валюти, стан державного бюджету, рівень відсоткових ставок, рівень оподаткування тощо);

3) мікроінституційне – середовище фінансових інститутів та їх взаємозв'язок (контрактні відносини, зовнішній аудит, інкасація, рейтингування, професійна освіта, фірми, які гарантують безпеку фінансової та страхової діяльності, структура управління, посадові обов'язки, розпорядок дня, режим праці і відпочинку тощо);

4) наноінституційне – прийняття рішень клієнтами фінансових інститутів.

Особливу роль відіграє мікроінституційне середовище, адже практично кожний фінансовий інститут володіє власними специфічними культурними і функціональними мікроінституціями, комплекс яких можна ідентифікувати за допомогою найменування цього інституту. Вказаний комплекс інституцій визначає внутрішнє інституційне середовище останнього, інституції якого пов'язані зі стратегічними завданнями, місією і специфікою діяльності, визначають призначення і роль цього інституту на фінансовому ринку й економіці загалом. Із формальною і неформальною складовою воно є основою його корпоративної культури.

З позиції менеджменту, крім внутрішнього середовища діяльності фінансових інститутів, можна виділити також і такі середовища:

– найближчого оточення – доступність інформації про наявні альтернативні правила і норми, цінність нових інституцій з точки зору фінансових інтересів, витрати на моніторинг;

– зовнішнє – макроекономічне середовище і ступінь інтегрованості у світовий економічний простір. Його основними інституціями є:

а) інституція права, яка регламентує правові взаємовідносини у сфері фінансового ринку (до неї можна віднести й інституцію права власності). Вищою формою інституції є Конституція, яка забезпечує соціальне закріплення загальних функцій і статусів членів суспільства;

б) інституції ринку, які регламентують взаємодії, що виникають між його суб'єктами у процесі купівлі-продажу фінансових активів і послуг;



## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

---

в) інституція податків, що визначає взаємовідносини між фінансовими інститутами та державою, які виникають за справляння податків і зборів;

г) інституція суспільного вибору, яка регулює процес прийняття макроекономічних рішень в умовах представницької демократії;

д) інституція фінансової освіти, яка має на сучасному фінансовому ринку статус антикризового фактора;

е) інституція зовнішньоекономічних відносин, яка регулює процеси взаємодії фінансового інституту зі світовою фінансовою системою.

Інституційне середовище найближчого оточення відчуває зовнішнє, однак щодо останнього фінансовий інститут займає активну позицію, тобто його діяльність спроможна впливати на інституційну структуру першого, змінюючи її, виходячи зі своїх власних цілей. Взаємодія з партнерами регламентується інституцією контракту. Приймати суспільні рішення в інтересах зацікавленої меншості дозволяє інституція лобіювання, яка набула в Україні вражаючих масштабів<sup>83</sup>.

Істотними є аспекти впливу держави на ринкові угоди, а також визначення оптимальних напрямів та інтенсивності цього впливу, адже інституційне середовище характеризується розробкою правил, яким мають відповідати конкретні організації, якщо вони хочуть бути легітимними й отримувати підтримку держави. У сучасних умовах до нових функцій останньої на фінансовому ринку можна віднести функції гарантування інституційного середовища (законодавча реформа, зміна державного апарату, самообмеження держави, становлення громадянського суспільства), стратегічної участі (виконання функцій стратегічного інвестора, формування структури фінансового ринку, націоналізація фінансових інститутів) і коригування функціонування (надання підтримки, державне інвестування, проведення фінансової політики, встановлення санкцій) тощо.

Нині інституційне середовище фінансового ринку України являє собою хитромудру мозаїку локальних інституційних середовищ, які різняться як за стратегіями фінансових інститутів, так і за нормами, що регулюють їх поведінку. При цьому відмінність між цими середовищами прослідковується через:

---

<sup>83</sup> Коваленко Ю. М. Сутність інституційного середовища фінансового сектора економіки / Ю. М. Коваленко // Економічний вісник Донбасу. – 2011. – № 1(23). – С. 95.

**Регулятивний потенціал фінансового ринку  
в умовах глобальних викликів**

1) різнотипність з точки зору цільової функції фінансових інститутів (орієнтовані на виживання (розвиток) або на традиційний (інноваційний) тип розвитку);

2) однотипність за існуючими нормами поведінки та правилами, які регламентують економічну поведінку суб'єктів економіки, і локалізація з точки зору прискорення їх економічних дій у різних соціальних мережах і культурі господарювання, що склалась на певній території.

Отже, існування якісно неоднорідних інституційних середовищ фінансового ринку можна визначити як сегментацію з кордонами, які розділяють фінансові інститути за стратегіями, що приводить до виникнення попиту на різні інституції.

Таблиця 1.8

**Порівняльна характеристика інституцій фінансового ринку  
в індустріальній і постіндустріальній економіці**

<b>Інституції</b>	<b>Індустріальна</b>	<b>Постіндустріальна</b>
Інституція власності	Захист прав власності на фінансові активи	Захист прав інтелектуальної власності і у цілому – на нематеріальні активи
Інституція інвестицій в людський капітал	Забезпечення суспільних і приватних інвестиції у професійну освіту. Закріплення кваліфікованих кадрів у фінансових установах	Приватні інвестиції у людський капітал і підвищення рівня його вартості у торгах з роботодавцем
Інституція ринку	Концентрація фінансового капіталу	Розвиток ринку фінансових інновацій, переливання капіталу і перерозподілу контролю власності
Інституція фінансових послуг	Високі ціни на фінансові послуги	Конкуренція між фінансовими інститутами і формування середньоринкових цін
Інституція кредиту	Високі витрати коштів і часу	Легкість отримання кредиту
Інституція прямих іноземних інвестицій і технологій	Обмеження на рух капіталу, технології можуть бути застарілі	Активізація ТНК і трансферу технологій
Інституція державної фінансової політики	Фінансова політика на створенні стимулів і інструментів розвитку	Лібералізація і відкритість економіки
Інституція соціальної політики	Державна система соціальних гарантій і корпоративні соціальні програми	Самозахист працівника, стимулювання приватних заощаджень

*Джерело: складено автором.*

## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

У табл. 1.8 наведено характеристики попиту на інституції в індустріальній і постіндустріальній економіці. Оцінюючи інституційне середовище фінансового ринку в Україні, зауважимо, що інституції другої у ньому слаборозвинені, наразі немає і суттєвого попиту на них. Проте існує потужне обґрунтування необхідності їх розвитку як найбільш ефективних і забезпечуючих конкурентоспроможність цього ринку в економіці. У зв'язку з цим виникає питання, чи зможуть «прижитись» відповідні інституції, появу яких ініціює уряд? Напевно, що ні: їх поява має підкріплюватись подальшими інституційними трансформаціями та посиленням інституцій індустріальної економіки, інакше будуть розширюватись канали відпливу грошових ресурсів глобальною мережею.

Щодо ролі інституційного середовища у фінансовій та страховій діяльності, то, з одного боку, воно створює умови для створення взаємодій фінансових інститутів з іншими суб'єктами економіки з приводу залучення грошових коштів і розміщення їх на фінансовому ринку; змінюючись у часі, детермінує поведінку цих інститутів, створюючи соціокультурні передумови, інституційні і регулюючі структури, які впливають на процес прийняття рішень. З іншого – інституційне середовище саме є «заручником» суб'єктів економіки фінансової діяльності і може змінюватись під впливом різних «груп» інтересів, наприклад саморегулювальних організацій та інших об'єднань. Можна припустити, що чим більше формалізовані відносини всередині таких груп, тим сильніший вплив вони здійснюють на інституційне середовище фінансового сектора<sup>84</sup>.

Найбільш повно сутність інституційного середовища фінансового ринку розкривається у функціях, які він виконує:

1) регулюючій – забезпечення ефективного функціонування фінансового ринку через розробку відповідної нормативно-правової бази і надання рекомендацій;

2) контролюючій – проведення перевірок з метою дотримання вимог чинного законодавства, запобігання виникненню кризових ситуацій у роботі фінансових інститутів;

---

<sup>84</sup> Коваленко Ю. М. Сутність інституційного середовища фінансового сектора економіки / Ю. М. Коваленко // Економічний вісник Донбасу. – 2011. – № 1 (23). – С. 95.

3) регламентуючій – формування структури й ієрархії управління у фінансовому інституті, делегування повноважень певним категоріям працівників і визначення орієнтирів їх діяльності;

4) інформаційній – надання всім суб'єктам фінансового ринку доступу до інформації щодо діяльності фінансових інститутів;

5) захисній – забезпечення безпеки фінансової та страхової діяльності та захист інтересів інвесторів;

6) стимулюючій – стимулювання ефективної взаємодії фінансового ринку з іншими ринками в економіці.

Наведені функції безпосередньо пов'язані з інституційним забезпеченням фінансового ринку – сукупністю правових, організаційних і економічних умов, що потрібні для провадження і розвитку фінансової та страхової діяльності. Воно включає такі елементи:

1. Правова основа, до якої можна віднести: Конституцію України, Господарський кодекс, Цивільний кодекс, Класифікацію інституційних секторів економіки, Класифікацію видів економічної діяльності, закони України «Про господарські товариства», «Про акціонерні товариства», «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг», «Про інвестиційну діяльність», «Про режим іноземного інвестування», «Про банки і банківську діяльність», «Про Національний банк України», «Про страхування», «Про інститути спільного інвестування», «Про недержавне пенсійне забезпечення», «Про цінні папери та фондовий ринок», «Про депозитарну систему України» тощо;

2. Суб'єкти:

а) представницькі органи влади: Верховна Рада України;

б) виконавчі органи влади: Кабінет Міністрів України;

в) головні та спеціально уповноважені центральні органи виконавчої влади у сфері фінансової та страхової діяльності: Міністерство фінансів України; Національний банк України; Національна комісія, що здійснює державне регулювання ринків фінансових послуг; Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку; Державна служба фінансового моніторингу України; Державна фіскальна служба України; Антимонопольний комітет України; Фонд державного майна України;

## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

---

г) дорадчо-консультативні органи при Президентові України: Національний інститут стратегічних досліджень; Комітет з економічних реформ; Координаційний центр з упровадження економічних реформ; Координаційна рада з питань функціонування ринку цінних паперів в Україні; Консультативна рада з питань іноземних інвестицій в Україні;

д) наукові, громадські та професійні установи (організації) у сфері фінансового сектора: Національна академія наук України (далі – НАНУ); Український інститут розвитку фондового ринку (далі – УІРФР); Асоціація спеціалістів банківської оцінки України; Асоціація українських банків (далі – АУБ); Незалежна асоціація банків України (далі – НАБУ); Український кредитно-банківський союз (далі – УКБС); Ліга страхових організацій; Моторне (транспортне) страхове бюро України (далі – МТСБУ); Асоціація професійних страхових посередників України (далі – АПСПУ); Авіаційне і морське страхове бюро (далі – АМСБ); Українська асоціація інвестиційного бізнесу (далі – УАІБ); Професійна асоціація реєстраторів та депозитаріїв (далі – ПАРД); Асоціація «Українські фондові торговці» (далі – АУФТ); Асоціація «Фондове партнерство» (далі – АФП);

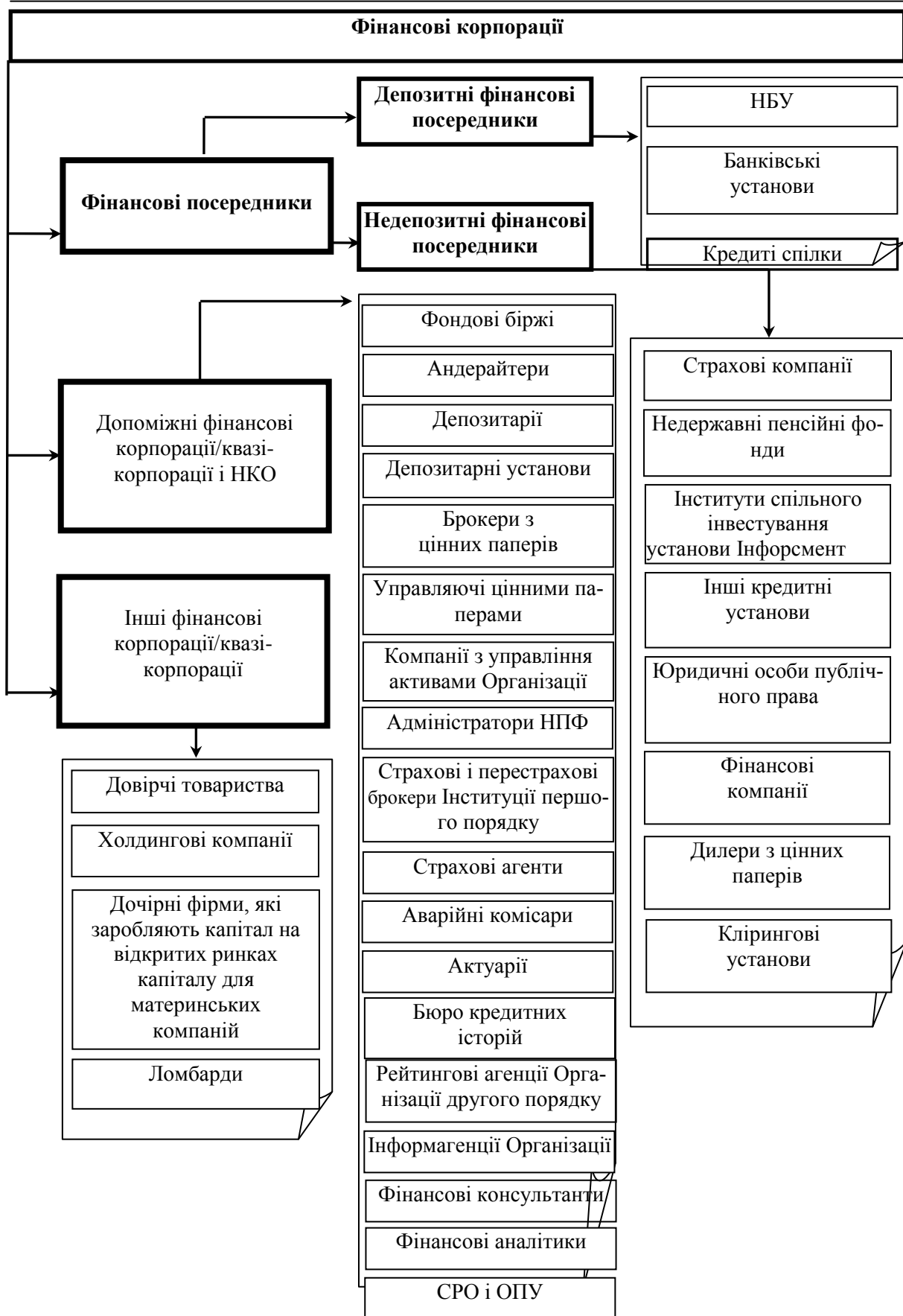
е) фінансові корпорації<sup>85</sup>, створені та внесені у відповідні реєстри відповідно до спеціального законодавства (рис. 1.4).

3. Розвиток інституційного середовища у сфері фінансового ринку, що містить заходи, спрямовані, зокрема, на удосконалення інституційної складової фінансової та страхової діяльності в Україні. Його реалізації сприятимуть:

---

<sup>85</sup> До фінансових корпорацій віднесено всі корпорації-резиденти, які в основному зайняті наданням фінансових послуг іншим інституційним одиницям, в тому числі послуги страхування та пенсійних фондів [Наказ Державної служби статистики України «Про затвердження Класифікації інституційних секторів економіки України» від 3 грудня 2014 року № 378 [Електронний ресурс] // Державна служба статистики: [сайт]. – Режим доступу: [http://ukrstat.org/uk/norm\\_doc/2014/378/378\\_2014.htm](http://ukrstat.org/uk/norm_doc/2014/378/378_2014.htm)].

**Регулятивний потенціал фінансового ринку  
в умовах глобальних викликів**



**Рис. 1.4. Структура фінансових корпорацій в Україні**  
Джерело: побудовано автором.

## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

---

а) врахування міжнародних рекомендацій щодо функціонування фінансового ринку: у сфері ринку цінних паперів – Міжнародної організації комісій з цінних паперів (International Organization of Securities Commissions – IOSCO); банків – Базельського комітету з банківського нагляду (Basle Committee on Banking Supervision) і Basle III; страховиків – Міжнародної асоціації органів страхового нагляду (International Association of Insurance Supervisors – IAIS), Директиви Європейського Парламенту та Ради №2009/138/ЄС від 25.12.09 щодо здійснення діяльності зі страхування та перестраховування (Solvency II); для кредитних установ – Міжнародної асоціації кредитних спілок (World Council of Credit Unions – WOCCU); для пенсійних фондів – Міжнародної асоціації органів нагляду за державними пенсійними фондами (International Organization of Pension Supervisors – IOPS);

б) державні програми і проекти: Стратегія інноваційного розвитку України на 2010–2020 роки; Програма «Інвестиційний імідж України»; Комплексна програма розвитку фінансового сектора до 2020 року; Державна програма розвитку Національної депозитарної системи України; Концепція Державної цільової програми модернізації ринків капіталу в Україні; Стратегія розвитку пенсійної системи; Стратегія розвитку фондового ринку України на середньострокову та довгострокову перспективу; Програма розвитку страхового ринку; Концепція розвитку системи кредитної кооперації; Концепція запровадження пруденційного нагляду за небанківськими фінансовими установами; Концепція розвитку кредитної кооперації; Концепція забезпечення національної безпеки у фінансовій сфері, Стратегія реформування системи захисту прав споживачів на ринках фінансових послуг на 2012–2017 роки, Національна антикорупційна стратегія.

Наступним компонентом інституційної організації фінансового ринку є його інституційна структура (рис. 1.3), яка забезпечує стійкий розвиток відносин у ньому, ефективну взаємодію з іншими ринками й узгодження інтересів економічних агентів. У теорії інституційних матриць, запропонованій С. Кірдіною<sup>86</sup>, вона являє собою сукупність елементів двох якісно різнорідних типів: незмінних базових інституцій, які визначають тип інституційної матриці суспільства, й інституційних

---

<sup>86</sup> Кірдина С. Г. Институциональные матрицы и развитие России / Кирдина С. Г. – М.: ТЕИС, 2000. – 216 с.

форм, які змінюються і цілеспрямовано модифікуються суб'єктами. Можливі моделі базових інституцій обмежуються західним типом інституційної матриці (інституції ринкової економіки) і східними (інституції «редистрибутивної» економіки). Проте у своїх подальших працях автор ототожнює інституційну структуру й інституційний порядок. З матрицею пов'язують інституційну структуру також В. Вольчик і Г. Оганесян: «... це певний впорядкований набір інституцій, які визначають матриці економічної поведінки, що визначають обмеження для суб'єктів господарювання, які формуються у рамках тієї чи іншої системи координації господарської діяльності»<sup>87</sup>.

У сучасній науковій літературі інституційна структура включає інституції, а інституційне середовище інститути<sup>88</sup>. Наприклад, з позиції В. Вольчика, «інституційна структура являє собою переважно формальні інституційні обмеження, які визначають можливі організаційні форми і варіанти економічних взаємодій в тих або інших конкретних сферах і галузях економіки»<sup>89</sup>, а інституційне середовище – «... переважно неформальні інститути, які відіграють не менш важливу роль у створенні необхідних економічним агентам регулярностей»<sup>90</sup>. Можна зустріти і таке: «інституціональну структуру... становлять інститути, інституціональне середовище, ринкові організації»<sup>91</sup>.

Підтримуємо підхід О. Вільямсона, який вважає, що інституційне середовище є фоном для вибудовування відносин, а поняття «інституційний устрій», «структура управління» вважаються типом об'єднання господарських одиниць згідно зі способами кооперації

---

<sup>87</sup> Вольчик В. В. Институты, информация и институциональная структура экономики / В. В. Вольчик, А. А. Оганесян // JOURNAL OF ECONOMIC REGULATION (Вопросы регулирования экономики). – 2010. – Т. 1. – № 2. – С. 30.

<sup>88</sup> Інституційна структура часто ототожнюється з інституційним середовищем, що запозичено у соціологів, які, зазвичай, не розрізняють ці поняття і використовують їх як синоніми.

<sup>89</sup> Вольчик В. В. Комплементарность и иерархия институтов в рамках хозяйственного порядка / В. В. Вольчик // Научные труды ДонНТУ. – 2009. – Вып. 37-1. – С. 37. – (Серия «Экономическая»).

<sup>90</sup> Там само. – С. 36.

<sup>91</sup> Смагін В. Л. Формування та розвиток фінансового ринку в умовах трансформації економіки: [монографія] / Смагін В. Л. – К.: КНЕУ, 2008. – С. 42.



**Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

і/або конкуренції цих одиниць<sup>92</sup>. Отже, інституційна структура фінансового ринку – це сукупність організацій, які здійснюють свою діяльність на основі інституцій, об'єднаних цільовою функцією впорядкування структурованих у часі і просторі відносин, пов'язаними з обміном прав власності на фінансові активи, а також забезпечення трансформації грошових потоків і їх перерозподілу.

Таблиця 1.9

**Складові інституційної структури фінансового ринку України та їх характеристики**

Елементи	Характеристика елемента
Інституції першого порядку	Відставання нормативно-правової бази від розвитку фінансового ринку. Недостатня захищеність прав суб'єктів ринку капіталу, прав власності. Неврегульованість процесів поглинання і реорганізації
Інституції другого порядку	Відсутність системи традицій фінансової та страхової діяльності, інвестиційної культури. Інформаційний голод населення. Низький рівень інституційної довіри. Особлива економічна ментальність. Недовершеність ділової етики
Організації першого порядку	Відсутність належної координації розвитку фінансового ринку через його «розтягування» та сфери впливу декількох регуляторів – НБУ, НКЦПФР і Нацкомфінпослуг. Неефективне корумповане регулювання. Недостатній державний інфорсмент. Непередбачуваність дій на ринку капіталу органів влади
Організації другого порядку	Статус присутності і часткове виконання функцій саморегулювальних організацій (далі – СРО) і об'єднань професійних учасників (далі – ОПУ). Недостатня взаємодія з державними регуляторами у прийнятті рішень
Організації третього порядку	Низька частка участі приватних інвесторів. Залежність фінансового ринку від процесів приватизації. Високі трансакційні витрати. Розрахункова інфраструктура децентралізована, а кожна фондова біржа має власну інфраструктуру. Неефективна депозитарна система. Недостатня активність інституційних і кваліфікованих інвесторів

*Джерело: складено автором.*

<sup>92</sup> Уильямсон О. Экономические институты капитализма. Фирмы, рынки, «отношенческая» контрактация / Уильямсон О.; [пер. с англ.]. – СПб.; Лениздат, 1996. – С. 688, 690.

Сучасна інституційна структура фінансового ринку України забезпечується сформованим контуром ринкового права і необхідними організаційно-інституційними передумовами здійснення обігу фінансових активів і функціонування фінансових інститутів. Проте інерція старих неформальних норм є такою сильною, що неринкові рутини ділової поведінки настільки глибоко укорінились, що деформують більшість принципів функціонування ефективного фінансового ринку з потужними і надійними фінансовими інститутами (табл. 1.9). Це пов'язано з тим, що «за весь період реформ у країні створення розвинутого інституційного середовища жодного разу не було оголошено пріоритетним завданням, хоча саме відставання з інституційними складовими реформ стало серйозним гальмом на шляху створення цивілізованого ринку»<sup>93</sup>. По суті, немає і не робиться у сучасних умовах жодних узагальнень з перебудови існуючої системи, яка б у рамках комплексної стратегії могла б забезпечити збалансовану реалізацію інтересів усіх інституційних одиниць економіки<sup>94</sup>.

У цілому можемо зробити висновок, що центральним завданням розв'язання проблеми подальшого розвитку фінансового ринку є необхідність створення такої інституційної організації, яка б передбачала реформування неефективних, але стійких інституцій, що утворились у перші роки незалежності України на непідготовленому соціально-економічному ґрунті економіки, а також створення умов для змін м'яких обмежень у напрямі активного сприйняття здійснюваних суспільних перетворень. Це актуалізується в умовах зростання ризиків фінансової та страхової діяльності у зв'язку з неконтрольованим розростанням фінансового сектора та його «відривом» від потреб реальної економіки. Україна зазнала значних втрат від подій у 2007–2008 рр. саме через інституційну аморфність фінансового сектора, який перетворився на одну із загроз економічному розвитку внаслідок неефективності процесу інституційного будівництва.

---

<sup>93</sup> Институциональная архитектура и динамика экономических преобразований / [под. ред. д-ра экон. наук А. А. Гриценка]. – Х.: Форт, 2008. – С. 77.

<sup>94</sup> Наприклад, вважається, що банківська система України включає два рівня – НБУ та інші банки. Проте лівова частина цієї системи – це вкладники, організації, формальні і неформальні обмеження, які виключені з неї. Напевно, у населення на руках знаходиться величезна маса грошей через те, що воно для фінансового інституту є лише клієнтом, а не партнером.

Доцільним є визначення інституційної ефективності фінансового ринку, що впливає з окреслених завдань ринкових реформ в Україні і Комплексної програми розвитку фінансового сектора України до 2020 року. Її призначенням є сприяння розбудові ефективного фінансового ринку, здатного забезпечувати реальний сектор економіки необхідними фінансовими ресурсами та підтримку соціального розвитку країни, її інтеграцію у світовий фінансовий простір без загроз національним інтересам та економічній безпеці України.

#### **1.4. Інфраструктура фінансового ринку України в умовах фінансового глобалізму: стан і вектори розвитку**

Розвиток економічної науки чітко доводить, що системне забезпечення сукупного результату на практиці неможливо реалізувати без формування розвиненої інфраструктури, яка забезпечуватиме нормальне функціонування ринкових відносин. Не менш фундаментальним є положення про те, що реалізація такого завдання неможлива без формування дієвої системи управління цією інфраструктурою, зважаючи, що остання являє собою динамічну систему, функції і завдання якої безперервно змінюються відповідно до тенденцій розвитку та поведінки основних світових і національних суб'єктів ринку. Втрата узгодженості цих теоретичних узагальнень з економічними реаліями призводить до накопичення труднощів у процесах наукового пізнання й аналізу процесів економічного розвитку, а отже, і нездатності вирішувати як внутрішні завдання, так і відповідати на зовнішні виклики і загрози.

Дотримання подібної узгодженості є актуальним також і для процесів розвитку фінансового ринку. Сьогодні цей ринок характеризується значним рівнем фрагментарності, нерівномірною та нестабільною динамікою окремих його складових, що в підсумку призводять до недостатнього позитивного впливу на економіку. Це диктує потребу накопичення якісних елементів в еволюції фінансового ринку, що неможливо без відповідного, насамперед, теоретично сформованого інфраструктурного забезпечення цих процесів. Має відбутися синхронізація реальних процесів розвитку інфраструктури фінансового ринку з теоретичним підґрунтям та створення на цій основі продуктивної інфраструктурної моделі, здатної забезпечити усунення існуючих розривів між векторами розвитку фінансового ринку та національної економіки в цілому.

У сучасних умовах рівень розвитку фінансового ринку увійшов до ряду тих чинників, що визначають рівень соціально-економічного розвитку країни в цілому. Саме на фінансовому ринку заощадження, що в усьому світі є ключовим фінансовим джерелом розвитку, трансформуються спочатку у фінансові, а згодом у реальні інвестиції і визначають темпи економічного зростання та добробуту населення. Вважається, що без розвитку фінансового ринку реалізація фінансового потенціалу держави у цілях забезпечення економічного зростання неможлива<sup>95</sup>. На думку В. Корнеєва, питання забезпечення стабільного розвитку економіки тісно пов'язане з визначенням меж і граничних масштабів зростання фінансових ринків, що, у свою чергу, пов'язане з посиленням регуляторного моніторингу, зокрема за функціонуванням різних сегментів фінансових ринків, проведенням оцінки вартості фінансових активів, величини відриву дохідності фінансових трансакцій від угод у реальному секторі, очікуваної корисності і видачі авансових коштів<sup>96</sup>.

Реалізуючи такі завдання, жодним чином не можна абстрагуватися від глобалізаційних процесів, які, торкаючись усіх сегментів економіки, є особливо відчутними для фінансового сектора як каталізатора стратегій і програм соціально-економічного розвитку країни. Сучасна наукова доктрина, як зазначає Ю.Осипов, пов'язує глобалізацію з процесом, який виводить цивілізацію на більш високий рівень розвитку, а одним із її ключових імперативів є фінансовий глобалізм<sup>97</sup>. Останній є джерелом як нових можливостей розвитку, так і глобальних викликів, які виступають джерелом нових потрясінь і криз. Уряд кожної країни має визначитися із довгостроковим вектором розвитку фінансового сектора з тим, щоб максимально використати доступні можливості та уникати значних потрясінь, які генеруються глобальними викликами.

---

<sup>95</sup> Онышко С. В. Венчурный капитал как источник финансового обеспечения инновационного развития национальной экономики / Онышко С. В., Вдовиченко А. // Белорусский экономический журнал. – 2011. – № 1. – С. 56–64.

<sup>96</sup> Корнеев В. Регуляторні рестрикції розвитку фінансових ринків у контексті економічної кризи / В. Корнеєв // Фінансовий ринок України. – 2008. – № 10(60) – С. 3–5.

<sup>97</sup> Осипов Ю. М. Российский вызов развитию России / Постреформизм и развитие: монография / Ю. М. Осипов // под ред. Ю. М. Осипова, Е. С. Зотовой. – М., Ирпень: Издательство Национального университета государственной налоговой службы Украины, 2013. – 458, [435–446].

## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

---

Ускладнення ринкових відносин у сучасному світі викликали об'єктивне зростання ролі інфраструктурної складової у поведінці та результатах діяльності світових і національних суб'єктів ринку. Без перебільшення можна стверджувати, що інфраструктура стала найбільш значимим феноменом сучасного світового господарства.

Щодо фінансового ринку України, який фактично перебуває на початкових етапах розвитку фінансових інструментів, особливо похідних, та взагалі інтеграції у світовий фінансовий простір, то проблематика інфраструктурного забезпечення особливо потребує якісних змін. Відсутність у деяких випадках відповідного інфраструктурного забезпечення, фрагментарне, вузькоспеціалізоване регулювання використання фінансових інструментів актуалізують теоретичну і практичну значимість концептуально-теоретичного осмислення можливості отримання синергетичного ефекту за умов ефективності інфраструктурної складової фінансового ринку.

Питання розбудови інфраструктурного потенціалу фінансових ринків в умовах економічних шоків потребує подальших досліджень. На жаль, слід констатувати, що до цього часу не досягнуто єдності щодо визначення змістовних характеристик, принципів і, що особливо важливо, місця та значення інфраструктури у зміцненні як фінансового ринку та його окремих сегментів, так і фінансової системи і держави в цілому. З цією метою методологічно важливо здійснити, насамперед, аналіз існуючих уявлень та їх еволюцію щодо сутності і змісту поняття «інфраструктура» з тим, щоб сформувати теоретичну основу ідентифікації елементів інфраструктури фінансового ринку та виявити роль останньої у вирішенні проблем функціонування та розвитку цього ринку. На важливість такого підходу може вказувати й позиція авторів, які зазначають, що «...незважаючи на семи десятилітню історію використання поняття «інфраструктура» в економіці, і нині як у вітчизняній, так і у світовій економічній науці, на жаль, не існує єдиної точки зору стосовно сутності, змісту та ролі цієї категорії як складової економіки». При цьому правомірно наголошується на об'єктивному характері виникнення інфраструктури як специфічного породження певної соціально-економічної системи та певного рівня розвитку господарства, а її завданням визначено компенсацію витрат роз'єднання виробництва, зв'язок між собою результатів процесу ро-

зподілу праці і структуроутворення<sup>98</sup>. Поряд з вказівкою на об'єктивний характер інфраструктури особливо продуктивним виглядає й висновок про те, що «...інфраструктура активна, має позитивний характер дії на розміщення і функціонування промисловості і в гущі всього виступає в ролі творчого і перетворюючого чинника для економіки»<sup>99</sup>. І хоча ці основоположні твердження щодо створення супутнього вищеназваним процесам механізму «інфраструктура» сформовані стосовно інфраструктури товарного ринку, їх методологічна цінність не може викликати сумнівів й для інших видів ринку.

У літературі існують різні визначення поняття «інфраструктура», у яких їх автори намагаються віднайти та відобразити особливо важливі для пояснення його сутності або специфіки риси (табл. 1.10).

Таблиця 1.10

**Окремі визначення поняття «інфраструктура» та її функції**

<b>Джерело</b>	<b>Визначення</b>	<b>Функції</b>
Васильєв О.В. Методологія і практика інфраструктурного забезпечення функціонування і розвитку регіонів України. Монографія / О.В. Васильєв: Харків: ХНАМГ, 2007. – С. 23.	Інфраструктура – це система функціональних елементів і відносин, що забезпечують реалізацію індивідуальних і колективних інтересів групи економічних суб'єктів	Обслуговуюча, забезпечувальна
Гринберг Р. Постсоюзное экономическое пространство: коллизии и сценарии развития / Р. Гринберг // Российск. экон. журн. – 1996. – № 10. – С. 53–60.	Інфраструктура – це сукупність елементів, які забезпечують безперерйне функціонування взаємозв'язків об'єктів і суб'єктів соціально-економічної системи	Забезпечувальна
Государственное регулирование рыночной экономики: учеб. / под общ. ред. проф. В. И. Кушлина. – М.: Изд-во РАГС, 2002. – С. 647	Ринкова інфраструктура - це сукупність інструментів, форм, методів і процесів, що забезпечують загальні умови нормального функціонування ринкової економіки	Забезпечувальна
Базилевич В. Д. Страховий ринок України / В. Д. Базилевич. – К.: Т-во «Знання»	Інфраструктура ринку - це система взаємопов'язаних спеціалізованих організацій,	Обслуговуюча

<sup>98</sup> Федько В. П. Інфраструктура товарного ринка / Федько В. П., Федько Н. Г. // Ростов н/Д: Фенікс, 2000 – С. 7. – Серія «Учебники, учебные пособия».

<sup>99</sup> Федько В. П. Інфраструктура товарного ринка / Федько В. П., Федько Н. Г. // Ростов н/Д: Фенікс, 2000 – С. 13–14. – Серія «Учебники, учебные пособия».

**Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

Продовження таблиці

України, КОО, 1998. – С. 73–75	що можуть обслуговувати потоки послуг, грошей, цінних паперів, робочої сили, інформації	
Гальчинський А. С. Основи економічної теорії / А. С. Гальчинський. – К.: Виц. шк., 1995. – С. 138.	Інфраструктура ринку - це система підприємств і організацій, які забезпечують рух товарів, послуг, грошей, цінних паперів, робочої сили	Забезпечувальна
Бланк И. А. Стратегия и тактика управления финансами / И. А. Бланк. – К.: «Итем.ЛТД» – СП «АДЕФ-Украина», 1996. – С. 205–206	Інфраструктура фінансового ринку – це комплекс закладів і підприємств, які обслуговують безпосередніх його учасників з метою підвищення ефективності здійснюваних ними операцій	Обслуговуюча
Васильєв О. В. Методологія і практика інфраструктурного забезпечення функціонування і розвитку регіонів України. монографія / О. В. Васильєв. – Харків: ХНАМГ, 2007. – С.216.	Інфраструктура фінансового ринку - це сукупність інститутів і організацій, науково-методичних і кадрових елементів, що забезпечує безперервну, прозору й надійну основу функціонування фінансового ринку в його динамічному розвитку, а також організує переміщення й розподіл потоків капіталів між секторами, суб'єктами й об'єктами ринку	Забезпечувальна регулююча
Грудзевич У. Я. Перспективи розвитку регіональної інфраструктури фінансового ринку / У. Я Грудзевич // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Економічні проблеми розвитку виробництва регіону: щорічник наукових праць / Редкол.: відповідальний редактор академік НАН України М. І. Долішній. – Львів: НАН України. Інститут регіональних досліджень.– Випуск XXXI. – 2001	Регіональна інфраструктура фінансового ринку - це сукупність фінансових механізмів і структур, які регулюють рух потоків на фінансовому ринку і забезпечують його нормальне функціонування	Забезпечувальна, регулююча

*Джерело: складено автором.*

Відштовхуючись від наведених визначень, існують підстави для певного уточнення загального поняття «інфраструктура» як основи з'ясування сутності поняття «інфраструктура фінансового ринку» та їх співвідношення. У цьому питанні, перш за все, слід звернутися до функцій інфраструктури. Їх визначення має принципове значення, зважаючи, що саме за допомогою функцій можна повніше розкрити сутність того чи іншого поняття. Проаналізувавши різні погляди науковців з цього приводу, можна зазначити, що переважна їх більшість виділяє забезпечувальну функцію інфраструктури, доповнюючи її у деяких випадках, обслуговуючою та регулюючою функціями. Тут слід, насамперед, визначитися з відмінностями понять «обслуговувати» та «забезпечувати». У першому випадку, згідно з Новим тлумачним словником української мови, йдеться про виконання роботи, функцій, пов'язаних із задоволенням певних потреб, запитів, або про забезпечення роботи певних механізмів<sup>100</sup>. У другому випадку – про надання чи створення матеріальних засобів, гарантування чогось<sup>101</sup>. Тобто, незважаючи на близьке змістовне наповнення цих термінів, між ними існують відмінності, особливо з огляду на природу ринкової економіки, коли саме інфраструктура становить її основу, забезпечуючи взаємодію між її основними суб'єктами – продавцями і покупцями та в контексті фінансового ринку – результатом діяльності якого є послуга. Вважаємо, що інфраструктура має, перш за все, забезпечувати відповідні умови для ефективного процесу та діяльності суб'єктів загальних та специфічних ринкових відносин, що природно передбачає й виконання обслуговуючої функції. Обмеження інфраструктури обслуговуючою функцією перетворює інфраструктуру в елемент посередництва, що не можна визнати обґрунтованим. Цілком справедливою видається позиція В. Соболева, який зазначає, що для розуміння інфраструктури на сучасному етапі розвитку необхідно брати до уваги не обслуговуючу, а її забезпечувальну роль у функціонуванні всієї економіки<sup>102</sup>. Це стосується і тверджень про перетворення

---

<sup>100</sup> Новий тлумачний словник української мови. Т. 2, К.: Видавництво «АКОНІТ», 2008. – С. 421.

<sup>101</sup> Новий тлумачний словник української мови. Т. 1, К.: Видавництво «АКОНІТ», 2008. – С. 684.

<sup>102</sup> Соболев В. М. Формирование рыночной инфраструктуры в переходной экономике индустриального типа: общие черты и особенности в Украине / В. М. Соболев. – Харьков: Бизнес-информ, 1999. – 304, [23] с.



## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

---

інфраструктури з обслуговуючої галузі на провідну і навіть базисну, а також про те, що глобалізація світової економіки, ігнорування якої сьогодні недопустиме, сприяє набуттю інфраструктурою якісно нового статусу<sup>103</sup>, розуміючи під останнім певну сукупність (комплекс) рис її організаційної та функціональної побудови, реалізація яких забезпечує визначену цільову спрямованість цієї інфраструктури. Виконання інфраструктурою поряд із забезпечувальною також регулюючої функції формує можливості свідомого управління інфраструктурою для її позитивного впливу на вирішення внутрішніх проблем та соціально-економічного розвитку в цілому.

Грунтуючись на вищезазначених вимогах, можна зазначити, що інфраструктура – це органічна й упорядкована єдність взаємопов'язаних структурних складників, здатна забезпечити в реальній дійсності та в перспективі безперебійне функціонування взаємозв'язків суб'єктів і об'єктів соціально-економічної системи та через виконання певних функцій включатися у забезпечення суспільного розвитку. Виходячи із наведеного визначення, поняття «інфраструктура фінансового ринку» слід представити як органічну й упорядковану єдність взаємопов'язаних структурних складників, здатну забезпечити в реальній дійсності та в перспективі безперебійне функціонування взаємозв'язків суб'єктів і об'єктів фінансового ринку та через виконання певних функцій – реалізацію його власних закономірностей і позитивний вплив на соціально-економічну динаміку.

У цьому визначенні інфраструктура фінансового ринку як складова ринкової інфраструктури підпорядкована загальним закономірностям, але виступає порівняно самостійною і особливою сферою, що має свою специфіку, цілі, а тому відрізняється власними структурно-елементною побудовою, формами і методами впливу, спрямованими на ефективне функціонування ринкового механізму у фінансовій сфері.

Щоб повніше реалізувати потенціал ефективності і цільової спрямованості фінансового ринку, вищезазначена взаємна узгодженість при визначенні поняття інфраструктура фінансового ринку має ґрунтуватися на врахуванні ключових імперативів його розвитку, ставши одночасно й основою формування нової якості управління інфраструктурою фінансового ринку. Певною мірою тут вже йдеться про

---

<sup>103</sup> Сонько С. П. Інфраструктура в умовах транзитивної економіки: монографія / Сонько С. П., Скринько М. М. – Харків: Екограф, 2004. – 256 с.

здіяння інфраструктурного потенціалу фінансового ринку як вектора розвитку його інфраструктури. Адже в умовах ринкової конкуренції рівень інфраструктурного забезпечення визначається не стільки наявністю тих чи інших його складників, скільки ефективністю їх використання, що, власне, і проявляється через систему формування та використання інфраструктурного потенціалу. Останній нами визначено як здатність інфраструктурного комплексу забезпечити безперебійне функціонування та раціоналізацію ринкових взаємозв'язків суб'єктів і об'єктів фінансового ринку для реалізації його власних закономірностей та позитивного впливу на соціально-економічну динаміку. Конкретизуючи запропоноване визначення щодо змістовного наповнення інфраструктурного комплексу, його можна подати так: це здатність інфраструктурного комплексу, який є сукупністю органічно упорядкованих існуючих і за потреби додатково введених в дію структурних складників, забезпечити безперебійне функціонування і раціоналізацію ринкових взаємозв'язків суб'єктів і об'єктів фінансового ринку для реалізації його власних закономірностей та позитивного впливу на соціально-економічну динаміку в реальній дійсності та перспективі<sup>104</sup>.

Тобто з теоретичної площини випливає конкретне практичне завдання – віднайти ті елементи інфраструктури, яким притаманні саме якості запасу та повніше їх реалізувати з тим, щоб максимально досягти очікуваного результату.

Стрімкі процеси глобалізації перетворили інфраструктуру фінансового ринку на одну з домінант перерозподілу капіталу не тільки в межах національних економік, але і в глобальних масштабах. З цієї точки зору інфраструктурний потенціал фінансового ринку є характеристикою, яка відображає:

а) величину, на яку можна збільшити кількість суб'єктів інфраструктури, порівняно з еталонною величиною або відповідно до темпів розвитку економіки;

б) обсяг фінансових послуг, який може бути досягнутий на фінансовому ринку, враховуючи потреби реального сектора економіки та тенденції розвитку глобальної фінансової системи;

---

<sup>104</sup> Чуницька І. І. Інфраструктурний потенціал фінансового ринку: наукові підходи до визначення та напрямів практичної реалізації / Чуницька І. І. // Малий і середній бізнес (право, держава, економіка). – 2014. – № 3–4 (58–59). – С. 169–174.

в) можливості фінансового розвитку, які не були досягнуті внаслідок диспропорцій у розвитку окремих складових інфраструктури.

Одним з найскладніших питань є саме виявлення диспропорцій у розвитку окремих складових інфраструктурного потенціалу фінансового ринку, які знижують ефективність забезпечення фінансовими ресурсами реального сектора економіки.

Головну роль на фінансовому ринку відіграють фінансові інститути, які направляють фінансові потоки від донорів до реципієнтів. Власне фінансовий ринок відрізняється від інших тим, що грошові ресурси залучаються через механізми випуску цінних паперів різних типів і термінів дії та синдікованих банківських позик<sup>105</sup>. Саме тому суб'єкти фінансового ринку, які здійснюють операції з обслуговування обігу цінних паперів, формують організаційну складову інфраструктурного потенціалу. Стан її розвитку можна оцінити на основі динаміки обсягів емітованих цінних паперів та торгівлі цінними паперами.

Не менш важливе значення у розвитку фінансового ринку та реалізації його інфраструктурного потенціалу відіграють договірні фінансові посередники, які акумулюють фінансові ресурси на різних умовах (страхові компанії, недержавні пенсійні фонди, банки, кредитні спілки тощо), а потім перерозподіляють їх між економічними агентами за допомогою різних фінансових інструментів. Такі учасники фінансового ринку формують функціональну складову інфраструктурного потенціалу, оскільки акумулювання фінансових ресурсів має функціональне призначення (накопичення з метою примноження або накопичення на конкретні цілі). Стан цієї складової інфраструктурного потенціалу можна оцінити на основі динаміки кількості фінансових посередників, обсягів фінансових послуг, приросту активів, а також фінансової глибини (частки обсягів запозичень, фінансових активів, капіталізації фондового ринку тощо).

Технологічний розвиток свідчить про зростаюче значення технологічної складової інфраструктури фінансового ринку. Саме технологічний розвиток дав можливість сформувати єдину фінансову мережу, провідними центрами якої є Лондон, Париж, Цюрих, Франкфурт-

---

<sup>105</sup> Молчанова Е. Ю. Сучасна структура світового фінансового ринку / Е. Молчанова, О. Паценко // Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право. – 2013. – № 3. – С. 188–195.

на-Майні (Європа), Нью-Йорк, Лос-Анджелес, Чикаго (США), Токіо, Сінгапур, Гонконг, Шанхай, Дубаї (Азія) тощо<sup>106</sup>. Глобалізація дає можливість отримати доступ до фінансових ресурсів не тільки на внутрішньому, але і на зовнішньому ринках. Інвестори також мають доступ не тільки до вітчизняного ринку, але й до зовнішніх, які можуть забезпечувати вищу норму прибутковості або нижчі ризики. Саме тому технологічна складова є важливим елементом інфраструктурного потенціалу. Стан її розвитку кількісно оцінити досить складно, непрямыми показниками можуть слугувати кількість фондових бірж та обсяги торгів на них.

Фінансовий ринок у сучасній економіці є найефективнішою формою обігу фінансових ресурсів, інтегруючи операції щодо випуску та обігу цінних паперів та їх похідних. Водночас головна риса сучасного фінансового ринку – високий рівень невизначеності, а отже, і високий рівень ризику. Зростання невизначеності щодо валютних курсів та курсів цінних паперів не єдина причина високого ризику. Ризик зростає і внаслідок шахрайства та фіктивних операцій, оскільки інформація, якою володіють учасники фінансового ринку, є далеко неповною та асиметричною. У цьому контексті важливого значення набуває інформаційна складова інфраструктурного потенціалу, оскільки саме публічність і відкритість інформації про стан розвитку фінансового ринку, фінансовий стан його учасників, а також їх відповідність встановленим критеріям дає можливість знизити рівень інформаційної невизначеності. Оцінити стан інформаційної складової інфраструктурного потенціалу можна за непрямыми ознаками (обсяг і своєчасність публічної інформації про стан розвитку фінансового ринку), а також за прямими – результативність діяльності наглядових органів (кількість проведених перевірок, виявлених порушень, застосованих санкцій тощо).

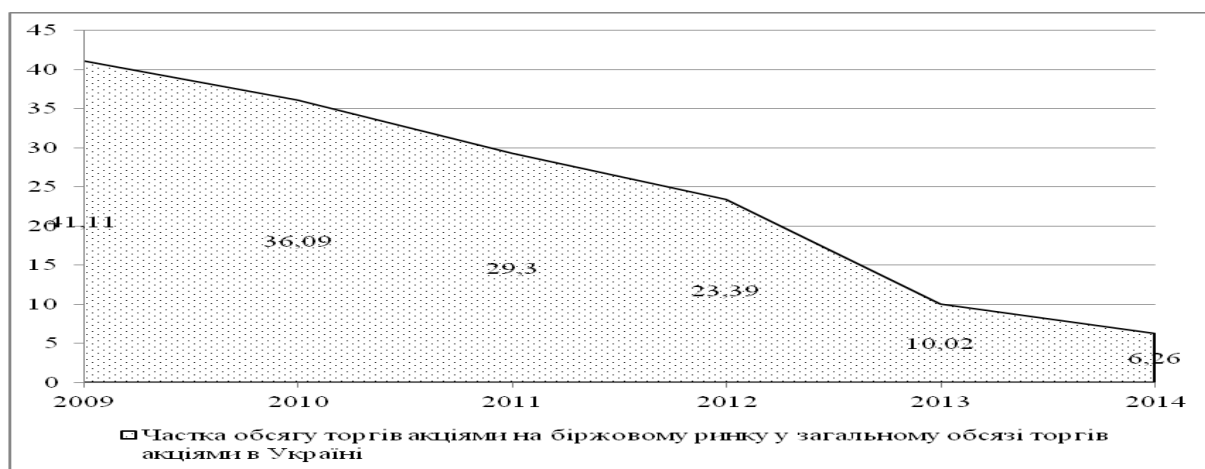
Кожна з перелічених складових інфраструктурного потенціалу фінансового ринку є важливою для оптимізації перерозподілу фінансових ресурсів між економічними агентами. Однак у даному випадку, зважаючи на особливе місце організаційної складової інфраструктурного потенціалу фінансового ринку, зупинимось на її розвитку більш детально.

---

<sup>106</sup> Международные финансовые центры и их роль в развитии мировой экономики: [аналитический обзор]. – М.: Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, 2012. – 444, [4] с.

## Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації

Як було зазначено, розвиток організаційної складової інфраструктурного потенціалу характеризується передусім обсягами торгів цінними паперами. В Україні динаміка торгів акціями та загальні обсяги торгів на ринку цінних паперів протягом 2009–2013 рр. свідчать про зменшення обсягів торгів акціями, що не може позитивно позначитися на формуванні фінансового забезпечення реального сектора економіки. У практиці країн з високим рівнем економічного розвитку акції залишаються одним із найзручніших та найдешевших способів залучення фінансових ресурсів для розвитку бізнесу. Тенденція, яка намітилася в Україні, свідчить про наявність нереалізованого потенціалу у сфері торгівлі акціями, однак причина полягає не стільки у відсутності інфраструктури для здійснення торгівлі, а скільки в особливостях природи акціонерної власності в Україні та нестабільності макроекономічної ситуації. Все це призвело до падіння частки обсягу торгів акціями на біржовому ринку (рис. 1.5).



**Рис. 1.5 Частка обсягу торгів акціями на біржовому ринку у загальному обсязі торгів акціями в Україні у 2009–2014 рр.**

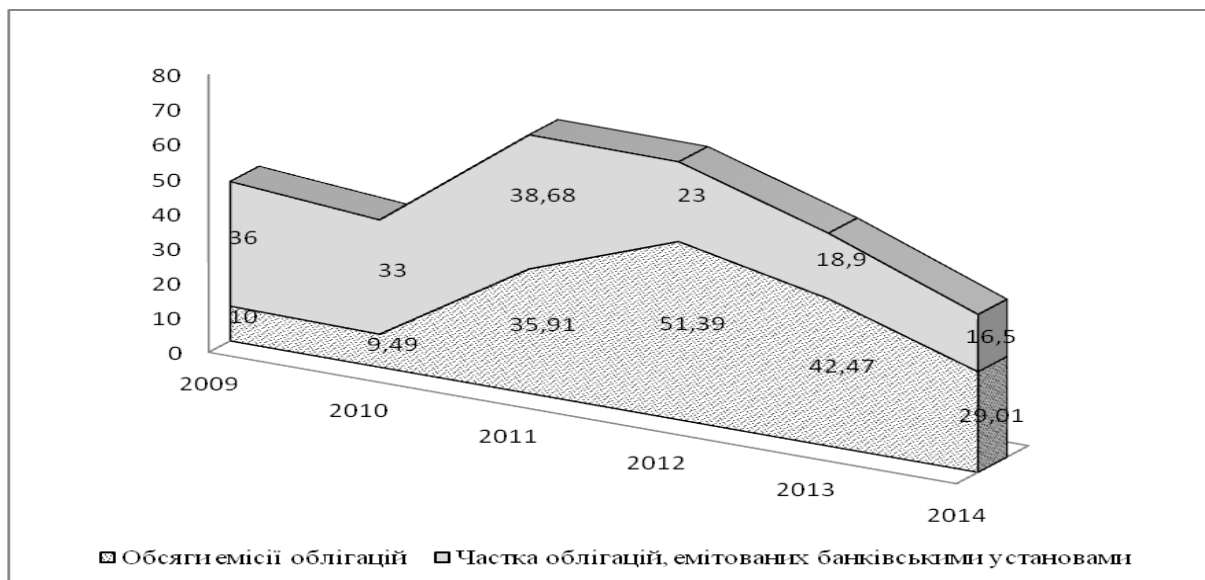
*Джерело: побудовано автором на основі річних звітів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2013–2014 рр.*

Як видно з діаграми, представленої на рис. 1.5, частка обсягу торгів акціями на біржовому ринку у загальному обсязі торгів акціями на ринку цінних паперів знизилася з 44,11 % у 2009 р. до 10,2 % у 2013 р. У 2014 р. частка акцій, які продавались на біржовому ринку, ще більше зменшилася і досягла рекордного мінімуму – 6,26 %. Таке падіння обумовлене не тільки падінням економіки, але і політичними

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

чинниками, зокрема військовими діями на Донбасі, де знаходилось багато потужних підприємств-емітентів, акції яких обертались на біржах. Економічні агенти купують акції або з метою отримання прибутку за рахунок гри на зміні курсу акцій, або з метою приросту капіталу, якщо очікується приріст вартості капіталу емітента у майбутньому. В Україні придбати акції з метою приросту капіталу досить складно, оскільки кількість таких акцій, які обертаються на ринку, вкрай невелика. Тенденція, яка спостерігається в Україні, обумовлена кількома причинами, зокрема тим, що акції великих емітентів, хоча юридично і знаходяться у власності багатьох осіб, фактично перебувають у власності кількох осіб, які не зацікавлені у їхньому продажу. Ще одна причина криється у тому, що більшість населення не уявляє, яким чином можна купити акції, як ними розпоряджатися у майбутньому, як оцінити потенційний прибуток від володіння акціями тощо. У цьому випадку нереалізований потенціал інформаційної складової є однією з причин стримування реалізації організаційної складової інфраструктурного потенціалу фінансового ринку, що обмежує доступ економічних агентів до фінансових ресурсів через ринок акцій.

Для економіки України другими за вагомістю можна вважати операції з облігаціями (рис. 1.6).



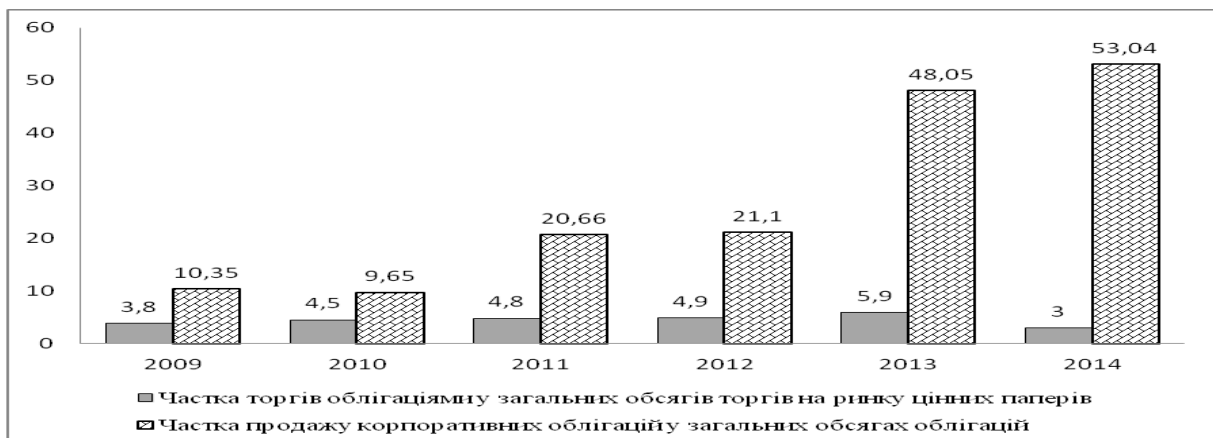
**Рис. 1.6.** Динаміка обсягу випусків облігацій у 2009–2014 рр. в Україні, млрд грн та частка облігацій, емітованих банками, у загальному випуску облігацій (%)

*Джерело: побудовано автором на основі річних звітів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2013–2014 рр.*

## Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації

Як видно з діаграми, представленої на рис.1.6, обсяги випусків облігацій суттєво зросли у 2011–2012 рр. Цей інструмент залучення позик є дешевшим, порівняно з банківськими кредитами, тому зростання обсягу випусків облігацій є позитивною тенденцією. У 2013–2014 рр. обсяги емісії облігацій суттєво зменшились, у 2014 р. вони зменшились майже вдвічі, порівняно з 2012 р. Слід зазначити, що у 2009–2011 рр. третина корпоративних облігацій емітувалась банківськими установами, що було пов'язано з активним розвитком банківського сектора, а також з активною участю банків у схемах фінансування житлового будівництва. У 2013–2014 рр. застосування таких схем втратило актуальність через відміну частини преференцій, а також поширення практики заснування банками дружніх компаній – не банківських установ. У 2014 р. зменшення частки емісії облігацій банківськими установами зменшилось і внаслідок посилення регуляторних заходів з боку НБУ та Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку з метою попередження випадків випуску облігацій для покриття збитків банківських установ.

Слід зазначити, що навіть у періоди зростання обсягів емісії облігацій, частка операцій з купівлі-продажу облігацій у загальному обсягу торгів на ринку цінних паперів була дуже малою (рис. 1.7).



**Рис. 1.7. Динаміка обсягів торгів на ринку цінних паперів та торгів облігаціями в Україні у 2009–2013 рр.**

*Джерело: побудовано автором на основі річного звіту Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2013–2014 рр.*

Як видно з діаграм, представлених на рис. 1.7, обсяги торгів облігаціями, порівняно із обсягами торгів на ринку цінних паперів, протягом досліджуваного періоду практично не змінюються, незначне

зростання спостерігається у 2011–2013 рр. 2014 р. Обсяги торгів облигаціями, порівняно з 2013 р., зменшилися майже вдвічі. На наш погляд, причинами такої тенденції є не відсутність попиту на облигації, що є вже наслідком, а недостатній розвиток інформаційної складової інфраструктурного потенціалу фінансового ринку. Відсутність повної й достовірної інформації про емітентів перешкоджає зростанню довіри до цінних паперів з боку потенційних покупців. Однак, незважаючи на в цілому негативні тенденції в економіці України, у 2013–2014 р. частка корпоративних облигацій у загальних обсягах торгівлі облигаціями зростала більше ніж удвічі. Цей позитивний тренд свідчить про наявність можливостей розвитку ринку цінних паперів, у тому числі за рахунок інфраструктурної складової фінансового ринку.

Таким чином, однією з головних причин гальмування максимальної реалізації інфраструктурного потенціалу фінансового ринку в Україні є не лише макроекономічні проблеми, але і недостатній рівень розвитку його інформаційної складової. Склалася ситуація, коли через неповноту та асиметричність інформації економічні агенти не довіряють ринку акцій та облигацій, внаслідок чого доступ економічних агентів до тимчасово вільних фінансових ресурсів суттєво обмежується. Ключ до подолання такої проблеми полягає у всебічній інформаційній підтримці потенційних покупців цінних паперів, причому цінність має не тільки загальна інформація про емітента, але й усебічна інформація про торговців цінними паперами. Саме подолання інформаційного вакууму стане одним із перших кроків до зростання довіри до фінансового ринку та реалізації його інфраструктурного потенціалу.

## **1.5. Монетарні умови функціонування фінансового ринку**

Фінансовий ринок як невід’ємна складова фінансової системи перебуває під впливом монетарних процесів.<sup>107</sup> Пряма підпорядкованість окремих сегментів фінансового ринку, зокрема валютного і кредитного

---

<sup>107</sup> Квасницька Р. С. Фінансовий ринок: сутність та об’єкти купівлі-продажу [Електронний ресурс] / Р. С. Квасницька // Вісник Бердянського університету менеджменту і бізнесу. – 2011. – № 3 (15). – Режим доступу: <http://old.bumib.edu.ua/sites/default/files/visnyk/27-3-15-2011.pdf>



## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

---

ринків, ринку цінних паперів та фінансових послуг, Національному банку України визначає важливість впливу монетарних умов для його функціонування.

При цьому до монетарних умов функціонування фінансового ринку слід віднести обсяги і структуру грошової маси в обігу, рівень процентних ставок, валютного курсу та цін, динаміку кредитів та депозитів, спрямованість монетарної політики НБУ. Так, при зростанні обсягів грошової маси в обігу, якщо НБУ проводить стимулюючу (експансіоністську політику), відбувається зниження процентних ставок та зростання попиту на грошові ресурси. На валютному ринку така політика зумовить зростання попиту на іноземну валюту та падіння курсу, на фондовому ринку – підвищення прибутковості інвестицій у цінні папери та попиту на них. Натомість стиснення грошової маси і підвищення процентних ставок (рестрикційна політика) веде до підвищення процентних ставок, знижує привабливість інвестицій в цінні папери, підвищує курс національної валюти. Отже, коливання в обсягах грошової маси позначається на кон'юктурі усіх сегментів фінансового ринку та зумовлює перерозподіл фінансових ресурсів поміж ними.

Потужно впливає на стан фінансового ринку і коригування вартісних характеристик національної грошової одиниці (валютного курсу, процентних ставок), якщо монетарний режим дозволяє центральному банку їх адміністративно змінювати. Безпосередньо позначаються на кон'юктурі валютного і грошово-кредитного ринків зміни валютного курсу та процентних ставок.

Структура грошової маси в обігу змінюється залежно від інструментів монетарного регулювання центрального банку (застосування рефінансування та резервних вимог). Чим більша частка високоліквідних активів, що проявляється в обсягу готівки в обігу, тим активніше гроші шукають свого застосування, спрямовуючись на валютний ринок (кошти населення), або на ринок цінних паперів (попит на державні цінні папери), що викликає штучне піднесення певного сегмента фінансового ринку, відтягуючи кошти з інших його сегментів.

«Перегрів» або розбалансування того або іншого сегмента фінансового ринку одразу «відтягує» певну частину грошей, порушуючи пропорції грошового обороту. З іншого боку, у процесі грошового обігу складаються вартісні характеристики національної грошової

одиниці (процентні ставки, валютний курс, ціни), що суттєво впливають на кон'юнктуру відповідних сегментів фінансового ринку).

Коригування монетарних умов функціонування фінансового ринку здійснюється шляхом реалізації грошово-кредитної політики. Центральний банк використовує інструменти монетарної політики для стабілізації національної економіки, зокрема для досягнення таких цілей, як економічне зростання, високий рівень зайнятості, стабільний рівень цін, стабільність на фінансових ринках, стабільність процентних ставок, стабільний курс національної валюти<sup>108, 109, 110</sup>.

Зміна емісійної політики центрального банку, що проявляється в стисненні (розширенні) грошової маси автоматично веде до зміни попиту (пропозиції) на всіх сегментах фінансового ринку, а цілеспрямоване коригування центральним банком вартісних характеристик грошової одиниці (процентних ставок, валютного курсу) безпосередньо позначається на стані фінансового ринку. Таким чином, для збалансованого функціонування фінансового ринку монетарні умови щодо зміни обсягів грошової маси в обігу, її структури, рівня валютного курсу та процентних ставок, темпів інфляції мають важливе значення.

До інструментів опосередкованого впливу центрального банку на грошовий сегмент фінансового ринку належать: операції на відкритому ринку, регулювання норми обов'язкових резервів, процентна політика, рефінансування комерційних банків, регулювання курсу національної валюти<sup>111</sup>.

Випуск коштів в обіг здійснюється через валютний, фондовий та кредитний канали і забезпечується отриманням НБУ еквівалентного обсягу іноземної валюти або ліквідних фінансових інструментів,

---

<sup>108</sup> Габбард Р. Г. Гроші, фінансова система та економіка: підручник / Р. Г. Габбард; пер. з англ.: наук. ред. пер. М. Савлук, Д. Олесевич. – К.: КНЕУ, 2004. – С. 574.

<sup>109</sup> Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Ф. С. Мишкін; пер. з англ. С. Панчишин, А. Стасишин, Г. Стеблій. – К.: Основи, 1998. – С. 529.

<sup>110</sup> Панчишин С. Макроекономіка: навч. посібник / С. Панчишин. – Вид. 2-ге, стереотипне. – К.: Либідь, 2002. – С. 385.

<sup>111</sup> Гроші та кредит: підручник. / М. І. Савлук, А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна та ін.; за заг. ред. М. І. Савлука. – 3-тє вид., перероб. і доп. – К.: КНЕУ, 2002. – С. 187.

## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

---

завдяки чому за потреби через ці ж канали відбувається стиснення грошової маси. Тобто частина емітованих коштів вилучається НБУ через проведення мобілізаційних операцій у процесі регулювання грошово-кредитного ринку, частина – акумулюється на рахунках Уряду в НБУ. Той обсяг коштів, який є реально доступним для обслуговування економічного обороту, знаходить відображення в показнику монетарної бази (базових грошей), що включає кошти в гривні, які містяться на кореспондентських рахунках банків в НБУ, а також готівкові кошти як в касах банків, так і в позабанківському обігу.

Вважається, що операції на відкритому ринку – найбільш важливий інструмент з точки зору регулювання пропозиції грошей. Суть цього інструменту полягає в купівлі-продажу центральним банком державних цінних паперів (облігацій) у населення, фірм, комерційних банків або продаж їм цих паперів з метою вплинути на величину та структуру резервів комерційних банків, а відтак і на пропозицію грошей<sup>112</sup>. У тому числі ОВДП впливають одразу на грошово-кредитний та фондовий ринки.

Пріоритетність використання певних операцій на відкритому ринку у світовій практиці залежить від того, до якого типу належить фінансова система відповідної держави (орієнтованої на фондовий ринок чи банкоцентричної), стану фінансового ринку та економіки в цілому. У країнах, фінансові системи яких орієнтовані на фондовий ринок, грошово-кредитне регулювання центральними банками здійснюється, в основному, шляхом проведення прямих операцій з купівлі-продажу державних цінних паперів. Центральні банки країн з банкоцентричною фінансовою системою пропозицію грошей регулюють, переважно, шляхом проведення операцій рефінансування банків, забезпеченням за якими можуть виступати як державні, так і корпоративні цінні папери. Перелік зазначених цінних паперів визначається, як правило, центральними банками залежно від зміни рівня їх якості та ліквідності.

Не менш важливим інструментом впливу центрального банку, що має вплив на стан фінансового ринку, є коригування облікової ставки. Облікова ставка – процентна ставка, за якою центральний

---

<sup>112</sup> Формування монетарної економіки і монетарної політики Національного банку України в контексті розвитку світової економічної теорії: монографія / [Т. С. Смовженко та ін.]; за наук. ред. Т. С. Смовженко, Г. Я. Стеблій. – К.: УБС НБУ, 2010. – 271 с.

банк країни надає позики комерційним банкам<sup>113</sup>. Якщо центральний банк прагне збільшити кількість грошей, він зменшує розмір облікової ставки, заохочуючи тим самим комерційні банки брати в нього кредити. І навпаки, якщо, на думку центрального банку, грошей в обігу забагато, він збільшує облікову ставку і таким чином зменшує попит на кредити. У такому разі відбувається зменшення кількості грошей в обігу, бо комерційні банки продовжують віддавати раніше позичені в центрального банку кошти<sup>114</sup>. Залежно від зміни облікової ставки, обсягу грошової маси та процентів за цінними паперами змінюється попит-пропозиція на фондовому ринку, грошово-кредитному, валютному сегментах фінансового ринку, активізуються (гальмуються) процеси купівлі-продажу цінних паперів та грошових ресурсів.

Динаміка облікової ставки в Україні змінювалася відповідно до тенденцій загального розвитку економіки країни. Так, з 2010 по 2013 роки спостерігається незначна динаміка зміни облікової ставки. Її значення було в межах від 7,75 % до 6,5 %. Нестабільність 2014 року, яка суттєво розбалансувала валютний ринок, призвела до необхідності застосування Національним банком України з квітня 2014 року підвищення облікової ставки з 14 % до максимального значення 30 % у березні 2015 року<sup>115</sup>.

Подібні рішення Національного банку України щодо зміни процентних ставок слідували за негативними тенденціями ринку грошово-кредитних ресурсів та відображали збільшення ставок на фінансовому ринку. Зміни облікової ставки слугували швидше інформаційним сигналом про наміри НБУ, ніж мали реальний вплив. Збільшення рівня облікової ставки зумовлює збільшення загального рівня ставок на міжбанківському грошово-кредитному ринку, знижує прибутковість державних цінних паперів на фондовому ринку, веде до збільшення рівня

---

<sup>113</sup> Манків Н. Г. Макроекономіка / Н. Г. Манків; пер. з англ.. – К.: Основи, 2000. – 588 с.

<sup>114</sup> Гроші та кредит: підручник / М. І. Савлук, А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна та ін.: за заг. ред. М. І. Савлука. – 3-тє вид., перероб. і доп. – К.: КНЕУ, 2002. – 598 с.

<sup>115</sup><sup>115</sup> Москалюк Н. П. Монетарні важелі стабілізації валютного курсу в Україні [Електронний ресурс] / Москалюк Н. П. // Ефективна економіка. – 2015. – № 11. – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=4549>

**Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

ставок за кредитами та депозитами. Це негативно позначається на ліквідності банківської системи і активності фінансового ринку<sup>116</sup>.

Таблиця 1.11

**Динаміка зміни облікової ставки НБУ в 2010–2015 рр.**

	Дати введення змін НБУ облікової ставки НБУ	Облікова ставка НБУ у %	Середньозважена відсоткова ставка на міжбанку, % (на 30.12)
<b>2010</b>	з 08.06	9,5	9,6
	з 08.07	8,5	
	з 10.08	7,75	
<b>2012</b>	з 23.03	7,5	12,6
	з 10.06	7,0	
<b>2013</b>	з 13.08	6,5	22,7
<b>2014</b>	з 15.04	9,5	21,0
	з 17.07	12,5	
	з 13.11	14	
<b>2015</b>	з 06.02	19,5	18,5
	з 04.03	30	
	з 28.08	27	
	з 25.09	22	
	з 30.10	22	

*Джерело: складено за даними НБУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=53647](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=53647)*

Важливим інструментом впливу на монетарні умови функціонування фінансового ринку є коригування обов'язкових резервних вимог. Це один із монетарних інструментів, що використовується центральними банками для регулювання обсягів грошової маси в обігу та управління грошово-кредитним ринком. У вузькому значенні під обов'язковими резервами розуміють активи банку, які використовуються для забезпечення його гарантованої ліквідності<sup>117</sup>. Вперше обов'язкові резервні вимоги були застосовані в США у 1913 р. з метою формування

<sup>116</sup> Serdiuk L. V., Vorotnikova A. V. ROLE OF SAVINGS IN THE FORMATION OF BANK RESOURCES AND PROBLEMS OF FORMATION OF RESOURCE BASE OF BANKS IN UKRAINE. «Young Scientist» • № 1 (16) January, 2015. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://molodyvcheny.in.ua/files/journal/2015/1/67.pdf>

<sup>117</sup> Бычков В. П. О банковских резервах / В. П. Бычков, В. П. Бердышев // Банковское дело. – 2003. – № 4. – С. 22.

страхового фонду для гарантованої виплати депозитів. Згодом цей інструмент почали використовувати в інших країнах, зокрема в Німеччині (1948 р.), Великій Британії (1961 р.), у Франції (1979 р.)<sup>118</sup>.

У міру розвитку ринкових процесів у трансформаційних економіках спостерігається тенденція зниження ефективності регуляторного впливу обов'язкового резервування на фінансовий ринок, що пов'язано з об'єктивними та суб'єктивними факторами. До об'єктивних факторів відносять: посилення інтеграції зі світовими фінансовими ринками завдяки динамічному розвитку внутрішніх ринків капіталу і поступовій лібералізації валютних обмежень; переорієнтація банків з традиційних кредитних на інші сегменти фінансового ринку через розширення можливостей фондового інвестування і посилення ролі фінансових ринків у процесах перерозподілу капіталу; посилення ролі надлишкової банківської ліквідності через зростання грошової бази, зумовленої припливом капіталу з-за кордону, на фоні обмеженого зростання грошової маси. До суб'єктивних – вплив політики зближення з Євросоюзом на організацію системи інструментів грошово-кредитної політики банків перехідних економік<sup>119</sup>.

В Україні коригування обов'язкових резервних вимог є адміністративним інструментом. На прикладі цього основні складові (нормативи, покриття, умови утримання тощо) часто змінюються, а диференціація нормативів резервування – занадто складна. Механізм усереднення % є недостатньо ринковим, правова база, яка визначає засади його використання, – недостатньо досконала, офіційна статистика щодо інструменту – невичерпна.<sup>120</sup>

Наявність в Україні ряду хронічних дисбалансів у монетарній сфері обумовлюють те, що інструменти НБУ щодо коригування монетарних умов є недостатньо ефективними та не сприяють збалансованому розвитку фінансового ринку:

– недосконала структура каналів емісійного механізму;

---

<sup>118</sup> Адамик Б. Національний банк і грошово-кредитна політика: навч. посіб. / Б. Адамик. – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. – С.119.

<sup>119</sup> Шаринська О. Є. Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу. <http://dspace.uabs.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/4072/1/2005-12.pdf>

<sup>120</sup> Сомик А. В. Удосконалення обов'язкових резервних вимог як інструменту грошово-кредитної політики Національного банку України [Електронний ресурс] / А. В. Сомик // Державне управління: удосконалення та розвиток. – 2014. – № 10. – Режим доступу: <http://www.dy.nayka.com.ua/?op=1&z=764>

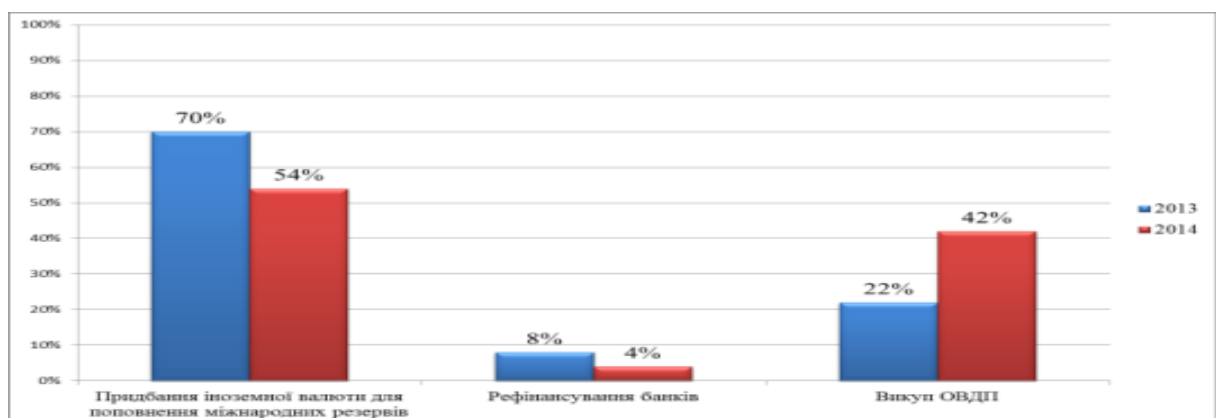
## Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації

- високий рівень доларизації;
- «розриви» у валютній і терміновій структурі кредитів і депозитів;
- невідповідність у темпах приросту грошової маси, капіталу, банківських активів і пасивів.

Розглянемо ці дисбаланси більш детально.

Загалом процедура емісії грошей в Україні суворо регламентована. Вона відбувається виключно в безготівковій формі шляхом зарахування відповідної суми коштів на кореспондентські рахунки українських банків у НБУ. Коли ж гроші вилучаються з обігу, то відповідна сума, навпаки, списується з цих рахунків. Готівкові гроші випускаються (вилучаються) в обіг виключно в обмін на безготівкові і на загальний обсяг грошей в обігу операції перетворення безготівкових коштів у готівкові (і навпаки) не впливають<sup>121</sup>.

У 2013–2014 рр. головним каналом емісії гривні був валютний канал, проте в період переходу до режиму вільноплаваючого курсу на межі 2013–2014 рр. емісія повинна була б здійснюватися каналом рефінансування, щоб знаходити відповідну реакцію фінансового ринку на процентні таргети, а отже, досягнення операційної цілі. Наразі найбільшу частину в емісії мали канали РЕПО-операцій на фондовому ринку (42 % у 2014 році), що пов'язано з підтримкою Національним банком розміщення цінних паперів державної позики, та валютний канал (рис.1.8).



**Рис. 1.8. Структура грошової емісії НБУ у 2013–2014 рр.**

*Джерело: побудовано автором на основі даних НБУ.*

<sup>121</sup>Додаткова інформація щодо емісії грошей в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=78708>

Як бачимо з рис. 1.8, значення фондового каналу для безготівкової емісії зростає, що посилює залежність кон'юктури фінансового ринку від монетарної сфери. Проте фондовий ринок країни залишається надзвичайно закритим: приблизно 90 % усіх операцій на ньому здійснюються в так званому приватному режимі; дефіцит цінних паперів, що вільно обертаються на ринку, та операцій з ними перешкоджають встановленню об'єктивної вартості та доходності вітчизняних цінних паперів.

Вищезазначене унеможлиблює активне використання цінних паперів як інструменту ліквідної застави, звужуючи можливості Національного банку України надавати рефінансування банкам та здійснювати операції на відкритому ринку. У свою чергу, це послаблює чутливість грошової маси та реальної економіки до змін відсоткових ставок. У результаті вітчизняний фінансовий ринок неспроможний забезпечити передачу імпульсів від короткострокових ставок до довгострокових та від останніх – до широкого спектра економічних та фінансових показників розвитку економіки. Це дозволяє стверджувати про важливість фінансового ринку для реалізації монетарної політики у забезпеченні адекватної реакції реального сектора економіки на монетарні рішення та ефективність дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики щодо досягнення визначених цілей.

Вкрай негативно позначається на функціонуванні фінансового ринку високий рівень доларизації. Розвиток процесів доларизації в Україні загалом відповідає традиційній схемі, сформованій в умовах переходу від гіперінфляційної економіки до економіки, що інтегрується у глобальний фінансовий простір, тобто за принципом – від доларизації активів до доларизації пасивів. Так, гіперінфляційний досвід України перших років незалежності породили фундаментальний зсув у бік підтримання заощаджень в іноземній валюті<sup>122</sup>.

Інтеграція вітчизняного фінансового сектора у глобальний фінансовий простір зумовила поступовий перехід від доларизації активів до доларизації пасивів. У першу чергу, на це вплинула проблема практичної

---

<sup>122</sup> Козюк В. В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності: монографія / В. В. Козюк. – Т.: ТНЕУ, 2009. – 727 с.



**Розділ 1. Методологія та передумови ефективності  
функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

неможливості запозичувати у національній валюті на тривалий строк та під низькі проценти<sup>123</sup>.

Величину доларизації демонструє питома вага депозитів в іноземній валюті у загальному обсязі депозитів та грошової маси, частка іноземної валюти в грошовій масі (табл. 1.12).

Таблиця 1.12

**Рівень доларизації у 2006–2014 рр.**

Показники	Роки								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Рівень доларизації за методикою МВФ (депозити/М2), %	27,3	23,4	30,8	31,7	29,1	30,3	32,1	27,0	35,2
Фінансова доларизація, % депозитів в іноземній валюті	38,09	32,26	43,89	48,32	42,03	43,00	43,7	36,8	43,4
Питома вага грошової маси в іноземній валюті у МЗ, %	27,0	22,8	30,6	31,6	29,1	30,4	32,1	27,1	32,0

*Джерело:* розраховано на основі даних Статистичного бюлетня НБУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=57897](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=57897)

Дані таблиці 1.12 демонструють суттєве зростання рівня доларизації в Україні у 2008–2009 рр. – з 32,26 до 48,32 % та з 30,8 до 31,7 % відповідно, у 2014 р. – до 43,4 та 35,2 %, що супроводжувалося масовим зняттям депозитів та зростанням обсягу готівки в обігу (таблиця 1.11). У 2010–2013 рр. рівень фінансової доларизації знижувався, що пов'язано як з політикою дедоларизації НБУ та запровадженням ряду валютних обмежень. Проте питома вага грошової маси в іноземній валюті фактично не змінюються через високу недовіру населення до гривні і банківської системи, що спонукає його нагромаджувати готівкову валюту.

<sup>123</sup>Суторміна А. М. Вплив валютного регулювання на економічний розвиток країни / А. М. Суторміна // Збірник тез та текстів виступів на міжнародній науково-практичній конференції [«Фінансування інноваційного розвитку України: стан, проблеми та перспективи»], (листопад 2013 р.). – Київ: КНЕУ, 2013. – С. 402–405.

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

Зростання рівня доларизації та готівки в обігу поза банками є чинниками ускладнення регулювання фінансового ринку, тому що НБУ практично не може впливати на такі складові грошової маси, як іноземна валюта й готівка поза банками, а відтак – скоригувати стан валютного ринку. Як правильно підмітив А. Сомик, гривнева готівка, що знаходиться в обігу поза банками, в будь-який момент часу може бути спрямована на валютний ринок та спричинити девальвацію або на споживчий ринок і зумовити інфляцію<sup>124</sup>. У підсумку збільшення готівки в обігу веде до суттєвого розбалансування фінансового ринку. Зниження питомої ваги готівки в обігу у 2014–2015 рр. адекватно до темпів зниження монетарної бази, з одного боку, є ознакою покращання структури грошової маси та підвищення її регульованості; з іншого – демонструє процеси «втечі» населення від грошей.

Таблиця 1.13

### Питома вага готівки в грошовій масі у 2006–2014 рр.

Показники	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
М0, млн грн	75,0	111,1	154,8	157,0	183,0	192,7	203,2	237,8	282,9
МЗ, млн грн	261,1	396,2	515,7	487,3	597,9	685,5	773,2	909,1	956,7
Частка готів- ки, М0/МЗ, %	28,72	28,04	30,02	32,22	30,61	28,11	26,28	26,16	29,57

Джерело: розраховано за статистичними даними НБУ.

Високий рівень доларизації депозитів і готівкового грошового обігу зумовлює тісний зв'язок стану грошово-кредитного і валютного сегментів фінансового ринку України і є одним з каналів поширення ризиків між його сегментами. За цих умов заходи НБУ щодо регулювання

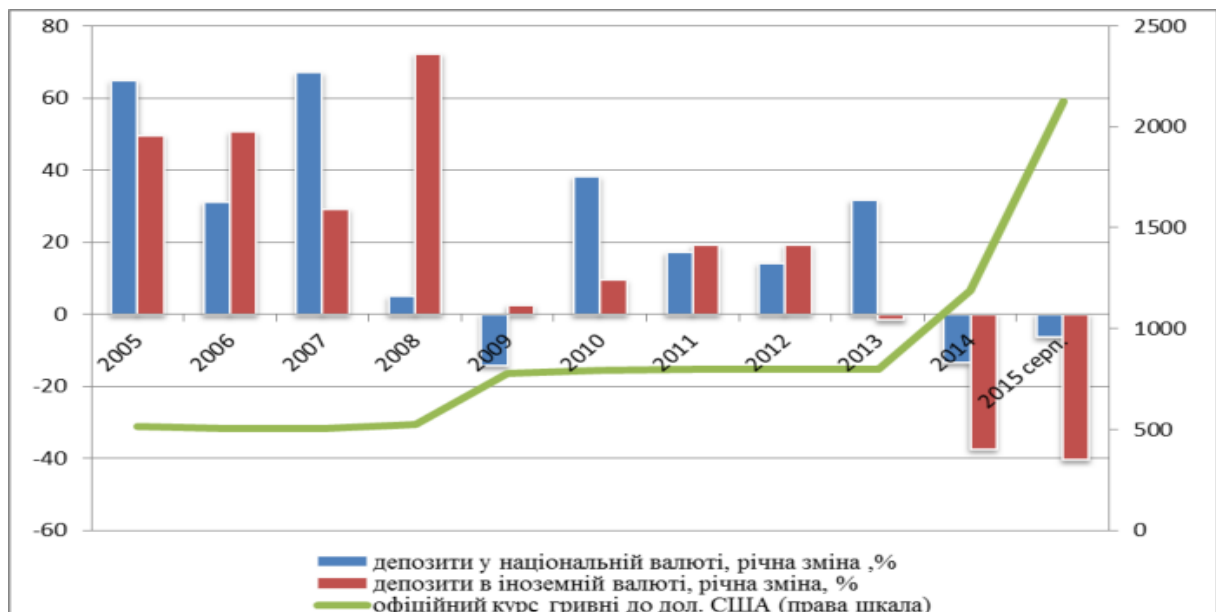
<sup>124</sup> Сомик А. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в період кризи: канали цін активів, обмінного курсу та очікувань суб'єктів ринку / А. Сомик // Вісник НБУ. – 2010. – № 10. – С. 21–27.

## Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації

процентних ставок і кількості грошей у обігу шляхом проведення мобілізаційних операцій та операцій рефінансування сприяють підтриманню стабільності фінансового ринку.

Важливою умовою функціонування фінансового ринку є валютно-курсова стабілізація. У 2005–2014 рр. спостерігається значне зростання депозитів банківської системи як у національній, так і в іноземній валюті. Так, 2014 року обсяг депозитів, залучених у національній валюті, збільшився на 400 % порівняно з 2005 роком. Проте протягом 2014 року спостерігався значний вплив депозитів з банківської системи України. Від рівня доларизації залежить стан кредитно-депозитного ринку. Загальний обсяг депозитів на кінець жовтня 2014 року зменшився, порівняно з 2013 роком, на 33,128 млрд гривень, або на 4,9 %. При цьому обсяги зменшення депозитів у національній та іноземній валютах були різними. Якщо депозити у національній валюті за січень – жовтень 2014 року зменшилися на 12,9 %, то депозити в іноземній валюті за той самий період – на 31,8 %.

Протягом усього 2014 року зменшення депозитів становило 13,6 % (57,4 млрд грн), склавши 364,5 млрд грн станом на 01.01.2015. Обсяг депозитів, залучених в іноземній валюті, за цей же період зменшився на 37 % у 2014 році (11,4 млрд дол. США в еквіваленті) до 19,4 млрд дол. США станом на 01.01.2015 (рис. 1.9). Тобто нестабільність курсу гривні руйнувала кредитно-депозитний ринок.

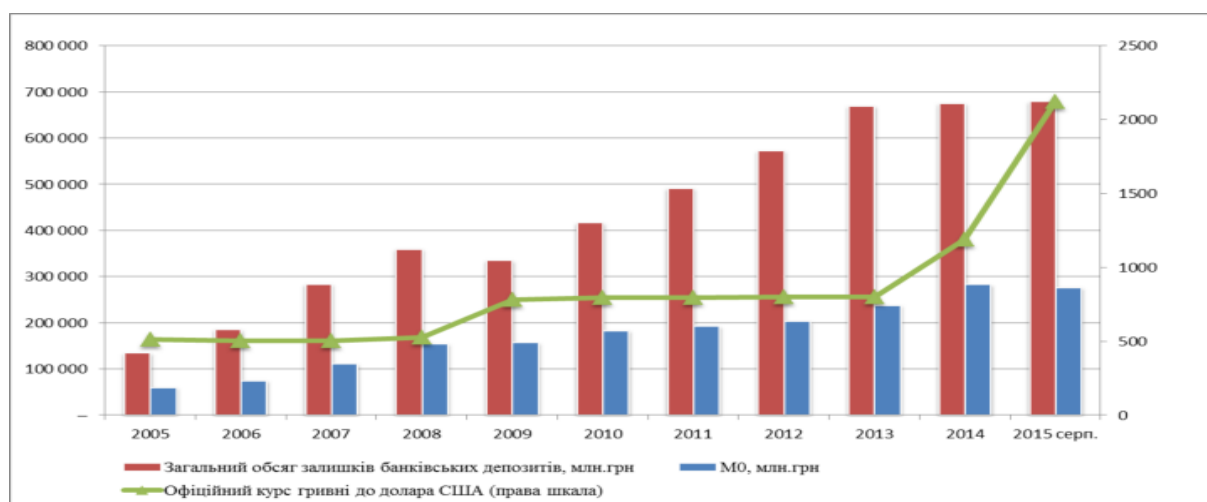


**Рис. 1.9. Зміна залишків банківських депозитів у річному обчисленні у розрізі валюти, %**

*Джерело: побудовано автором на основі даних НБУ.*

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

Коливання обсягу депозитів в українських банках супроводжувалося відповідними змінами обсягів готівки поза банками, що суттєво збільшились в аналізованому 2014 році порівняно з 2005 роком (рис. 1.9). Порівнюючи щорічні прирости готівкової гривні, іноземної валюти поза банками і сальдо купівлі (продажу) іноземної валюти населенням, видно, що упродовж періоду 2006–2012 рр. іноземна готівкова валюта зростала за обсягами швидше, ніж гривня. Так, упродовж 1995–2013 рр. в Україну ввезено 88,7 млрд дол. США. Стрибки валютного курсу та намагання НБУ стабілізувати грошово-кредитну сферу за рахунок підвищення відсоткової ставки негативно вплинули на кредитний ринок. Адже динаміка кредитів банків України формувалась під впливом зменшення депозитної бази банків та коливань курсу національної валюти.

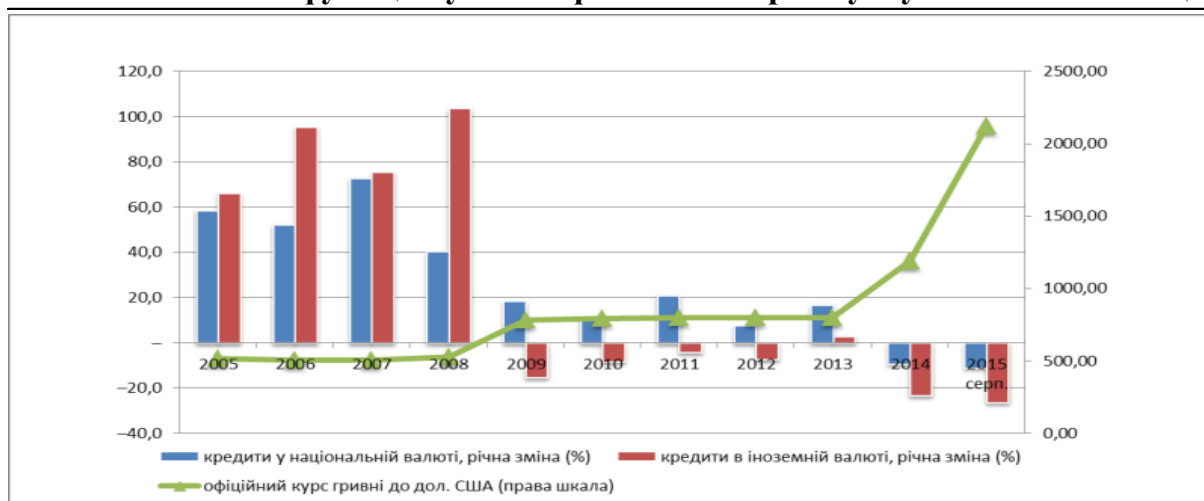


**Рис. 1.10. Динаміка загального обсягу залишку банківських депозитів та обсягу готівки поза банками**

*Джерело: побудовано автором на основі даних НБУ.*

Девальвація гривні призвела до зменшення кредитного портфеля та зниження його якості. Рисунок 1.11 демонструє зменшення залишків за кредитами в іноземній валюті. Падіння кредитів позбавляє фінансування реальний сектор економіки, що підриває основи функціонування фінансового ринку.

## Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації



**Рис. 1.11. Зміна у річному обчисленні кредитів наданих депозитними корпораціями, %**

*Джерело: побудовано автором на основі даних НБУ.*

Таким чином, для стабілізації розвитку фінансового ринку в Україні необхідно покращити монетарні умови, насамперед щодо забезпечення валютної стабілізації:

- підвищити довіру населення до національної валюти;
- ефективно застосовувати валютні інтервенції для згладжування пікових коливань обмінного курсу;
- вдосконалити розвиток інструментів страхування валютних ризиків (зокрема, через законодавче врегулювання ринку деривативів);
- підвищити ефективність застосування кредитного каналу емісії і операцій на відкритому ринку як основних засобів регулювання ліквідності банківської системи для забезпечення валютної і цінової стабільності;
- покращити важелі валютного регулювання потоків капіталу для зменшення дефіциту платіжного балансу і стимулювання припливу прямих іноземних інвестицій;
- вдосконалити інструменти регулювання банківської ліквідності.

Ефективна реалізація цих заходів забезпечить сприятливі монетарні умови розвитку фінансового ринку.

## 1.6. Роль міжнародних фінансових організацій, їх норм та принципів для розвитку фінансового ринку

Особливе місце у забезпеченні ефективного функціонування фінансового ринку України займають міжнародні фінансові організації. При цьому роль таких організацій є достатньо різноплановою. Безумовно, першочергового значення набуває інвестиційна діяльність, пошук та залучення надійних інвесторів, які б розміщували свої інвестиції на довгострокові терміни, забезпечуючи цим стабільний розвиток економіки.

Серед сучасних міжнародних фінансових організацій, що впливають на вітчизняну інвестиційну політику, особливу вагу мають Міжнародний валютний фонд та Світовий банк.

Вплив МВФ на інвестиційну політику України можна вважати таким, що реалізується через вплив на її інвестиційне середовище. Отримуючи позики МВФ, Україна бере на себе зобов'язання з реформування економіки, що впливає на її інвестиційну політику. Найрадикальніші критики МВФ вбачають в умовах надання кредиту шкідливе втручання в економіку держави. Представники Фонду пояснюють свої рішення намаганням стабілізувати макроекономічну ситуацію, не допустити зростання інфляції та бюджетного дефіциту, а також погіршення платіжного балансу.

Розглянемо деякі умови й рекомендації МВФ із точки зору побічних ефектів. Наприклад, він виступає проти податкових канікул для малого бізнесу та вимагає зменшення податку на прибуток. Керівництво Фонду стривожене зростанням зовнішнього й внутрішнього боргу нашої держави та зниженням її платоспроможності<sup>125</sup>. Така позиція МВФ знайшла своє відображення в проекті нового Податкового кодексу, що став найбільш дискусійним документом за останні роки.

Утримання дефіциту державного бюджету на рівні, не вищому за 4 % ВВП – ще одна вимога МВФ. На думку експертів Світового банку, така цифра є недосяжною без істотного скорочення державних видатків. А цей крок неможливо зробити, не зменшивши соціальні видатки, що призведе до невдоволення населення діями уряду та

---

<sup>125</sup> Україна могла б відмовитися від позики МВФ, щоб заохотити інвесторів // [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://razumkov.org.ua/ukr/expert.php?news\\_id=2416&direct=](http://razumkov.org.ua/ukr/expert.php?news_id=2416&direct=)

## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

---

напруження політичної й соціально-економічної ситуації. Натомість фахівці Фонду пропонують запровадити адресну допомогу найуразливішим верствам населення та обмежити збільшення зарплат і пенсій, щоб воно не перевищувало рівень інфляції.

Встановлення жорстких мінімальних лімітів золотовалютних резервів Національного банку України та обсягів валютних інтервенцій – ця важлива умова МВФ націлена на те, щоб НБУ не витрачав резерви на підтримку курсу гривні, оскільки це може призвести до зниження фінансової стабільності держави та валютних спекуляцій банків виділеними коштами<sup>126</sup>.

Ще однією опосередкованою можливістю впливати на інвестиційну політику України можна вважати рейтингування, яке проводить МВФ. Вплив Фонду при цьому зрозумілий: чим вищий рейтинг країни в МВФ, тим привабливішою вона є для іноземних інвесторів.

Рейтингування безпосередньо впливає на розвиток ринку фінансових інструментів та на поточну ситуацію на ньому, стимулюючи як прямі інвестиції, так і залучення капіталу через фінансовий ринок.

Щодо прямих іноземних інвестицій, МВФ нещодавно проводив дослідження ролі ПІІ в економічному розвитку країн світу «Прямі іноземні інвестиції, фінансові ринки й економічний розвиток», результати були дещо несподіваними й далекими від загальновідомого і звичного твердження про те, що іноземні інвестиції сприяють підвищенню продуктивності, передачі високих технологій та, як результат, загальному зростанню економіки. Фахівці МВФ дійшли висновку, що збільшення ПІІ не завжди приводить до відповідного зростання економіки.

Основним чинником такого стану є розвиненість фінансової системи, що визначають одразу декілька показників: відношення кредитів до ВВП, капіталізація фондового ринку, а також ліквідність банківської системи. У країнах, де фінансові інститути слабкі, ефект від іноземних інвестицій обмежується тільки тими підприємствами, куди вони були вкладені. Водночас загальний ефект від збільшення ПІІ може бути навіть негативним, оскільки в ході конкуренції з фірмами з іноземними інвестиціями продуктивність праці та заробітна плата на вітчизняних підприємствах знижуються. Крім того, зазвичай країни,

---

<sup>126</sup> Корнилюк Р. Співпраця України з МВФ: ціна питання [Електронний ресурс] / Р. Корнилюк // Економічна правда. – Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/publications/4b011f720268f/>

що розвиваються, пропонують іноземним інвесторам ряд податкових пільг або навіть субсидій. У такому разі чистий ефект від лібералізації режиму ПІІ може бути негативним, оскільки від зростання виробництва підприємств із іноземними інвестиціями варто віднімати суми тих податкових втрат, яких зазнає держава<sup>127</sup>.

Щодо впровадження нових фінансових інструментів, то тут ситуація виглядає динамічнішою. Зокрема, у 2009 р. МВФ провів одну з найбільш значущих реформ: програму кредитів stand-by. Умови їх отримання – виконання рекомендацій Фонду щодо економічної й фінансової політики, були доповнені новим фінансовим інструментом – гнучкою кредитною лінією (*flexible credit line*). У такий спосіб МВФ подвоїв обсяги кредитування країн, які найбільш постраждали від світової фінансової кризи, а також «модернізував» умови виділення кредитів. Країни, що відповідають критеріям Фонду, можуть використовувати цей кредит на створення оперативних антикризових механізмів у економіці негайно, без додаткових умов, у великих обсягах та на тривалий час. Запровадження нових умов надання позик свідчить, що МВФ припускає помилковість і неефективність своїх рекомендацій<sup>128</sup>.

Також було запроваджено нову квоту для використання кредитів МВФ у розмірі 200–600 %, що вдвічі вище за попередній рівень. Відповідно до прийнятих рішень термін гнучкої кредитної лінії подовжується до 1–2 років замість колишніх 6–12 місяців, знімається обмеження на обсяг лінії в розмірі 1000 % квоти цієї країни.

Зміни, схвалені радою директорів МВФ, за словами експертів, допускають значне збільшення обсягу ресурсів, доступних МВФ, – приблизно в 2 рази, до 500 млрд дол. Для цього ЄС надав МВФ позику на суму близько 100 млрд дол., і стільки ж виділила Японія<sup>129</sup>.

У квітні 2009 р. про своє бажання скористатися таким «страхувальним» кредитним механізмом МВФ заявила Польща, отримавши при цьому доступ до 20,5 млрд дол. терміном на 1 рік. Раніше про доступ до гнучкої кредитної лінії, що передбачає оперативне надання

---

<sup>127</sup> Марчак В. Такие непостытые инвестиции [Электронный ресурс] / В. Марчак. – Режим доступа: <http://www.masters.donntu.edu.ua/2004/fem/>

<sup>128</sup> Молдован О. Рекомендації МВФ ведуть Україну в тупик? [Електронний ресурс] / О. Молдован. – Режим доступа: <http://newzz.in.ua/ukrain/1148829295-rekomendaciyi-mvf-vedut-ukrayinu-v-tupik.html>

<sup>129</sup> МВФ вводит новый тип кредитов [Електронний ресурс]. – Режим доступа: [http://www.creditdeposit.com.ua/tovari\\_kredit/novosti/MVF-vvudit-novii-tip-kreditov](http://www.creditdeposit.com.ua/tovari_kredit/novosti/MVF-vvudit-novii-tip-kreditov)



## Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації

коштів країнам, які мають потребу в додатковій страховці від погіршення фінансового становища, звернулася Мексика.

Кошти МВФ дали змогу збільшити валютні резерви Національного банку Польщі на третину, підвищити стійкість її економіки до спекулятивних атак та захистити країну від впливу кризи<sup>130</sup>. За словами тогочасного голови Фонду Домініка Стросс-Кана, не йшлося про «програму допомоги» з боку МВФ: кошти Фонду не використовувалися в інтересах виконання бюджету Польщі, а лише допомогли збільшити валютні резерви центробанку.

Для країн, які не відповідають критеріям використання гнучкої кредитної лінії, МВФ пропонував розширену програму stand-by. У серпні 2010 р. було оголошено про введення нового типу кредитів – превентивної кредитної лінії (*precautionary credit line*), щоб полегшити ширшому колу країн, що розвиваються, створення «фінансової подушки» на випадок криз. Така кредитна лінія надається країнам, що проводять розсудливу політику, але мають проблеми в одній із ключових сфер (наприклад, у банківському секторі, у сфері монетарної політики або платіжного балансу) й тому є вразливими в умовах кризи. Такі країни можуть не повністю відповідати критеріям існуючих антикризових кредитних програм фонду, насамперед гнучкої кредитної лінії, але кредит цим країнам може надаватися за умови регулярного моніторингу прогресу в проблемних секторах із боку МВФ.

Країни-реципієнти, одержуючи доступ до нової кредитної лінії, мають право не використати її, якщо в підсумку в них не виникне такої потреби, й у цьому випадку не сплачувати проценти за позикою.

Обсяг превентивної кредитної лінії, що буде доступна більшій кількості країн порівняно з гнучкою кредитною лінією, може сягати 500 % квоти з можливістю збільшення до 1000 % після перших 12-ти місяців<sup>131</sup>.

«The Wall Street Journal» повідомляє, що МВФ нині працює також над «глобальним стабілізаційним механізмом», яким зможуть користуватися цілі групи країн. Причому в ці групи можуть бути вклю-

---

<sup>130</sup> Польша хочет воспользоваться новым «страховочным» кредитом МВФ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://for-ua.com/world/2009/04/15/091401.html>

<sup>131</sup> МВФ расширяет антикризисный инструментарий и вводит новый тип кредитов [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.rosinvest.com/news/720719/>

чені навіть ті країни, які самі не зверталися до фонду. Це дасть змогу, зокрема, уникнути побоювань, що використання кредиту МВФ завдає удару їхній репутації на фінансовому ринку.

У зв'язку з тим, що діюча кредитна програма МВФ щодо України розрахована до кінця 2014 р., остання зможе скористатися превентивною кредитною лінією лише в середньостроковій перспективі. Діюча програма stand-by спрямована на розв'язання всіх економічних проблем, тому немає підстав говорити про отримання другої кредитної лінії<sup>132</sup>.

Досліджувати вплив Світового банку на інвестиційну політику України доволі важко через його непрямий характер. Відомо, що він має два види позик:

– інвестиційні (*investment loans*) – для товарів, робіт і послуг з метою підтримки проектів економічного й соціального розвитку в широкому діапазоні секторів. Реалізація таких проектів розрахована на тривалий час, зазвичай від п'яти до десяти років;

– стратегічного розвитку (*development policy loans*) – для підтримки політики та інституційних реформ.

Вони розраховані на коротший термін – від одного до трьох років. Раніше такі позики називалися системними.

Те, що Світовий банк безпосередньо впливає на інвестиційну ситуацію в Україні, є очевидним, адже більшість його проектів має переважно соціальне спрямування або отримано нею для модернізації органів державного управління. Опосередкований вплив банку на вітчизняне інвестиційне середовище є значним: сама його присутність в Україні підвищує рівень довіри з боку потенційних інвесторів, а програми розвитку органів держуправління сприяють розбудові й інвестиційного середовища.

Позики обох видів можуть опосередковано впливати на вітчизняне інвестиційне середовище. Розглянемо детальніше позики України. Поточний портфель проектів Світового банку в нашій країні складається з 12-ти активних проектів (табл. 1.14)<sup>133</sup>.

---

<sup>132</sup> МВФ вводити новый тип кредитов [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.creditdeposit.com.ua/tovari\\_kredit/novosti/MVF-vvodit-novii-tip-kreditov](http://www.creditdeposit.com.ua/tovari_kredit/novosti/MVF-vvodit-novii-tip-kreditov)

<sup>133</sup> Офіційний веб-сайт Групи Світового Банку [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.worldbank.org/>

## Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації

Світовий банк також надає невелику кількість грантів, призначених для підтримки інновацій і партнерства. Це гранти Ринку ідей розвитку (*Development Marketplace*) та програми «Інформація для розвитку» (*The Information for Development Program*). Утім такий вплив є вочевидь недостатнім, враховуючи високі потреби в інноваційних інвестиціях в Україні та значну конкуренцію за отримання таких грантів.

Таблиця 1.14

### Поточний портфель проектів Світового банку в Україні

Назва проекту	Зарезервовані кошти (млн дол. США)
Проект видачі державних актів на право власності на землю в сільській місцевості та розвитку системи кадастру	121,13
Програма модернізації Державної податкової служби	40,00
Проект «Контроль за туберкульозом і ВІЛ/СНІД в Україні»	47,50
Проект удосконалення системи соціальної допомоги в Україні	99,40
Проект розвитку системи державної статистики	32,00
Проект розширення доступу до ринків фінансових послуг	150,00
Проект рівного доступу до якісної освіти	86,59
Проект реабілітації гідроелектростанцій	106,00
Проект модернізації державних фінансів	50,00
Проект розвитку експорту 2	154,50
Проект розвитку міської інфраструктури	140,00
Проект із передачі електроенергії	200,00

Нарешті Банк пропонує кілька типів гарантійних інструментів, щоб захистити інвесторів і тих, хто надає комерційні позики, від ризиків, пов'язаних з інвестуванням у країни, що розвиваються. Зокрема, Гарантійна програма Світового банку була створена для задоволення зростаючої потреби в пом'якшенні політичних ризиків для комерційних кредиторів при здійсненні фінансових інвестицій у країни, що розвиваються. При цьому метою банку є покриття ризиків. Це унікальна ситуація, яка сприяє накопиченню досвіду роботи в країнах, що розвиваються, та формує взаємини Світового банку з урядами.

Гарантії банку поділяються на часткове покриття ризику (*partial risk guarantee*) та на часткове покриття кредиту (*partial credit*

*guarantee*). У першому випадку покриваються певні некомерційні ризики, як правило, пов'язані з діями уряду впродовж усього терміну кредиту, у другому – гарантуються віддалені за терміном платежі за обслуговування кредиту. Гарантійні операції застосовуються при фінансуванні окремих великих проектів, а гарантійні лінії – для залучення інвестицій у певні галузі чи регіони.

Присутність Світового банку в операціях розглядається інвесторами як стабілізуючий фактор через його довгострокові відносини з країнами та політичну підтримку, яку він надає урядам. Гарантії банку стимулюють приватне інвестування, необхідне країнам, які розвиваються, що призводить до зростання кількості робочих місць та появи можливостей отримання додаткового прибутку для людей, а отже, ці гарантії сприяють досягненню спільних завдань програми «Цілі розвитку тисячоліття» щодо скорочення масштабів бідності<sup>134</sup>.

Прикладом може слугувати досвід Аргентини, де з допомогою Світового банку реалізовано ефективну схему іпотечного кредитування. Дана схема виглядає так: уряд створює гарантійний фонд для облігацій (боргових зобов'язань), що емітуються банками – учасниками проекту. Для створення фонду Світовий банк надає 15-річну позику (включаючи 7-річне відстрочення платежу) на суму 500 млн дол. Фонд видає гарантії за цінними паперами, що емітуються суб'єктами іпотечного ринку, гарантії за паями участі в пулах іпотечних кредитів іпотечних банків. Плата за гарантію становить 5 % суми кредиту. Сертифікати паїв мають єдиний стандарт та номіновані до валюти кредиту банку.

Гарантійний фонд створюється для того, щоб викупити в банків – учасників проекту випущені ними облігації в разі, якщо в них немає можливості підтримувати курс цінних паперів через спад на ринку. Розрахунок із фондом проводиться в усіх випадках, коли банки вирішують скористатися своїм правом, зафіксованим в угоді з фондом, продати йому свої цінні папери. Банки-учасники емітують номіновані до курсу долара США облігації, щоб акумулювати грошові кошти для

---

<sup>134</sup> The World Bank Guarantees [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://web.worldbank.org/external/default/main?contentMDK=20267826&menuPK=64143540&theSitePK=3985219&piPK=64143448&pagePK=64143534>

## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

---

кредитування інвестиційних проектів (у сфері як виробничого, так і житлового будівництва). Емітент за узгодженням із гарантом (фондом) може вибрати вид облігацій, що емітуються<sup>135</sup>.

Ефективна іпотечна програма є надзвичайно важливою не лише з огляду на її соціальне значення, вона також сприяє активізації реального сектора економіки (зокрема, будівництва й суміжних галузей) та залученню коштів населення у банківський сектор. Україна також мала намір скористатися гарантійною лінією Світового банку. Проект гарантійної лінії для неї обсягом 120 млн дол. США був схвалений радою директорів у березні 1997 р. Гарантійна лінія мала сприяти реалізації Української програми підтримки сільського господарства. Проект було припинено в листопаді 1998 р., оскільки він не був ратифікований Верховною Радою<sup>136</sup>.

Крім того, ЄБРР надає підтримку в питаннях збільшення припливу ПІІ, що дасть великий демонстраційний ефект щодо запровадження норм сумлінного корпоративного управління, сучасних знань і технологій, підвищення природоохоронних стандартів. Важливим інструментом фінансової діяльності ЄБРР також є інвестиції в акціонерний капітал (10 %). Оскільки капітал ЄБРР обмежений, він не прагне до довгострокового інвестування або придбання контрольного пакета акцій підприємства чи взяття на себе прямої відповідальності за управління ним. Тому він завжди має чітку стратегію вилучення власних коштів та виступає лише як пасивний інвестор.

Крім інвестування в акціонерний капітал підприємств реального сектора економіки, ЄБРР бере участь у акціонерному капіталі фінансових посередників – інвестиційних фондів і комерційних банків.

Зокрема, лише в 2009 р. вітчизняні банки отримали фінансову підтримку від ЄБРР на суму понад 600 млн євро (табл. 1.15).

---

<sup>135</sup> Іпотека в Латинській Америці [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://na.dn.ua/ipoteka-v-latynskij-ameryci.html>

<sup>136</sup> Гарантії Мирового Банка. Международный опыт [Электронный ресурс]. – Режим доступу: [http://www.guaranty.ru/printer\\_ru.php#part2](http://www.guaranty.ru/printer_ru.php#part2)

Великі проекти ЄБРР у фінансовому секторі України<sup>137</sup>

Проект	Внесок ЄБРР, млн Євро	Вид фінансування	Дата відкриття	Стан проекту	Клієнт	Форма власності клієнта
Підтримка банку «Форум»	80,0	Субординований борг на 10 років	29.05	Підписаний	Приватний сектор, банк «Форум»	Банк із іноземним капіталом
Підтримка Укрсиббанку	100,0				Приватний сектор, Укрсиббанк	
Інвестиції в Мегабанк	20,0	Інвестиції та кредит	26.05		Приватний сектор, Мегабанк	
Підтримка «Unicredit Leasing Ukraine»	19,6	Кредитна лінія	08.05		Приватний сектор, «Unicredit Leasing Ukraine»	Компанія з іноземним капіталом
Підтримка Укрсоцбанку	78,5	Субординований борг на 10 років	29.05	Підписаний	Приватний сектор, Укрсоцбанк	Банк із іноземним капіталом
Підтримка банку «Форум»	80,0		03.04		Приватний сектор, банк «Форум»	
Підтримка Укрексімбанку	250,0		20.03		Приватний сектор, Укрексімбанк	Державний банк
Капіталізація Прокредитбанку	8,0	Інвестиції	29.05		Приватний сектор, Прокредит-банк	Банк із іноземним капіталом

Також ЄБРР прагне розробляти номіновані в гривнях інструменти фінансування на базі концепції, яка вже застосовується в Росії та інших країнах як стимул для корпоративних структур і споживачів до запозичення необхідних коштів у гривнях. За допомогою програми запозичень у гривнях ЄБРР також планує стимулювати процеси

<sup>137</sup> Корнелюк Р. ЄБРР в Україні: любов до своїх [Електронний ресурс] / Р. Корнелюк // Економічна правда. – Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/publications/4b1381660aa1a/>

## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

розвитку українських ринків капіталу та застосування на них похідних інструментів<sup>138</sup>.

Ще одним важливим фінансовим інструментом діяльності ЄБРР виступають гарантії. Шляхом їх надання ЄБРР допомагає позичальникам отримати доступ до капіталу – вітчизняного чи іноземного.

Важливим аспектом значної ролі міжнародних організацій в розвитку фінансового ринку є зближення законодавств країн єврозони, яке відбувалося відповідно до ст. 3 Договору про створення ЄС. Це стало основою того, що сьогодні учасники ринку фінансових інструментів здійснюють свою діяльність на основі уніфікованих правил функціонування ринків фінансових інструментів (ринків фінансових послуг)<sup>139</sup>.

Наближення законодавства України до міжнародних норм є важливою умовою підвищення привабливості вітчизняного ринку цінних паперів для потенційних інвесторів. Вивчення конкретних європейських і міжнародних норм та їх адаптація в Україні здатні забезпечити необхідне підґрунтя для реалізації глобалізаційних процесів вітчизняного ринку цінних паперів.

Існує декілька основних груп документів, які регулюють діяльність фондових ринків на світовому рівні то заслуговують на увагу українських законодавців. Зокрема, це:

1. Доповідь Групи тридцяти (далі – G30) у редакції Міжнародної асоціації індустрії цінних паперів (*International Securities Services Association – ISSA*).

2. Рекомендації Банку міжнародних розрахунків (*Bank for International Settlements – BIS*), у т. ч.:

- документи Базельського комітету банківському нагляду;
- документи Комітету з оплати й систем розрахунків.

3. Документи Європейської асоціації центральних депозитаріїв (*European Central Securities Depositories Association – ECSDA*).

---

<sup>138</sup> Корнелюк Р. ЄБРР в Україні: любов до своїх / Р. Корнелюк [Електронний ресурс] // Економічна правда. – Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/publications/4b1381660aa1a/>

<sup>139</sup> Головка О. П. Международный рынок ценных бумаг [Електронний ресурс] / О. П. Головка // Доклад на Международной студенческой научной конференции «Глобализация и право: общепризнанные принципы и нормы национального законодательства». – Режим доступу: <http://law.edu.ru/doc/document.asp7docID=1220262>

#### 4. Законодавчі акти Європейського Союзу.

Водночас повністю реалізувати вимоги міжнародних організацій часто не вдається через вітчизняні реалії, адже специфіка ринку цінних паперів в Україні обумовлена приватизаційними процесами, а не еволюційним розвитком.

Важливим документом, що докладно описує досвід використання на розвинених фондових ринках процедур обліку й обслуговування обігу цінних паперів, стала Доповідь G30 1989 р. Основну увагу в ній зосереджено на системах клірингу й розрахунків на світових ринках цінних паперів, адже саме вони пов'язані з процесами, на яких ґрунтується функціонування фондових ринків, а отже, визначають ефективність їхньої діяльності.

Результати дослідження, наведені в Доповіді, знайшли своє відображення в Рекомендаціях G30, що містять опис основних стандартів і процедур, прийнятних для всіх світових ринків цінних паперів. Проте через стрімкий розвиток цього сегмента фінансового ринку згодом виникла потреба в коригуванні Рекомендацій, що й було зроблено в 1995 р. учасниками ISSA.

Однак із часу появи Рекомендацій виявлено нові недоліки функціонування фінансової системи, тому постала потреба в розробці нових пропозицій і рекомендацій, спрямованих на зменшення ризиків діяльності ринків цінних паперів. Так з'явилися Рекомендації ISSA 2000.

Паралельно з ISSA Банк міжнародних розрахунків (далі – BIS) розробив ряд рекомендацій щодо здійснення клірингу й розрахунків за угодами щодо цінних паперів. Серед них особливу увагу варто звернути на документи Базельського комітету з банківського нагляду при BIS, такі як:

- Ризики в комп'ютерних і телекомунікаційних системах, 1989;
- Операційне керування ризиками, 1998;
- Керування ризиками для електронної банківської діяльності, 1998;
- Опис контролю керування ризиками розрахунків у іноземних біржових трансакціях, 2000.

У законодавстві України важливо врахувати й деякі документи Комітету з оплати та систем розрахунків, а саме:

- Звіт щодо схем неттінгу (Angell звіт), 1989;



## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

---

- Звіт Комітету щодо схем міжбанківського нетінгу центральних банків групи десятиох країн (Lamfalussy звіт), 1990;
- Поставка проти оплати в системах розрахунків цінних паперів, 1992;
- Міжнародні розрахунки з цінних паперів, 1995;
- Ризик розрахунків у міжнародних біржових угодах, 1996;
- Клірингові процедури для біржової торгівлі деривативами, 1997;
- Системи бруто-розрахунків у реальному масштабі часу, 1997;
- Структура розкриття інформації для систем розрахунків із цінних паперів, 1997;
- Звіт про ОТС торгівлю деривативами: процедури розрахунків та управління ризиками учасників, 1998;
- Рекомендації для розрахункових систем із цінних паперів, 2001<sup>17</sup>.

До міжнародних норм можна віднести рекомендації ECSDA, що заснована в 1997 р. та об'єднує центральні депозитарії Західної Європи. Діяльність ECSDA зосереджена на створенні методології безпечних і ефективних розрахунків та клірингу. Результатом цієї діяльності став ряд документів, таких як:

- Проведення клірингу й розрахунків на ринках цінних паперів. Імплементация вимог рекомендацій G30, 1993;
- Фінансове управління ризиками на ринках, що з'являються, 1997;
- Діяльність щодо цінних паперів у Інтернеті, 1998;
- Міжнародні угоди репо, 1999;
- ECSDA міжнародні розрахунки, 2000;
- Модельний договір між європейськими CSD, 2000;
- Рекомендації для систем розрахунків за угодами щодо цінних паперів (CPSS-IOSCO), 2001.

Процедура гармонізації українського законодавства з оєвропейським передбачає врахування норм таких законодавчих актів Європейського Союзу:

- Директива Ради 77/91/ЄЕС від 13 грудня 1976 р. про узгодження з метою розробки рівноцінних захисних засобів, які застосовуються для охорони своїх і чужих інтересів;

- Директива 94/19/ЄС Європейського Парламенту та Ради 1994 р. щодо схем депозитного гарантування;
- Директива Ради 93/22/ЄЕС 1993 р. щодо інвестиційних послуг у сфері цінних паперів;
- ЄЕС: Рекомендація Комісії 1977 р. щодо Європейського кодексу здійснення трансакцій із переказними цінними паперами;
- Директива 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради 2000 р. щодо започаткування, здійснення й поміркованого нагляду за діяльністю інститутів електронних грошей.

Встановлені у цих законодавчих актах принципи створюють умови для вільного руху капіталу, підґрунтя для реальної глобалізації. Учасники ринків фінансових інструментів діють за єдиними правилами, на основі яких формуються відповідні процедури, що сприяють обігу фінансових інструментів на міжнародних ринках капіталу та забезпечують хеджування інвестиційних ризиків.

До основних норм і принципів, що визначені зазначеними документами, а отже, які потрібно врахувати Україні в процесі інтеграції її фінансового ринку до фінансових ринків ЄС, можна віднести:

1) однакові умови для всіх учасників ринку. Директиви запроваджують усебічні правила, які стосуються системи внутрішнього управління, ведення бізнесу, управління ризиками та дисципліни дотримання встановлених вимог, а також забезпечують усім учасникам ринку однакові умови;

2) свобода надання послуг. Директиви запроваджують для учасників ринку паспорт, який надає регульованій установі, що має ліцензію регуляторного органу своєї країни, право надавати послуги в інших державах. Це правило стосується інвестиційних компаній, інструментів спільного інвестування в обігові цінні папери (далі – ІСІ-ОЦП), установ професійного пенсійного забезпечення (далі – УППЗ), а також компаній, що займаються страхуванням і перестрахованням. Регульовані ринки (фондові біржі), які мають ліцензію в одній державі – члені ЄС, можуть вживати заходів для полегшення віддаленим членам або учасникам з інших країн ЄС доступу й торгівлі за допомогою простого сповіщення регуляторного органу приймаючої країни через регуляторний орган своєї країни про такий свій намір;

3) репутація реальних власників. Директиви вимагають від учасників ринку розкривати регуляторному органу інформацію про їхніх реальних власників, тобто про будь-яку фізичну або юридичну особу,

## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

---

що здійснює значний прямий чи опосередкований вплив на регульовану установу незалежно від форми її власності, а також від регуляторного органу оцінювати репутацію таких реальних власників;

4) репутація й досвід осіб, які керують бізнесовою діяльністю. Директиви вимагають від учасників ринку, щоб вони розкривали регуляторному органу інформацію про всіх осіб, що керують бізнесовою діяльністю, а також від регуляторного органу оцінювати репутацію й досвід (здібності і професійну придатність) таких осіб;

5) прозорість. Директиви вимагають, щоб емітенти й інвестори демонстрували високий рівень прозорості. До емітентів і контрольованих ними компаній застосовуються жорсткі вимоги щодо звітності, включаючи надання керівництвом проміжних звітів і таких, що висвітлюють політику управління всіма ризиками;

б) нагляд за діяльністю регульованих установ з урахуванням ризиків. До інвестиційних компаній директиви застосовують міжнародні керівні принципи Базеля II стосовно оцінки і стандартів капіталу. Нині Рада й парламент обговорюють можливість ухвалення пропозиції, яка передбачає застосування керівних принципів Базеля II до сектора страхування. У галузі нагляду директиви передбачають застосування трирівневої системи «Базель II», тобто вимоги стосовно оцінки достатності капіталу з урахуванням ризиків (рівень 1), вимоги щодо здійснення нагляду з урахуванням ризиків (рівень 2) та розкриття інформації учасникам ринку (рівень 3);

7) додатковий нагляд за діяльністю фінансових конгломератів. Директиви запроваджують єдині правила здійснення додаткового нагляду за групами, які охоплюють більше ніж один сектор, при цьому вони підпадають під визначення «фінансовий конгломерат». Додатковий нагляд здійснюється координатором, який призначається регуляторними установами;

8) запобігання відмиванню грошей та фінансуванню тероризму. Директиви запроваджують єдині правила запобігання відмиванню грошей і фінансуванню тероризму. Ці правила поширюються на реальних власників клієнтів та вимагають від усіх учасників ринку дотримуватися відповідних політики й процедур щодо приділення належної уваги клієнтам, управління ризиками, дисципліною дотримання встановлених вимог та спілкування для запобігання

операціям, що можуть стосуватися відмивання грошей і фінансування тероризму.

Комплексний характер цього фінансового законодавства вказує на необхідність добре скоординованого й внутрішньо послідовного підходу до процесу наближення українського законодавства до вимог директив ЄС. Разом із тим практичне виконання директив ЄС вимагатиме істотних змін у наглядових повноваженнях і практиці регуляторів фінансового сектора та у сфері управління, бізнесової діяльності, управління ризиками, дотримання встановлених вимог та розкриття інформації учасниками ринку. А це, у свою чергу, потребує розробки нормативних актів, які дадуть змогу запровадити нове законодавство протягом розумного перехідного періоду, зокрема стосовно переходу до нагляду за діяльністю інвестиційних фондів і страхових компаній.

### **1.7. Біхевіористичні аспекти реалізації фінансових відносин на фінансовому ринку**

Реалізація державної фінансової політики полягає у формуванні відповідними інструментами імпульсів з подальшою їх передачею економіці через певні ланцюги фінансових змінних. Це означає, що механізми дії фіскальної та монетарної політики властива трансмісія. Слід зазначити, що емпіричні дослідження дії трансмісійного механізму монетарної політики центральні банки розвинених країн світу здійснюють на регулярній основі. Необхідність цього пов'язана з тим, що результати аналізу дозволяють краще зрозуміти взаємозв'язки між фінансовим та реальним секторами економіки для прийняття зважених рішень щодо тактичних дій монетарної політики, а також сприяє формуванню в економічних агентів відчуття стабільності та присутності держави. Адже позитивна динаміка макропоказників більшою мірою визначається саме спокоєм та впевненістю учасників фінансових відносин. З цієї позиції науковці виділяють канал очікувань економічних агентів як один з трансмісійних каналів монетарної політики. Він характеризує вплив монетарних інструментів на очікування економічних агентів стосовно майбутньої стабільності національної валюти та макроекономічної ситуації в країні в цілому і, відповідно, на їхні рішення, що визначають рівень заробітних плат,

## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

зайнятості, споживання, заощаджень, інвестицій, виробництва, курсової та цінової стабільності<sup>140</sup>.

Однак необхідність урахування очікувань та настроїв економічних агентів виходить далеко за межі реалізації монетарної політики. Вона стосується й проведення економічної політики в цілому. Аналізуючи світовий досвід, можна знайти величезну кількість доказів неспроможності побудувати реалістичні прогнози економічної динаміки й, відповідно, неефективності регуляторних дій держави. Адже для ефективного регулювання фінансових відносин на сучасному етапі вже недостатньо користуватися моделями класичної економічної теорії, що розглядає економічних агентів лише з позиції їхньої раціональної поведінки.

Практика суспільного життя у поєднанні з глибоким його осмисленням філософами-вченими протягом кількох століть сформулювали аксіоматичну думку про те, що для кожного члена суспільства властива індивідуальність, яка водночас швидко нівелюється при розгляді суспільства загалом. Перевага загального над індивідуальним дозволяє робити передбачення (які можуть не справджуватись) стосовно моделей людських дій у відповідь на зміни в обмеженнях, незважаючи на те, що окремий суб'єкт вважається здатним свідомо вибирати з тих варіантів, які має перед собою. Як вважає Дж. М. Б'юкенен, з цього фундаментального відкриття починається економічна теорія як наука, що знайшло своє вираження у видатному трактаті Адама Сміта «Багатство народів» (1776). Науковець одразу пояснює специфіку спрямованості класичної економічної теорії, що мінімізує її універсальність. Так, якщо відносні ціни товару на ринку знижуються, то без жодного примусу купується більша його кількість. Однак це не означає, що кожен покупець повинен збільшити обсяги купівлі. Кожна особа залишається вільною у своєму виборі. Гіпотеза попиту стверджує лише те, що – для всіх потенційних покупців у цілому – буде куплено більшу кількість товарів, ніж раніше. Водночас відсутня можливість передбачення, наскільки саме збільшиться обсяг попиту<sup>141</sup>.

---

<sup>140</sup> Міщенко В. І. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в умовах кризи / В. І. Міщенко, А. В. Сомик, Р. С. Лисенко / К.: Центр наукових досліджень НБУ, УБС НБУ, 2010. – 96 с. – с. 60

<sup>141</sup> Б'юкенен Джеймс М. Суспільні фінанси і суспільний вибір: два протилежних бачення держави / Б'юкенен, Дж. М., Масгрейв Річард; А.: пер. з англ. – К.: Вид.дім «КМ Академія», 2004. – 175, [19] с.

Р. Майсгрейв, незважаючи на полярність з поглядами Дж. М. Б'юкенена, також зачіпає у своїх наукових пошуках проблематику співвідношення індивідуального та загального у суспільній поведінці, але під кутом зору створення та функціонування держави. На думку вченого, держава є асоціацією індивідів, які займаються спільною справою, покликаною вирішувати проблеми співіснування в суспільстві. Цінність думки Р. Майсгрейва полягає у тому, що особливий наголос робиться на ролі держави. Співіснування у суспільстві призводить також і до зовнішніх ефектів, на які не може адекватно відреагувати ринок і які вимагають політичного процесу (держави) для свого ефективного вирішення. Держава як спільне підприємство окремих осіб має відображати їхні інтереси і турботу. У цьому сенсі її основи мають бути індивідуалістичними. Ефективне забезпечення суспільних благ потребує політичних інституцій і колективного процесу визначення поведінки<sup>142</sup>.

У сфері фінансових відносин, як й в інших сферах, люди керуються переважно емоціями, сформованими стереотипами мислення, ілюзіями сприйняття та іншими поведінковими факторами, що у підсумку суттєво впливають на процес прийняття рішення фінансово-інвестиційного характеру. Так, В. Андрущенко зазначає, що «слід шукати витoki уявлень про економіку і фінанси як про сферу людських мотивацій та інтересів, а не сукупність товарів чи систему деперсоналізованих, позбавлених індивідуальності «відносин»<sup>143</sup>. Причому ступінь ірраціональності економічних агентів підвищується з поширенням мережі Internet, збільшенням масштабів фінансових ринків та їх взаємопов'язаністю у світовому вимірі.

Інвестиційні уподобання непрофесійних учасників ринку та вибір фінансових інструментів їх задоволення ґрунтуються не лише на знаннях, а здебільшого є стохастичними<sup>144</sup>. Саме необхідністю

---

<sup>142</sup> Б'юкенен Дж. М. Суспільні фінанси і суспільний вибір: два протилежних бачення держави / Б'юкенен Дж. М., Масгрейв Річард А.: пер. з англ. – К.: Вид.дім «КМ Академія», 2004. – 175, [31] с.

<sup>143</sup> Андрущенко В.Л. Фінансова думка Заходу у ХХ столітті: теоретична концептуалізація і наукова проблематика державних фінансів / В.Л. Андрущенко. – Львів: Каменяр, 2000. – С. 15.

<sup>144</sup> Фінансовий механізм структурної модернізації економіки України: [монографія / за заг. ред. С.В. Онишко, В.П. Унінець-Ходаківської]. – Ірпінь: Видавництво Національного університету ДПС України, 2013. – 606, [107] с.

## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

задоволення певних фінансових потреб економічних агентів можна пояснити розвиток фінансового ринку та розгалуженість його структури. Так, Д. Бернуллі, досліджуючи процес здійснення вибору економічними агентами, висунув гіпотезу, що прийняття рішень базується не на грошовій, а на психологічній цінності результату, його корисності. Згодом відкриття математика полягало в тому, що людина, приймаючи рішення в умовах зниження граничної корисності багатства, буде уникати ризику. Більш бідна людина охоче оплатить страхування, щоб перекласти ризик на більш заможного. Саме на цьому й ґрунтується система страхування, або застосування деяких фінансових інструментів<sup>145</sup>.

Слід звернути увагу на те, що страховий ринок серед інших ринків небанківських фінансових послуг вирізняється не тільки обсягом залучених фінансових активів, а й динамічністю. Особливості страхового ринку зумовлюються поведінковими ефектами економічних агентів. Адже для учасника фінансового ринку найбільшою небезпекою є фінансові втрати, що змушує здійснювати пошуки способів їх уникнення. Враховуючи цю особливість, слід зазначити, що і регулювання страхового ринку з боку держави має відповідати умові динамічності ринку страхових послуг. Тому кількість нормативно-правових актів, що розробляються та впроваджуються Нацкомфінпослуг у сфері регулювання саме страхового ринку, є домінуючою серед інших.

Як приклад можна навести останні нормативно-правові акти, що набули чинності та стосуються саме сфери страхування. Зокрема це:

– розпорядження Нацкомфінпослуг від 15.09.2015 № 2201 «Про затвердження Порядку реєстрації договорів перестраховування та надання страховиками (цедентами, перестраховальниками) інформації про укладені договори перестраховування з страховиками (перестраховиками) нерезидентами». Ним передбачено спрощення процедури реєстрації договорів перестраховування в Нацкомфінпослуг та подання інформації про договори перестраховування, укладені зі страховиками (перестраховиками), нерезидентами до Нацкомфінпослуг;

– розпорядження Нацкомфінпослуг від 15.09.2015 № 2200 «Про затвердження Порядку засвідчення довідок для проведення розрахунків за договорами страхування та перестраховування з нерезидентами,

---

<sup>145</sup> Канеман Даниель. Думай медленно... решай быстро / Даниель Канеман [пер. с англ.]. – Москва: Издательство АСТ, 2015. – 633, [357–358] с.

дія яких поширюється на іноземну територію, та визнання таким, що втратило чинність, розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 9 липня 2010 року № 568». Це розпорядження регламентує процедуру засвідчення довідок для проведення розрахунків за договорами страхування та перестраховування з нерезидентами, дія яких поширюється на іноземну територію відповідно до вимог Положення про застосування іноземної валюти в страховій діяльності;

– розпорядження Нацкомфінпослуг від 24.09.2015 № 2285 р. «Про деякі питання здійснення страхування майбутнього врожаю соняшнику з державною підтримкою від сільськогосподарських ризиків на весь період вирощування» тощо.

Варто звернути увагу й на ряд нормативно-правових актів у сфері страхування, що розроблені Нацкомфінпослуг, однак перебувають на етапі затвердження. Це, зокрема:

– проект розпорядження Нацкомфінпослуг «Про внесення зміни до Вимог до рейтингів фінансової надійності (стійкості) страховиків та перестраховиків-нерезидентів та порядку їх підтвердження». Прийняття вище зазначеного проекту дасть змогу узгодити між собою законодавство про фінансові послуги та податкове законодавство щодо недопущення покладання на суб'єктів господарювання обов'язків, що не передбачені чинним законодавством;

– проект розпорядження Нацкомфінпослуг «Про затвердження Положення про обов'язкові критерії та нормативи достатності, диверсифікованості та якості активів страховика та визнання такими, що втратили чинність, деяких нормативно-правових актів Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України», доопрацьований із врахуванням зауважень Антимонопольного комітету України та Державної регуляторної служби. Реалізація та виконання вимог, визначених цим проектом розпорядження, сприятиме фінансовій стабільності страховиків, посилить забезпечення виконання страховиками своїх зобов'язань та захист прав споживачів послуг у сфері страхування;

– проект розпорядження Нацкомфінпослуг «Про затвердження Порядку складання звітності страховика», що визначає процедуру складання, строки та вимоги до звітності, яка подається страховиком до Нацкомфінпослуг.



## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

---

Виникнення ринку консалтингових послуг також пов'язане з особливостями мислення та прийняття рішень економічними агентами. Дійсно, рішення, чи можна довіритися фінансовій установі або певній людині, приймається ще задовго до отримання достатньої про неї інформації; не проводячи аналізу, ми відчуваємо, чи буде успішною інвестиційна угода. Опираючись на дані, які не зможуть ні пояснити, ні обґрунтувати, ми часто інтуїтивно знаємо відповіді на складні незрозумілі питання. Науковці знайшли цьому пояснення: мозок людини досить лінивий, щоб витратити багато зусиль та часу на розв'язання складних завдань, а тому зорієнтований на пошук відповіді на просте, але подібне питання. Проте часто такі інтуїтивні та швидкі рішення є неправильними й можуть супроводжуватися фінансовими втратами. Така обставина й актуалізувала виникнення консалтингових компаній, що надають інформаційну підтримку у прийнятті рішень економічним агентам. Потреба клієнтів у персоналізації фінансового обслуговування сформувала сегмент ексклюзивного VIP-сервісу шляхом надання послуг «преміум-класу»<sup>146</sup>.

Водночас ірраціональність у поведінці економічних агентів може призводити й до руйнівних наслідків у масштабах національної економіки. Така ірраціональність зумовлюється як психологічно-емоційним станом економічного агента, так й особливостями його реагування на зміни в інформаційному просторі. Зазначимо, що основними джерелами його наповнення є:

- прогнози та статистичні дані державних інституцій;
- публічно-приватна інформація, яку розповсюджують засоби масової інформації (далі – ЗМІ), експертно-аналітичні організації.

Але значимість інформаційному простору надає саме сила реагування економічних агентів на нову інформацію. Принагідно зазначимо, економічний агент або повністю ігнорує інформацію (ризик), або надає їй надмірно великого значення, що зумовлює появу явища інформаційних каскадів. Останній являє собою самопідтримуючий ланцюг подій, початком якого може стати повідомлення у ЗМІ про певну, відносно незначну подію, але призвести до всезагальної паніки, що потребуватиме масштабних дій держави. Очевидно інформаційні

---

<sup>146</sup> Фінансовий механізм структурної модернізації економіки України: [монографія / за заг. ред. С.В. Онишко, В.П. Унінець-Ходаківської]. – Ірпінь: Видавництво Національного університету ДПС України, 2013. – 606, [102] с.

каскади суттєво перешкоджають визначенню пріоритетів розподілу суспільних ресурсів. Посилює деструктивний вплив інформаційних каскадів ефект натовпу. Так, з давніх-давен люди об'єднувались у групи для самозбереження. Ця життєва необхідність збереглась у підсвідомості й сучасного покоління.

На фінансовому ринку найбільшою небезпекою для його учасників є фінансові втрати, що зумовлюються їхньою неспроможністю контролювати ситуацію та динаміку цін на ринку. Тому ризик зазнати фінансові втрати, невизначеність та невпевненість провокують економічних агентів на пошук «лідера», у якого є чітка позиція щодо прийняття рішень. Така тенденція набирає масових обертів: у підсумку розрізнені та самостійні на фінансовому ринку економічні агенти перетворюються у натовп. Влившись у натовп, учасник фінансового ринку змінюється: стає більш довірливим, непослідовним в діях; керується не розумом, а емоціями. Ставши частиною цілого, учасник припиняє думати самостійно.

У 1841 році шотландський адвокат Чарльз Маккей (Charles Mackay) видав свою класичну працю «Найбільш поширені помилки і божевільня натовпу» (Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds). Він описав декілька масових психозів, у тому числі «голландську тюльпаноманію» в Голландії в 1634 році та «інвестиційний бум Південних морів» в Англії в 1720 році. «Тюльпаноманія» почалася як рядове підвищення цін на розсаду цієї рослини. Цей підйом тривав довго, і заможні голландці впевнилися у неминущій цінності тюльпана. Багато з них, залишивши колишні заняття, перейшли на вирощування та продаж цих квітів й ставали тюльпановими брокерами. Банки брали тюльпани під заставу позик, набирали обертів спекуляції. Закінчилася «тюльпаноманія» сплеском продаж та стрімким знеціненням квітів; у підсумку – високий рівень безробіття та бідності в країні. Ч. Маккей зауважив, що «люди швидко божеволіють у натовпі, а знову повертаються до розсудливості повільно і поодиноці»<sup>147</sup>.

Деструктив у сприйнятті економічними агентами інформації вносять й прогнози, у тому числі й державних інституцій. По-перше, вони можуть розроблюватись із наперед визначеною ціллю, а по-друге, їх готують експерти, які не позбавлені впливу поведінкових

---

<sup>147</sup> Маккей Ч. М15 Наиболее распространенные заблуждения и безумства толпы / Ч. Маккей; пер. с англ. – М.: Издательский Дом «АЛЬПИНА», 1998. – 333 с.

## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

---

ефектів, особливо ефекту надмірної самовпевненості. Так, спеціаліст-професіонал будь-якої сфери завдяки багаторічному практичному досвіду вже більш на інтуїтивному рівні приймає рішення. Однак експерт не здатний визначати ситуації і завдання, де інтуїція провокує прийняття неправильних рішень. Нерозуміння меж власних професійних навичок – одна з причин надмірної самовпевненості експертів. У результаті останні починають значно переоцінювати якість наявної інформації і свої здібності з аналізу, що призводить до прийняття неефективних інвестиційних рішень. На практиці неефективні інвестиційні рішення найчастіше проявляються у формі надмірно активної торгівлі, надмірного прийняття ризику і, як наслідок, фіксації збитків за інвестиційним портфелем інвестора. Компаніям, в яких прислухаються до слів надмірно самовпевнених експертів, потрібно готуватися до більших втрат. Як зазначив у своїй роботі Насім Таллеб, неадекватне розуміння невизначеності контексту гарантовано зумовлює невиправдані ризики для суб'єктів ринкових відносин<sup>148</sup>. Крім того, слід зауважити, що короткостроковий та довгостроковий прогнози є різними завданнями, й неможливо навчитися вирішувати їх обидва однаковою мірою. Фінансовий консультант може володіти великою кількістю навичок для успішного виконання короткострокових фінансових операцій, водночас може бути неспроможним інвестувати у довгострокові проекти<sup>149</sup>.

Так, надмірна самовпевненість експертів та помилковість розроблених прогнозів розвитку економіки США зумовили бум на іпотечному ринку, що у підсумку викликав фінансово-економічну кризу світової економіки 2008–2009 рр. На той час середня норма заощаджень впала до нуля. Постійно зростаючі темпи споживання повністю забезпечувалися позиковими ресурсами. Високі ціни на нерухомість дозволяли власникам будинків отримувати гроші під заставу своїх активів. Кредити під заставу переоціненої нерухомості, обсяг яких за рік досяг 975 млрд доларів США, або більше 7 % ВВП США, дозволяли позичальникам не тільки зробити початкові внески на купівлю нових автомобілів, але і з часом розраховувати на отримання коштів для пенсійного забезпечення. Усі ці запозичення робилися на основі одного ризикованого припущення експертів про те, що ціни на житло зростатимуть

---

<sup>148</sup> Taleb, Nassim Nicholas. *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. — New York: Random House, 2007. — ISBN 978-1-4000-6351-5

<sup>149</sup> Канеман Даниэль. *Думай медленно... решай быстро* / Даниэль Канеман; [пер. с англ.]. — Москва: Издательство АСТ, 2015. — 633, [318] с.

або принаймні не будуть падати. У результаті дві третини ВВП держави були пов'язані з ринком житлової нерухомості: житлове будівництво, купівля предметів побуту для будинку або отримання кредитів під заставу нерухомості, що спрямовуються на споживання. На думку Дж. Стігліца, не менш важливою причиною кризи, стала жадібність учасників фінансового ринку та їх цільова спрямованість на отримання високих прибутків. Адже у період, коли створювались сумнівні нові фінансові інструменти та переважали операції з надмірними ризиками, тривога з цього приводу ні у кого не виникала: ні у інвесторів (які, здавалося б, повинні вести контроль за витрачанням їхніх власних грошей), ні у керуючих капіталами (які, здавалося б, повинні контролювати гроші, передані їм в управління), ні навіть у регуляторів (які, як ми сподіваємося, повинні контролювати фінансову систему в цілому)<sup>150</sup>.

Для прийняття рішень на фінансовому ринку, крім перспективних прогнозів, учасники фінансових ринків потребують також статистичної інформації. Однак теорія біхевіористичних фінансів засвідчує відсутність взаємозв'язку між статистикою та сприйняттям економічним агентом окремих випадків. Результати з каузальною інтерпретацією є більш впливовими, ніж результати з некаузальною інформацією. Проте навіть переконлива каузальна статистика не мінімізує значення минулих переконань, що базуються на особистому досвіді економічного агента. Тому враження від випадків та ситуацій з минулого більше впливають на прийняття рішення учасником фінансового ринку, ніж офіційна статистика. Так, зазнавши значних втрат під час кризи, економічний агент не буде поспішати активізувати фінансову діяльність, навіть при засвідченні статистикою позитивних тенденцій на ринку.

У цілому, варто зазначити, що ступінь впливу інформації щодо експертних висновків, прогнозів та статистики залежить від рівномірності розподілу таких інформаційних потоків на фінансовому ринку. Йдеться про виникнення явища асиметрії інформації. Так, інформація між учасниками фінансового ринку розподілена нерівномірно, що обумовлює підвищення її цінності. Адже, чим краще проінформований інвестор, тим швидше та адекватніше він реагує на тенденції ринку,

---

<sup>150</sup> Стігліц Дж. Глобалізація та її тягар / Дж. Стігліц; пер. з англ. – К.: Вид. дім «КМ Академія», 2003. – 252 с.

## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

---

отримує вищі прибутки. Тому інформація на фінансовому ринку часто набуває ознак товару, відповідно характеризується певним рівнем якості. Проте частіше учасники фінансового ринку більше цікавляться постачальниками небезпечної або сумнівної інформації й не помічають тих, хто говорить правду. У випадку, коли така інформація набуває особливої значимості на ринку й стрімкими темпами розповсюджується, а також з можливим підсиленням ефекту інформаційного каскаду та ефектом натовпу підвищується імовірність виникнення масштабних дисбалансів в економіці країни.

Так, розпорядженнями Нацкомфінпослуг анульовані ліцензії деяких страхових компаній, що мали досить значний вплив на формування страхових продуктів, присутніх на вітчизняному ринку фінансових послуг, та значний обсяг продажу страхових продуктів. Зокрема, це Приватне акціонерне товариство «Страхова компанія «Гута-Україна», Товариство з додатковою відповідальністю «Альянс-Україна», Приватне акціонерне товариство «Страхова компанія «Гарантія-Життя» (далі – страховики).

Ці рішення набули широкого розголосу в ЗМІ, у колах експертів та учасників ринків фінансових послуг. Однак поза увагою залишилися обставини, відповідно до яких регулятором були прийняті відповідні рішення.

Вищезазначені розпорядження були ухвалені відповідно до пункту 9 частини другої статті 16 Закону України «Про ліцензування видів господарської діяльності». Відповідно до цієї норми підставою для прийняття рішення про анулювання ліцензії є акт про документальне підтвердження встановлення факту контролю (вирішального впливу) за діяльністю ліцензіата, осіб інших держав, що здійснюють збройну агресію проти України у значенні, наведеному у статті 1 Закону України «Про оборону», та (або) дії яких створюють умови для виникнення воєнного конфлікту, застосування воєнної сили проти України. Також це відповідає положенням Воєнної доктрини, затвердженої Указом Президента України від 24 вересня 2015 року № 555/2015. Положення Доктрини є похідними від Стратегії національної безпеки України та розвивають її норми за напрямками забезпечення воєнної безпеки та спрямовані, зокрема, на протидію агресії з боку Російської Федерації. Проаналізувавши дані щодо структури власників страховиків, Нацкомфінпослуг було виявлено ряд страховиків, вирішальний вплив на

господарську діяльність яких мають акціонери, що є резидентами Російської Федерації. Відповідно, це й стало підставою для анулювання ліцензій таких страховиків.

Відповідно до мети такого кроку та підстав, якими керувався регулятор, виявляється, що рішення щодо анулювання ліцензій страховиків є кроком до зміцнення обороноздатності країни та захисту економічних інтересів України. Однак зацікавленими особами, зокрема страхувальниками даних страховиків, ці рішення можуть трактуватися у дещо іншій формі, виходячи із їх економічних (фінансових) інтересів, що може спричинити неприйняття суспільством таких кроків з боку регулятора.

Подібна ситуація мала місце в Китаї у 2015 році. Так, безпідставно позитивна оцінка економічної динаміки експертів, жадібність інвесторів та їхня готовність приймати високі ризики зумовили кризу фондового ринку, а панічні настрої серед населення лише загострили її наслідки. Першим кроком урядовці заборонили «поширювати наклепницьку і панічну інформацію» про стан економіки і фондових ринків і почали розслідування відносно «нечесних» трейдерів<sup>151</sup>.

У посткризовому періоді держава повинна бути не тільки фінансовим, а й організаційним агентом. Це стосується комплексу питань щодо підвищення ролі державного бюджету як фінансової основи соціально-економічного розвитку, регулювання фінансових потоків між секторами економіки, а також реформатування взаємовідносин з бізнесом та домогосподарствами<sup>152</sup>. Таким чином, необхідним є більш глибоке вивчення теорії біхевіористичних фінансів з наступним практичним впровадженням у систему регулювання, зокрема й державного. Здатність передбачення характеру реагування економічними агентами є умовою підвищення регуляторного потенціалу держави. Адже дії регулятора можуть викликати спротив, що спроможний мінімізувати очікуваний ефект регулювання.

---

<sup>151</sup> Яковина И. Великая китайская депрессия и ее последствия [Электронный ресурс] / И. Яковина. – режим доступа: [http://nv.ua/publications/velikaya-kitayskaya-depressiya-i-ee-posledstviya-58354.html?fb\\_action\\_ids=1007774239247164&fb\\_action\\_types=og.likes](http://nv.ua/publications/velikaya-kitayskaya-depressiya-i-ee-posledstviya-58354.html?fb_action_ids=1007774239247164&fb_action_types=og.likes)

<sup>152</sup> Фінансовий механізм структурної модернізації економіки України: [монографія / за заг. ред. С.В. Онишко, В.П. Унинець-Ходаківської]. – Ірпінь: Видавництво Національного університету ДПС України, 2013. – 606, [97] с.

## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

---

Так, 20 липня 2015 року Президентом України був внесений на розгляд Верховної Ради України Проект Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо консолідації функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг». Даним законопроектом передбачено ліквідацію Нацкомфінпослуг і розподіл функцій між Національним банком України (далі – НБУ) і Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (далі – НКЦПФР). НКЦПФР таким чином консолідує функцію нагляду над діяльністю недержавних пенсійних фондів, фондів фінансування будівництва, фондів операцій із нерухомістю, емітентів іпотечних сертифікатів і довірчими товариствами. Усі інші сфери нагляду, зокрема над страховими компаніями, кредитними спілками і установами, бюро кредитних історій і фінансовими установами, переходять до НБУ.

Ця ініціатива Президента України була підтримана й Національною радою реформ, якою також запропоновано закріпити статус регуляторів фінансових ринків (після їх переформатування) в Конституції України та законодавчо забезпечити фінансову та інституційну незалежність регуляторів.

Після широкого висвітлення вищезазначеної ініціативи в ЗМІ процес переформатування регуляторів зустрів спротив з боку страховиків. Враховуючи те, що активи страховиків становлять 60,59 млрд грн (за 9 місяців 2015 року відповідно до даних, розміщених на офіційному сайті Нацкомфінпослуг), що є домінуючою часткою стосовно інших ринків небанківських фінансових послуг, які регулюються Нацкомфінпослуг, позиція страховиків (які теоретично можуть бути представлені у Верховній Раді України як власники) є досить вагомим.

Швидше за все така позиція викликана насторогою акціонерів, що мають істотну участь щодо вимог до страховиків, які напевно будуть такими ж, як і ті, що висувуються НБУ до піднаглядних установ, зокрема і в частині розкриття інформації про кінцевих бенефіціарів. Незважаючи на те, що декілька разів цей законопроект був включений до порядку денного Верховної Ради України, його розгляд ще не здійснювався.

Як зазначає Д. Канеман, «демократія – складний процес, почасти тому, що евристичні методи доступності та афекту спотворюють відношення та сприйняття громадян, навіть якщо їхній загальний напрям правильний». Тому науковець наголошує на необхідності розробки

політики управління ризиками на основі об'єднання знань експертів з емоціями суспільства. Адже один з уроків фінансової кризи, що зумовив велику рецесію, полягає в тому, що часом конкуренція між експертами та компаніями формують могутні сили, що прирікають суспільство на ризики та невідомість<sup>153</sup>.

Як приклад підтримки двостороннього зв'язку з учасниками фінансового ринку, можна знайти й у практиці Нацкомфінпослуг. Так, розробка та затвердження нормативно-правових актів відбувається не лише за ініціативи регулятора. У багатьох випадках до складу робочих груп, що здійснюють розробку регуляторних актів, входять представники піднаглядних установ, асоціацій, професійних спілок тощо. Так, до участі у професійному обговоренні проекту розпорядження Нацкомфінпослуг «Про затвердження Змін до деяких нормативно-правових актів Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України» були запрошені представники провідних галузевих об'єднань страховиків для узгодження нововведень, що їх запропонував регулятор. Результати обговорення були втілені у нормативно-правових актах Нацкомфінпослуг<sup>154</sup>.

Державна регуляторна політика має посилити координаційну функцію та брати безпосередню участь в інформаційних потоках між учасниками фінансового ринку шляхом підвищення рівня прозорості та відкритості державних регуляторів. Крім того, не менш важливу роль відіграє й швидкість реагування регуляторної політики на зміни у динаміці та кон'юнктурі фінансового ринку. Зважаючи на широкий перелік завдань Нацкомфінпослуг, відповідно до Положення про Національну комісію, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, затвердженого Указом Президента України від 23 листопада 2011 року № 1070, основним інституційним інструментом для їх досягнення є затвердження Нацкомфінпослуг також власних нормативно-правових актів. Однак під час реалізації Нацкомфінпослуг своїх функцій виникають певні проблеми. Головним чином

---

<sup>153</sup> daniel kahneman, daniel kahneman»timid choice and bold forecasts: a cognitive perspective on risk taking.» management scienc . 01/1993; 39(1):17-31 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.anderson.ucla.edu/faculty/keith.chen/negot.%20papers/kahnemanlovallo\\_choicforcastsrisk93.pdf](http://www.anderson.ucla.edu/faculty/keith.chen/negot.%20papers/kahnemanlovallo_choicforcastsrisk93.pdf)

<sup>154</sup> Офіційний сайт Нацкомфінпослуг [Елекронний ресурс]. – Режим доступу: <http://nfp.gov.ua/news/976.html>



## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

---

вони пов'язані зі складністю порядку та забюрократизованістю прийняття власних нормативно-правових актів.

Враховуючи це, більшість нормативно-правових актів, що набирають чинності, відрізняються від їх проектів цих актів, що створюються робочими групами Нацкомфінпослуг. Здебільшого ця різниця не в кращу сторону, адже розробкою нормативно-правових актів займаються спеціалісти з відповідною кваліфікацією, розумінням тенденцій на ринках фінансових послуг та врахуванням сучасного стану і можливостей вдосконалення регулювання ринків фінансових послуг, на відміну від спеціалістів інших державних органів, які не володіють специфікою небанківських ринків фінансових послуг, але здійснюють розгляд та погодження вищезазначених актів.

У зв'язку з цим нами пропонується вдосконалити законодавство щодо регуляторної політики, зокрема Закон України «Про засади державної регуляторної політики у сфері господарської діяльності» в частині повноважень уповноваженого органу (Державної регуляторної служби України) при погодженні проектів регуляторних актів. Йдеться про мінімізацію можливостей уповноваженого органу впливати на суть норм, викладених у проекті регуляторного акта, за умови наявності висновків щодо відсутності у ньому дискримінаційних норм та норм, що мають корупційний чинник.

Водночас держава, здійснюючи регуляторні функції, не повинна обмежуватися роллю наглядча. Емоційним та імпульсивним економічним агентам, що діють в умовах асиметрії інформації, для прийняття рішень необхідний «дороговказ», яким має стати держава. Зважаючи на наявність широкого спектру інструментів впливу, державні інституції здатні підштовхувати економічних агентів до прийняття економічно обґрунтованих рішень. Саме на такій ідеї ґрунтується напрям поведінкової економіки – лібертіанський патерналізм. Підштовхування базується на психологічних принципах прийняття рішення економічним агентом. Згода прийняти умови (що висуває держава) сприймається як правильний вибір. Відмова від нього – вольова дія, що вимагає зусиль, більшої відповідальності від економічного агента. Відповідно ці умови визначають позитивне прийняття рішення. Ідеї патерналізму активно використовуються в США. Яскравим прикладом стала державна програма «Збережи більше завтра» – програма фінансових заощаджень для співробітників компаній та організацій.

Працівнику пропонується підвищувати внески у пенсійний фонд на фіксовану суму при кожному підвищенні заробітної плати. Підвищення внесків здійснюється автоматично за умови, якщо працівник не оформить письмову відмову. Нововведення 2003 року суттєво підвищило рівень національних заощаджень, що стало каталізатором розвитку фінансового ринку та вагомим інвестиційним ресурсом для економіки. Причинами успіху цієї програми є наступні: дана пропозиція заощаджувати не викликає спротиву щодо негайних втрат; підвищення внесків пов'язане з підвищенням зарплати, що трансформує поточні втрати у майбутні доходи; а також присутня можливість вибору. У Великобританії при уряді створений спеціалізований підрозділ «Група поведінкового інсайту», основною метою якого є застосування поведінкової науки у вирішенні державних завдань.

У вітчизняній практиці подібним прикладом можна вважати умови, встановлені державою (в особі законодавця) та регулятором, виконання яких є обов'язковими для здійснення страховиками діяльності щодо обов'язкового страхування цивільно-правової відповідальності власників наземних транспортних засобів.

Так, відповідно до Закону України «Про обов'язкове страхування цивільно-правової відповідальності власників наземних транспортних засобів» (далі – Закон), участь страховиків у Моторному (транспортному) страховому бюро України (далі – МТСБУ) є обов'язковою умовою для здійснення діяльності щодо обов'язкового страхування цивільно-правової відповідальності власників наземних транспортних засобів. Відповідно до Закону основними завданнями МТСБУ є: 1) здійснення виплат із централізованих страхових резервних фондів компенсацій та відшкодувань на умовах, передбачених Законом; 2) управління централізованими страховими резервними фондами, що створюються при МТСБУ для забезпечення виконання покладених на нього функцій; 3) забезпечення членства України в міжнародній системі автомобільного страхування «Зелена картка» та виконання загальновизнаних зобов'язань перед уповноваженими організаціями інших країн-членів цієї системи. Виходячи із завдань МТСБУ, можна стверджувати, що обов'язкове членство страховиків, що здійснюють відповідну діяльність, є гарантом захисту прав страхувальників щодо отримання страхового відшкодування у разі настання страхового випадку, передбаченого полісом страхування. Тобто держава сформувала такі умови на ринку страхових послуг, що у купівлі послуг у

## **Розділ 1. Методологія та передумови ефективності функціонування фінансового ринку в умовах глобалізації**

страховиків-членів МТСБУ громадяни вбачають для себе більше переваг, ніж у страховиків без членства. Це є вирішальним чинником у прийнятті рішень економічними агентами. Очевидно, що в умові обов'язкового членства страховиків у МТСБУ держава окреслила довгострокові цілі. Адже таким чином економічні агенти переважно будуть користуватися послугами добросовісних страховиків, а розширення кількості споживачів послуг підвищуватиме прибутковість компаній. У підсумку це забезпечить надійний базис для розвитку фінансового ринку в цілому.

З цією метою розроблені й Ліцензійні умови для провадження обов'язкового страхування цивільно-правової відповідальності власників наземних транспортних засобів, затверджені розпорядженням Держфінпослуг від 23.12.2004 № 3178 (із змінами) (далі – Ліцензійні умови). Ці умови також покликані забезпечити захист прав споживачів фінансових послуг, але в частині платоспроможності страховиків, що здійснюють діяльність з відповідного виду страхування. Так, ліцензійні умови передбачають ряд вимог, яким мають відповідати страховики:

- провадити страхову діяльність не менше двох років з добровільного страхування цивільної відповідальності власників наземного транспорту;

- страховики-члени МТСБУ зобов'язані щорічно разом з річною звітністю надавати до Нацкомфінпослуг підтверджену дирекцією МТСБУ довідку про відсутність заборгованості щодо внесків, відрахувань з премій;

- зобов'язані дотримуватись умов забезпечення платоспроможності відповідно до вимог Закону України «Про страхування», та інші вимоги.

Іншим прикладом прояву патерналізму у проведенні регуляторної політики на фінансовому ринку є затвердження Вимог до рейтингів фінансової надійності (стійкості) страховиків та перестраховиків-нерезидентів, затверджених розпорядженням Нацкомфінпослуг від 11.07.2013 № 2262.

Відповідно до даних Вимог до закінчення дії договорів перестрахування, укладених з перестраховиками-нерезидентами країн-членів Єдиного економічного простору, рейтинг фінансової надійності (стійкості) таких перестраховиків повинен відповідати рівню рейтингів не нижчому, ніж за класифікацією таких міжнародних рейтингових агентств: «A.M.Best» (США); – «В»; «Moody's Investors Service» (США) – «Ba»;

«Standard & Poor's» (США) – «ВВ»; «Fitch Ratings» (Великобританія) – «ВВ». Таким чином, державна регуляторна політика підштовхує вітчизняних страховиків до вибору надійних партнерів-перестраховиків.

Слід зазначити, що врахування біхевіористичних аспектів у проведенні державної політики набуває обертів у світовому просторі. Особливо актуалізується дослідження виміру відчуття «благополуччя-страждання» у громадян як індикатора державного регулювання. Інформація про динаміку даного індикатора буде прийматися за основу при розподілі бюджетного фінансування, визначення міри жорсткості регуляторних функцій держави. Як передбачає Д. Канеман, значимість даного індикатора посприяє його включенню в національну статистику багатьох країн – поряд з рівнем безробіття та ВВП.

Виходячи з аналізу вітчизняної практики регулювання фінансового ринку, державні інституції досить адекватно сприймають виклики сучасності та адаптивно змінюють підходи у регуляторній сфері. Водночас регуляторній політиці на фінансовому ринку не вистачає систематичності та послідовності, що значно мінімізує її потенційну ефективність. На даному етапі державна регуляторна політика має стати більш гнучкою. Її гнучкість повинна забезпечуватись: по-перше, врахуванням поведінкових ефектів, що проявляються на фінансовому ринку; а по-друге, переорієнтацією вектору державної уваги з відносин «держава – приватний сектор» на внутрішні відносини між економічними агентами приватного сектора. Виконання цих умов забезпечить можливість оцінювати та прогнозувати інвестиційні уподобання та настрої учасників фінансового ринку. Потрібно визнати, що нині ми є свідками суттєвих трансформацій у сприйнятті суспільством економічних та соціальних реалій. Трансформаційні виклики висувуються відповідно до всіх економічних суб'єктів та до держави. Завдання економічної теорії – розробити теоретико-методологічний базис для проведення гнучкої регуляторної політики. Адже, як говорив Дж. М. Б'юкенен, «вікно, у яке я дивитимусь завтра, ... не буде тим самим, що сьогодні – з обох відомих нам причин. Моє власне сприйняття, розуміння та інтерпретації неминуче змінюються з часом. Неминуче вічно змінюється і об'єкт спостереження»<sup>155</sup>.

---

<sup>155</sup> Б'юкенен, Джеймс М. Суспільні фінанси і суспільний вибір: Два протилежних бачення держави / Б'юкенен, Джеймс М., Масгрейв, Річард А.; пер. з англ. – К.: Вид. дім «КМ Академія», 2004. – 175, [29] с.

## РОЗДІЛ 2

# РЕГУЛЯТИВНИЙ ПОТЕНЦІАЛ ФІНАНСОВОГО РИНКУ ЯК ФАКТОР РЕАЛІЗАЦІЇ ЗАВДАНЬ СОЦІАЛЬНО-ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ

### 2.1. Ретроспектива формування концепту впливу фінансового сектора на економічне зростання

Проблема впливу фінансового сектора<sup>156</sup> на економічне зростання та розвиток вперше стала об'єктом аналізу у ХІХ ст., причому цей вплив вивчався у розрізі суміжних питань – оптимальної алокації ресурсів в економіці (В. Бейджхот), формування фінансового капіталу та ролі великих монополій (К. Маркс, Р. Гільфердінг). Найбільш близько до цієї проблеми підійшов Й. Шумпетер, який досліджував роль банків в економічному розвитку.

Стійке зростання інтересу до проблеми впливу фінансового сектора на економічне зростання спостерігається з початку 60-х рр. ХХ ст. Піонером у цій галузі слід вважати Р. Голдсмита<sup>157</sup>, який вивчав зв'язок між фінансовим та економічним розвитком деяких країн і довів значення фінансової структури для економічного зростання. Ним був введений коефіцієнт фінансової взаємозалежності (FIR – Financial Interrelation Ratio), що дорівнює відношенню величини фінансових ресурсів в економіці до національного доходу (ВВП). Вивчаючи дані з банківських систем 35 країн у період між 1860 і 1963 рр., дослідник зробив висновок про те, що у довгостроковій перспективі спостерігається паралельний економічний та фінансовий розвиток, а у багатьох випадках (хоча є винятки) більш

---

<sup>156</sup> Фінансовий сектор – це сукупність фінансових посередників, допоміжних фінансових корпорацій, інших фінансових корпорацій, специфіка яких полягає у тому, що вони здійснюють фінансову та страхову діяльність згідно з чинним законодавством, а також некомерційних організацій, які пов'язані з цими суб'єктами. Усі вони є основними суб'єктами фінансового ринку [Коваленко Ю. М. Розвиток фінансового сектора економіки в умовах інституційних трансформацій: дис. ... доктора ек. наук: 08.00.08 / Коваленко Юлія Михайлівна. – Ірпінь, 2014. – 517 с.].

<sup>157</sup> Goldsmith R. W. Financial Structure and Economic Development / Goldsmith R. W. – New Haven: Yale University Press, 1969. – 158 p.

високі темпи зростання економіки супроводжуються одночасно більш високими темпами фінансового розвитку.

Інший дослідник Р. МакКіннон<sup>158</sup> проілюстрував зв'язок між фінансовим сектором та економічним розвитком в Аргентині, Бразилії, Німеччині, Індонезії, Кореї, Тайвані та Чилі після Другої світової війни. У цілому висновки є однозначними: хоча фінансовий сектор розвивається через потреби нефінансових компаній, добре функціонуючий сектор у певних випадках і певних історичних періодах помітно прискорював економічний розвиток.

У 1990-ті рр. численні емпіричні дослідження продемонстрували наявність стійкого зв'язку між рівнем розвитку фінансового сектора та темпами економічного зростання. Р. Раджан і Л. Зінгалес<sup>159</sup> стверджують, що розвинені фінансові ринки сприяють, у першу чергу, розвитку тих компаній і галузей, які особливо залежать від зовнішнього фінансування. За допомогою регресійного аналізу вони дослідили велику кількість галузей у різних країнах і впевнились у тому, що залежні від зовнішнього фінансування галузі розвиваються стосовно швидше у країнах із розвиненим фінансовим сектором. Результати їх роботи дозволяють також зробити висновок про те, що високий рівень розвитку фінансового сектора сприяє розвитку нових фірм, наукомістких галузей (наприклад, обчислювальної техніки та фармацевтики), які потребують довгострокового фінансування. Особливо цьому сприяють учасники ринку акцій.

Підтвердження «теорії первинності фінансового розвитку» (financial led growth) виявили у 1999 р. П. Руссо і Р. Сілла<sup>160</sup> у ході дослідження 17 країн з їх історією (починаючи з XVIII ст.). Аналіз економічного розвитку Голландії у 1600–1794 рр., Англії 1700–1850 рр., США у 1790–1850 і Японії у 1880–1913 рр. привів авторів до висновків про те, що саме поява фінансових інститутів, фінансових інструментів і фінансових ринків відіграла провідну роль у розвитку цих економік.

---

<sup>158</sup> McKinnon R. Money and Capital in Economic Development / McKinnon R. – Washington, DC: Brookings Institution, 1973. – 182 p.

<sup>159</sup> Rajan R. G. Financial Dependence and Growth / R. G. Rajan, L. Zingales // American Economic Review. – 1998. – № 88. – P. 559–586.

<sup>160</sup> Rousseau P. L. Emerging Financial Markets and Early U.S. Growth / P. L. Rousseau, R. Sylla // National Bureau of Economic Research Working Paper. – 1999. – № 7448. – P. 658–669; Rousseau P. L. Financial System, Economic Growth and Globalization / P. L. Rousseau, R. Sylla // National Bureau of Economic Research Working Paper. – 2001. – № 8323. – P. 865–934.

## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку

Деяким ученим вдалось показати причинно-наслідковий характер залежності темпів зростання економіки від розвитку фінансового сектора. Так, Р. Кінг і Р. Левайн<sup>161</sup> продовжили дослідження Р. Голдсмита і розглянули індикатори фінансового розвитку 57 країн за період 1960–1989 рр., доповнивши його рядом показників. Вони намагались відповісти на питання: чи зможе рівень фінансового розвитку передбачати майбутні темпи економічного зростання, накопичення капіталу та зростання продуктивності праці? Р. Кінг і Р. Левайн включили у своє дослідження показники фінансового розвитку, що використовуються і сьогодні:

1) фінансова глибина (DEPTH)<sup>162</sup> – відношення ліквідних пасивів фінансових посередників (готівка та депозити кредитних інститутів (M2) до ВВП;

2) частка комерційних банків у кредитах (BANK) – відношення кредитів комерційних банків до загальної суми кредитів плюс активів центрального банку;

3) кредити приватному бізнесу (PRIVAT) – відношення кредитів приватного бізнесу до загальної суми кредитів (за винятком міжбанківських);

4) відношення кредитів приватним підприємствам до ВВП (PTIVY).

Серед показників зростання Р. Кінг і Р. Левайн обрали темпи зростання реального (у постійних цінах) ВВП на душу населення, темпи зростання основного капіталу на душу населення та темпи зростання продуктивності праці. Для відповіді на питання про причинно-наслідковий зв'язок між фінансовим та економічним розвитком автори намагались відповісти на питання про те, яким чином рівень фінансової глибини у 1960 р. дозволяє прогнозувати темпи зростання, накопичення капіталу та продуктивності праці наступні 30 років. Побудовані ними рівняння регресії свідчать про високу прогнозованість показника фінансової глибини. Проте недоліком роботи можна вва-

---

<sup>161</sup> King R. Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence / R. King, R. Levine // Journal of Monetary Economics. – 32 (December 1993). – P. 513–542; King R. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right / R. King., R. Levine // Quarterly Journal of Economics. – 108 (August 1993). – P. 717–738.

<sup>162</sup> Поняття «фінансова глибина» (financial depth) було введено у 1980-ті рр. Світовим банком за визначення зв'язку між економічним зростанням і розвитком фінансового сектора.

жати використання даних лише про банки, що не дозволило дослідити вплив на економіку інших характеристик фінансового сектора – розміру, ефективності, конкурентоспроможності та регулювання банківських установ, а також ролі небанківських фінансових інститутів. «Також не зрозуміло, у чому полягає механізм передачі імпульсів з фінансового сектора в реальний і чи прискорює більш ефективна фінансова система економічне зростання переважно за рахунок більш високого рівня інвестицій або за рахунок спрямування інвестицій у найбільш продуктивні галузі та підприємства»<sup>163</sup>.

Т. Бек, Р. Левайн і Н. Лоайза досліджували чинники впливу на фінансовий сектор<sup>164</sup>, зокрема, вплив розвитку фінансових посередників на норму заощаджень, інвестиції та продуктивність праці. При цьому використовувались економічні показники 63 країн за період 1960–1995 рр. Їх дослідження не підтвердили наявності стійкого зв'язку між рівнем розвитку фінансового посередництва та інвестиціями і нормою заощаджень, проте було виявлено залежність між розвитком фінансових посередників і зростанням реального ВВП на душу населення і продуктивністю праці. Ці результати співпадають з висновками Й. Шумпетера, який вважав, що фінансові посередники забезпечують зростання через стимулювання підвищення загальної продуктивності праці.

У своїх подальших дослідженнях Т. Бек, Р. Левайн і А. Деміргуч-Кунт<sup>165</sup> створили базу даних про фінансові сектори вже 150 країн за період 1960–1995 рр., яка дозволила виявити, що банки та небанківські фінансові установи (страхові компанії, пенсійні фонди, фінансові компанії, інвестиційні фонди тощо) є більш розвиненими і ефективними у більш багатих країнах, причому зі зростанням багатства тієї або іншої

---

<sup>163</sup> Рубцов Б. Б. Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики [Электронный ресурс] / Рубцов Б.Б. // Финансовые институты и экономическое развитие. – М.: ИМЭМО РАН, 2006. – Режим доступа: [www.mirkin.ru/\\_docs/Rub\\_evolfin.pdf](http://www.mirkin.ru/_docs/Rub_evolfin.pdf).

<sup>164</sup> Beck T. Finance and the Sources of Growth / T.Beck, R.Levine, N.Loayza // Journal of Financial Economics. – 2000. – № 58. – P. 261–300; Levine R. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes / R. Levine, N. Loayza, T. Beck // Journal of Monetary Economics. – 2000. – № 46 (1). – P. 31–77.

<sup>165</sup> Beck T. A New Database on Financial Development and Structure / T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine // World Bank Economic Review. – 1999. – № 14. – P. 597–605.



## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

країни ринки акцій стають більш активними та ефективними порівняно з ринками банківського кредитування.

На основі даних окремих компаній А. Деміргуч-Кунт і В. Максимович<sup>166</sup> довели, що компанії зростають більш швидкими темпами у тих країнах, де легше можна отримати зовнішнє фінансування.

Інша група дослідників, зокрема Ц. Калдерон та Л. Лью<sup>167</sup>, використовуючи дані 109 країн світу за період 1960–1994 рр., показала наявність двостороннього зв'язку між розвитком фінансових секторів та економічним зростанням. Вона виявила, що вплив розвитку фінансового сектора на зростання є важливішим за вплив економічного зростання на розвиток цього сектора економіки. При цьому було зроблено припущення, що недостатній розвиток останнього буде стримувати економічне зростання, особливо у перехідних економіках.

Р. Раджан і Л. Зінгалез<sup>168</sup> довели, що в країнах з розвиненим фінансовим сектором галузі, що відчують велику потребу у залучених ресурсах, зростають стосовно швидше за інші. І навпаки, у країнах зі слабким фінансовим сектором такі галузі розвиваються повільніше за інші. Ці дослідники провели найбільш ґрунтовне дослідження еволюції показників фінансового сектора в ХХ ст.<sup>169</sup> Як показник розвитку банківського сектора, вчені використовували відношення банківських депозитів до ВВП (табл. 2.1), а як показник ролі ринку цінних паперів – відношення розмірів капіталізації до ВВП (табл. 2.2), відношення емісії акцій до валових інвестицій (табл. 2.3), а також кількість лістингових компаній на мільйон жителів (табл. 2.4).

Робота Р. Раджана і Л. Зінгалеза показала високий рівень фінансового розвитку у 1913 р. навіть порівняно з 1999 р. Середній розмір депозитів стосовно ВВП у 1913 р. наближений до показника 1980 р. Винятком є Японія, де депозити становили 19 % у 1913 р., а у 1999 –

---

<sup>166</sup> Demirgüç-Kunt A. Stock Market Development and Firm Financing Choices / A. Demirgüç-Kunt, V. Maksimovic // World Bank Economic Review. – 1996. – № 10. – P. 341–370.

<sup>167</sup> Calderon C. The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth / C. Calderon, L. Liu // Journal of Development Economics. – 2003. – № 72. – P. 321–334.

<sup>168</sup> Rajan R. G. Financial Dependence and Growth / R. G. Rajan, L. Zingales // American Economic Review. – 1998. – № 88. – P. 559–586.

<sup>169</sup> Rajan R. G. The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the 20<sup>th</sup> Century / R. G. Rajan, L. Zingales // OECD, Economics Department Working Papers. – № 265. – ECO/WKP (2000)38 (www.oecd.org)

111 %. Випуск акцій набував більшого значення у 1913 р. порівняно з наступними роками. Тільки наприкінці 1990-х р. величина ринків акцій стосовно ВВП перевищила рівень 1913 р. У цілому комплексна оцінка фінансового розвитку групи розвинених країн дозволяє зробити висновок, що у 1999 р. цей рівень був такий самий, як і 1913 р., а у 1989 р. – нижчий за базовий показник.

Як і сьогодні, більше 100 років тому існували істотні відмінності між окремими країнами. За більшістю показників країни континентальної Європи у 1913 р. були більш розвиненими порівняно з США. В усіх країнах у період між 1913 р. і 1980 р. показники фінансового розвитку істотно погіршилися. Перша світова війна, якщо не рахувати власне, воєнних років, не спричинила радикального впливу на фінансовий сектор. У 1929 р. більшість фінансових індикаторів були близькі до довоєнного періоду. Відносна кількість емісій акцій у 1929 р. була значно більшою, ніж у 1913 р., однак це був пік буму. Цікаво, що сама Велика депресія не показала негайного ефекту на рівень фінансового розвитку. Зниження показників останнього відбулось у 1940-х рр. Через 5 років після закінчення Другої світової війни, у 1950 р., всі індикатори були значно нижчими, ніж напередодні війни. Депозити – 32 % ВВП, капіталізація – 29 %, емісія акцій – 6 % від валових інвестицій. Зниження не обмежувалось країнами, які зазнали поразки у війні. Така сама картина спостерігалась у Швеції, Аргентині та Бразилії.

Лише за останнє двадцятиріччя ХХ ст. відбулось відродження фінансового сектора, особливо в Європі. За цей час середнє значення показника депозиту/ВВП збільшилось на 50 %, капіталізація/ВВП та емісія акцій/валові інвестиції – у 4 рази. При цьому кількість лістингових компаній на мільйон жителів збільшилась лише на 30 %. Суттєве зростання ролі фінансового сектора можна пояснити тим, що на кінець 1980 рр. у країнах Європи та Японії було скасовано контроль над рухом капіталу, а США взагалі першими почали проводити лібералізацію свого фінансового сектора: у 1974 р. скасували контроль над рухом капіталу; у 1975 р. Нью-Йоркська фондова біржа скасувала фіксовані комісійні. Великобританія зняла контроль над капіталом у 1979 р., а дерегулювання фондової біржі відбулось у 1986 р. Позитивно вплинуло на розвиток фінансового сектора в Європі і створення Європейського Союзу, що відкрило місцеві ринки для конкуренції та створення нових ринків.

Таблиця 2.1

## Відношення банківських депозитів до ВВП країн світу у 1913–1999 рр., %

Країни	1913	1929	1938	1950	1960	1970	1980	1990	1999
Австралія	52	59	61	53	29	34	37	54	63
Австрія	116	37	33	19	28	44	62	84	81
Аргентина	29	36	36	30	23	19	28	7	24
Бельгія	68	48	69	17	17	26	31	38	84
Бразилія	13	22	24	26	17	15	18		28
Великобританія	50	33	45	53	25	20	29	94	111
Данія	76	46	39	46	43	41	28	56	55
Індія	4	7	9	10	13	15	30	42	45
Іспанія	7	24	24	33	37	53	44	60	64
Італія	41	37	53	22	52	69	75	60	43
Канада	22	26	16	39	37	35	45	46	58
Німеччина	53	27	25	20	31	46	49	55	60
Нідерланди	22	32	52	17	11	47	52	79	75
Росія	21	–	–	–	–	–	–	–	15
США	33	33	44	46	38	42	30	33	30
Франція	42	44	36	15	18	30	40	61	69
Швейцарія	93	108	113	79	78	69	69	103	66
Швеція	69	69	73	59	54	50	48	35	33
Японія	19	18	99	20	16	22	79	108	111

Джерело: складено на основі: Rajan R. G. *The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the 20<sup>th</sup> Century* / R. G. Rajan, L. Zingales // OECD, Economics Department Working Papers. – № 265. – ECO/WKP (2000)38 ([www.oecd.org](http://www.oecd.org))

Таблиця 2.2

## Відношення розмірів капіталізації національних емітентів до ВВП у 1913–1999 рр., %

Країни	1913	1929.	1938	1950	1960	1970	1980	1990	1995	1999
Австралія	13	43	–	38	45	68	40	37	67	109
Австрія	76	–	–	–	–	–	3	17	14	16
Аргентина	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Бельгія	99	178	–	–	32	23	8	33	37	74
Бразилія	16	–	–	–	–	–	6	3	25	41
Великобританія	109	–	192	86	115	199	38	87	122	206
Данія	37	19	17	10	14	17	8	30	33	60
Індія	2	7	7	7	7	6	4	12	36	41
Іспанія	–	–	–	–	–	–	8	23	27	72
Італія	17	23	26	7	42	14	6	14	19	62
Канада	–	–	100	57	159	175	45	43	66	124
Нідерланди	56	–	74	25	67	42	17	42	72	176
Німеччина	45	35	18	15	35	16	9	22	24	68
Росія	18	–	–	–	–	–	–	–	5	27
США	41	75	56	33	61	66	50	56	98	181
Франція	78	–	19	8	28	16	8	26	33	104
Швейцарія	58	–	–	–	–	50	42	69	129	262
Швеція	47	41	30	18	24	14	10	40	75	157
Японія	49	120	181	5	36	23	36	99	69	102

Джерело: складено на основі: Rajan R. G. *The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the 20<sup>th</sup> Century* / R.. G. Rajan, L. Zingales // OECD, Economics Department Working Papers. – № 265. – ECO/WKP (2000)38 ([www.oecd.org](http://www.oecd.org))

Таблиця 2.3

## Відношення емісії акцій до валових інвестицій країн світу у 1913–1999 рр., %

Країни	1913	1929	1938	1950	1960.	1970	1980	1990	1999
Австралія	–	13	–	9	4	5	5	8	15
Австрія	–	7	–	–	3	7	0	7	3
Аргентина	–	–	–	–	1	–	1	–	2
Бельгія	23	85	3	–	9	8	3	1	6
Бразилія	–	–	–	20	19	19	6	1	27
Великобританія	14	35	9	8	9	1	4	6	9
Германія	7	17	6	0	4	2	1	4	6
Данія	–	3	1	–	–	–	1	7	9
Індія	–	–	–	–	–	0	0		8
Іспанія	1	33	–	8	11	7	3	6	10
Італія	7	26	3	2	8	2	4	4	12
Канада	–	–	2	3	3	1	4	1	7
Нідерланди	38	61	45	2	2	0	1	10	67
Росія	17	–	–	–		–	–	–	0
США	4	38	1	–	2	7	4	4	12
Франція	14	26	3	5	5	4	6	2	12
Швейцарія	3	–	–	–	2	–		2	–
Швеція	8	34	6	1	3	0	0	3	10
Японія	8	13	75	–	15	3	1	25	8

0 – незначна величина

Джерело: складено на основі: Rajan R. G. *The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the 20<sup>th</sup> Century* / R. G. Rajan, L. Zingales // OECD, *Economics Department Working Papers*. – № 265. – ECO/WKP (2000)38 ([www.oecd.org](http://www.oecd.org))

## Кількість національних лістингових компаній на мільйон жителів у країнах світу у 1913–1999 рр.

	1913	1929	1938	1950	1960	1970	1980	1990	1999
Австралія	68	77	85	122	94	–	69	64	65
Австрія	39	43	30	16	13	12	9	13	12
Аргентина	15	–	–	–	27	16	10	6	4
Бельгія	109	–	–	55	43	38	23	19	14
Бразилія	12	10	5	–	4	4	4	4	4
Великобританія	47	–	–	–	–	–	47	30	31
Германія *	16	13	10	13	11	9	7	7	11
Данія	38	55	85	81	76	52	43	50	45
Індія	1	2	3	3	–	–	3	7	6
Іспанія	–	–	–	–	–	–	25	11	22
Італія	6	6	3	3	3	2	2	4	5
Канада	–	–	–	67	62	55	51	43	111
Нідерланди	63	–	–	–	21	16	15	17	15
Росія	2	–	–	–	–	–	–	–	1
США	4	7	7	7	6	7	23	26	29
Франція	13	–	25	29	20	17	15	10	16
Швейцарія	24	20	22	19	18	21	28	50	34
Швеція	21	16	15	13	14	13	12	14	31
Японія	8	17	19	9	8	15	15	17	20

0 – незначна величина

Джерело: складено на основі: Rajan R. G. *The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the 20<sup>th</sup> Century* / R. G. Rajan, L. Zingales // OECD, *Economics Department Working Papers*. – № 265. – ECO/WKP (2000)38 ([www.oecd.org](http://www.oecd.org)).

**Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку  
як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

З 1990-х рр. наукові дослідження зосереджуються на вивченні особливостей взаємозв'язку розвитку фінансового сектора та економічного зростання в перехідних економіках (табл. 2.5).

У країнах, що розвиваються, існує позитивний зв'язок між розвитком фінансового сектора та економічним зростанням, проте провідна роль у цих процесах належить банкам через низький розвиток ринку цінних паперів.

Таблиця 2.5

**Дослідження взаємозв'язку фінансового сектора та економічного розвитку у перехідних економіках**

<b>Автори (рік)</b>	<b>Методика дослідження</b>	<b>Банки та ринки</b>	<b>Ефект</b>	<b>Ключові висновки</b>
Г. Фінк і П. Хайс (1999)	Крос-секторний регресійний аналіз виробничі функції у 10 країнах ЦЄ	банки	+	Банки позитивно впливають на економічне зростання
		ринок акцій	0	
		ринок облігацій	0	
М. Кар і Е. Пентеркост (2000), Д. Уналміс (2002)	Тест Гренже-ра (Турція)	банки	+	Фінансовий розвиток значно впливає на економічне зростання в короткостроковому періоді, проте в довгостроковому періоді спостерігається різноспрямований зв'язок між фінансовим розвитком та економічним зростанням
Д. Джаффе та М. Левоніан (2001)	Крос-секторний регресійний аналіз функції Барро у 23 перехідних країнах	банки	+	Відчутний позитивний зв'язок між розвитком банківського сектора, його реформуванням та економічним зростанням
Т. Кову (2002)	Груповий аналіз регресій Барро у 25 перехідних країнах ЦЄ	банки	+	Виявлено значний вплив зміни відсоткової ставки на економічне зростання. Зміна обсягу кредитів впливає несуттєво

**Регулятивний потенціал фінансового ринку  
в умовах глобальних викликів**

Продовження таблиці

К. Дракос (2002)	Груповий аналіз регресій Барро у 21 перехідній країні ЦСЄ	банки	+	Виявлено позитивний ефект між ступенем конкуренції в банківському секторі й економічним зростанням
М. Платек (2002)	Груповий аналіз регресій Барро у 25 перехідних країнах	банки	+	Ступінь розвитку ринку акцій та банків тісно корелює з економічним зростанням
		ринок акцій	+	
А. Мехлі і А. Вінклер (2003)	Груповий регресійний аналіз економічного зростання 8 країн ПСЄ	банківський сектор	+	Показник фінансової глибини не мав визначального впливу на економічне зростання у 1993–2003 рр. через недостатній інституційний та законодавчий розвиток
Г. Фінк, П. Хайс і Г. Вуксіс (2004)	Крос-секторний та груповий регресійний аналіз економічного зростання у 9-ти країнах ЦСЄ	агрегований індикатор	+	Банківський сектор та ринок облігацій стимулюють економічне зростання завдяки сприянню технологічним змінам
		банківський сектор	+	
		ринок акцій	–	
		ринок облігацій	+	
Г. Фінк, П. Хайс і Х. Мантлер (2005)	Груповий регресійний аналіз економічного зростання 22 країн з ринковою економікою та 11 перехідних країн ЦСЄ	банківський сектор	+	Фінансовий сектор продукує позитивний ефект економічного зростання (в перехідних країнах його роль є нижчою). Розвиток фінансового сектора створює передумови для зростання в короткостроковому періоді
		ринок акцій	+	
		ринок облігацій	+	
		небанківський фін. сектор	+	

*Джерело: складено на основі: Семенов А. Ю. Вплив діяльності фінансових установ на економічне зростання України: дис. ... кандидата ек. наук: 08.00.08 / Семенов Андрій Юрійович. – Суми, 2011. – 270 с.*

У сучасних умовах чим вищим є рівень розвитку економік, тим більшими є фінансова глибина та диверсифікованість фінансового сектора, меншою – частка банків у сукупних активах. За нашими підрахунками, у розвинених країнах частка банківського сектора перебуває у межах 30–80 % активів (зона середніх значень – 60–70 %).



## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку

У країнах, що розвиваються, частка банківського сектора є вищою (50–90 %) (зона середніх значень – 75–85 %). У цих країнах переважають банки і квазібанки (від ломбардів і лихварських контор до кредитних кооперативів і фінансових компаній), проте вони мають певні труднощі у розширенні сфери фінансових послуг, оскільки керувати ними набагато складніше, ніж небанківськими фінансовими установами з гнучкою системою організації та володінням інформацією про клієнта і ринок. Хоча домінування банків у структурі фінансового сектора є очевидним фактом (у Польщі – 86 % фінансових активів, Чехії – 85, Словенії – 78), країни, що розвиваються, на рис. 2.1 розміщені у лівому нижньому куті, що свідчить про низьку частку кредитів і капіталізації їх емітентів у ВВП.

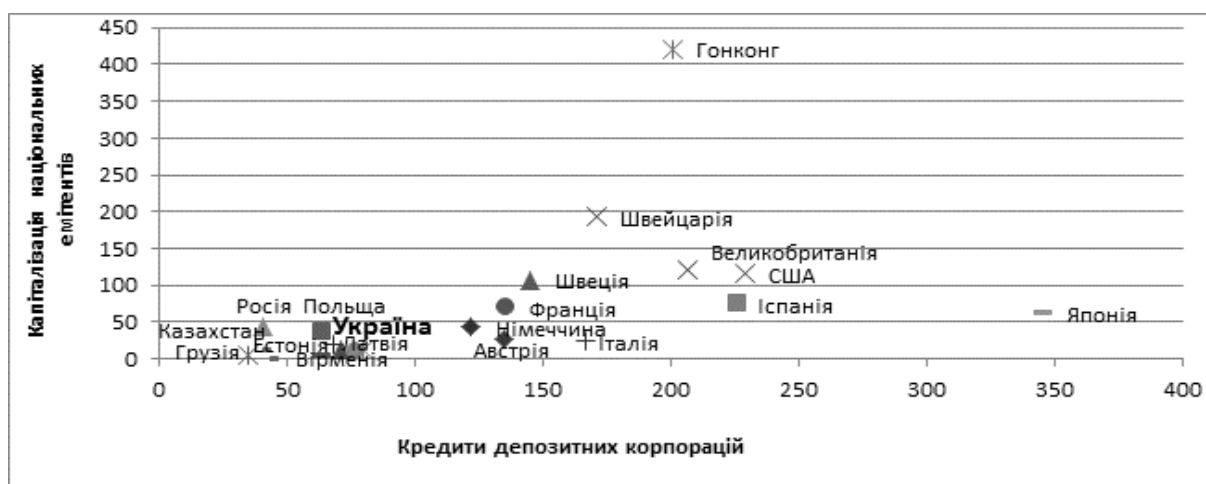


Рис. 2.1. Кредити банків (крім кредитів уряду) та капіталізація національних емітентів країн світу у 2014 р., % до ВВП

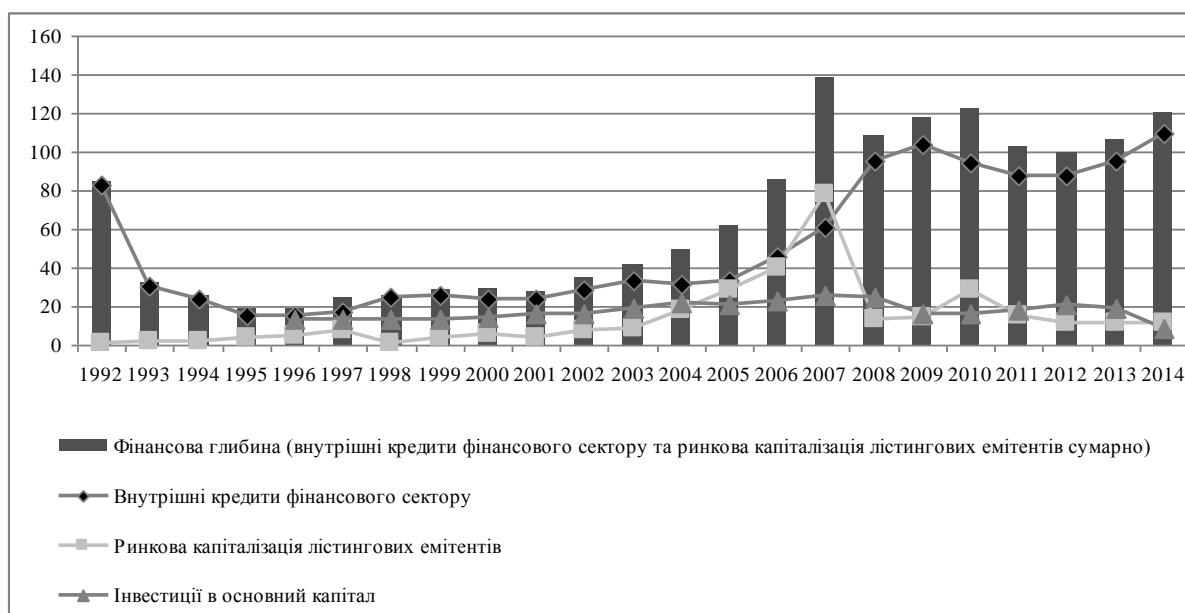
Джерело: побудовано на основі: *The World Bank [Електронний ресурс]*. – Режим доступу: <http://data.worldbank.org>.

Щодо розвитку банківської системи в Україні, то на перших етапах розвитку економіки відбулось істотне скорочення попиту на банківські депозити і, як наслідок, відплив коштів із фінансового сектора, який щойно сформувався. Основна причина – великий обсяг заощаджень домогосподарств до реформ був зумовлений дефіцитом товарів, а після лібералізації цін і появи на українському ринку імпорту населення почало інтенсивно знімати кошти з депозитів, а ті кошти, що залишились, знецінились за гіперінфляції. Нині в Україні переважання банківських корпорацій у структурі фінансових активів спричинене: 1) посиленням інсайдерської структури власності з переважанням ве-

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

ликих корпоративних власників; 2) більш ефективним їх регулюванням порівняно з іншими фінансовими інститутами; 3) зосередженням торговельної активності на боргових цінних паперах; 4) недоступністю ресурсів ринку цінних паперів для більшості компаній малого та середнього бізнесу; 5) доступністю та зрозумілістю для клієнтів банківських послуг; 6) низьким рівнем доходів на душу населення. При цьому акцентування уваги на розвитку фінансового сектора як сукупності банківських установ відволікає увагу від системних проблем ринку цінних паперів, який має забезпечувати емісійне фінансування для великих українських компаній і високотехнологічних виробництв, активні операції інституційних та іноземних інвесторів, орієнтацію його учасників на ринкові індикатори, а також фінансовий перерозподіл у межах довгострокових концепцій і стратегій.

Натомість відбувається відрив фінансового сектора від реальних процесів в економіці через збільшення внутрішніх кредитів депозитних корпорацій за 2000–2014 рр. з 23,8 до 110 % до ВВП, ринкової капіталізації лістингових емітентів – із 6 лише до 11 %. При цьому інвестиції в основний капітал знизились із 13,9 до 8,6 % до ВВП (рис. 2.2).



**Рис. 2.2. Фінансова глибина економіки та інвестиції в основний капітал в Україні у 1992–2014 рр., % до ВВП**

Джерело: розраховано та побудовано на основі: Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>; The World Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://data.worldbank.org>.

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

Інший показник розвитку фінансового сектора – маржа відсоткових ставок за кредитами та депозитами. Як правило, зростання цієї ставки є наслідком високих трансакційних витрат банків, їх ризиків і високого рівня монополізації банківської системи. Найменша різниця між відсотковими ставками у 2014 р. була у Білорусі (0,2 %), а найвища – у Вірменії (6 %), Україні (5,6 %), Молдові (5,3 %), Російській Федерації (5,1 %). Проте якщо порівнювати ці показники з 1995 р., то вони суттєво знизились, і це вплинуло на економічне зростання досліджуваних країн.

Депозитна ставка в Україні з 1995 по 2006 рр. показала суттєве зниження – з 70,3 до 7,6 %, проте зросла до 12,1 % у 2014 р. (рис. 2.3), що можна пояснити складною економічною ситуацією і прагненням банків залучити клієнтів. Проте вона залишається однією з найвищих у світі (Білорусь – 18,6 %). Найнижчі ставки серед колишніх республік СРСР має Естонія (0,5 %). Щодо кредитної ставки у 2014 р., то вона також є однією з найвищих у світі (17,7 %) поряд з Таджикистаном (24,5 %), Киргизією (22,4 %), Білоруссю (18,7 %) та Азербайджаном (17,9 %). Найменше значення у Великобританії – 0,5 % і Японії – 1,2 %.

Занепокоєння має викликати частка проблемних кредитів банків – з найменшого показника 3,9 % у 2008 р. вона зросла до 24,3 % у 2015 р. Подібні цифри не можна знайти у жодній країні світу (за винятком тільки Афганістану (49,9 %) і Мавританії (45,3 %)). Усе це стало наслідком спершу світової фінансової кризи, а потім складної економічної та політичної ситуації всередині країни. Придушення малого та середнього бізнесу у країні призвело до того, що він не спроможний сплачувати ринкову відсоткову ставку за кредитом. Велику роль у цих процесах відіграє такий показник, як індекс глибини кредитної інформації, що включає параметри обсягу і доступності інформації про кредит (0 – низький, 6 – високий). Так, в Україні він дорівнює 3, коли єдина країна з індексом 0 – це Молдова, а у всьому світі переважно сягає найвищих позначок у 5 і 6. Проте високим є індекс сили юридичних прав (0 – низький, 10 – сильний). У країні він становить 9 (у Росії – 3), а найвище значення має Гонконг.

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів



**Рис. 2.3. Кредитні та депозитні ставки в Україні у 1993–2014 рр., %**

Джерело: побудовано на основі: *The World Bank* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://data.worldbank.org>.

Зазначені тенденції розвитку банківської системи в Україні свідчать про те, що вона не спроможна досі ще відповідати потребам реального сектора та економічному зростанню. Не можна не згадати і про таке поняття, як фінансово-відсотковий важіль, коли через різницю відсоткових ставок в Україні і в ЄС реальний і фінансовий сектор позичають фінансові ресурси за кордоном, збільшуючи у такий спосіб зовнішній борг країни. Одночасно з його зростанням виникають труднощі з девальвацією: якщо вона відбувається, то гривневий еквівалент цього боргу одразу ж зростає та стає тягарем для деградованого реального сектора економіки. Звичайно, не можна розвивати конкурентоспроможне виробництво без кредитування, але позичений за кордоном ресурс вкладається не в нього, а здебільшого у сировинні галузі, що визначають експорт країни, міжбанківські операції, валютні спекуляції, операції з нерухомістю тощо.

Висока відсоткова ставка в Україні за логікою регуляторів має протидіяти інфляції та залучати іноземні інвестиції. Однак в умовах дисбалансу рентабельності секторів економіки високий відсоток дозволяє розвивати види економічної діяльності, рентабельність яких перевищує цей відсоток, тобто фінанси та страхування, енергетику, видобувні галузі, металургію, нафтохімію тощо. Усі інші продуктивні сфери діяльності за такого відсотка штучно стають неефективними. Це призводить до такого: неефективна монополістична структура

## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку

економіки з високими витратами; низький рівень рентабельності та інвестицій; низький розмір продуктової маси на внутрішньому ринку; висока інфляція. Високий відсоток і низька рентабельність провокують подальшу деградацію всієї економічної системи. В Україні зношений основний капітал, практично повністю знищений парк верстатів, механізми відновлення основного капіталу. «Якщо відсоток відображує вартість основного капіталу, то чому зношені речі так дорого коштують?... Високий відсоток підвищує схильність до спекулятивної гри, а не виробничої діяльності, не дозволяючи реалізувати більшості нових ідей, винаходів, НДДКР тощо»<sup>170</sup>.

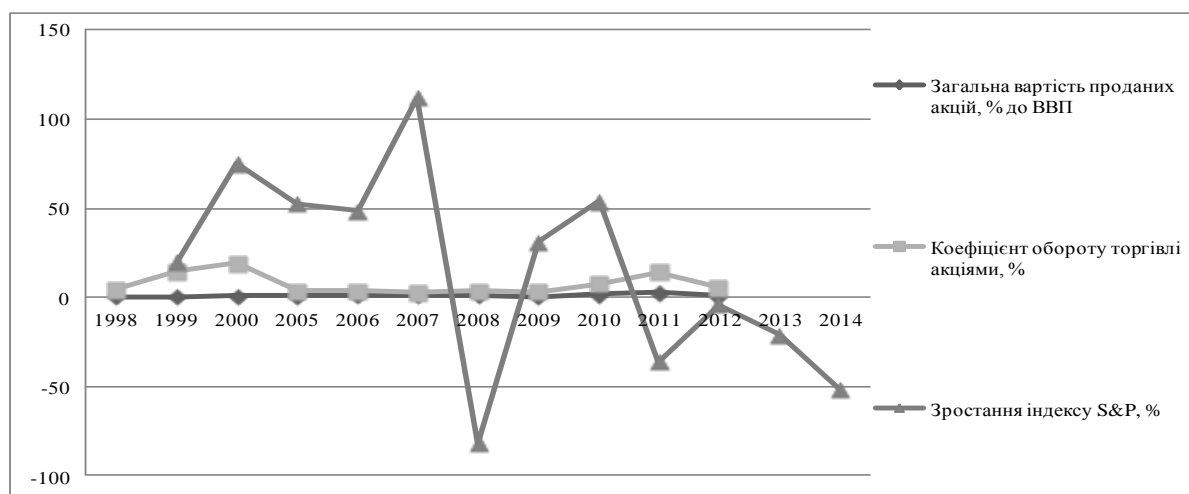


Рис. 2.4. Динаміка ключових показників ринку цінних паперів України у 2000–2014 рр.<sup>171</sup>

Джерело: побудовано на основі: *The World Bank [Електронний ресурс]*. – Режим доступу: <http://data.worldbank.org>.

Щодо ринкової капіталізації лістингових емітентів до ВВП (рис. 2.2), то у 2009 р. вона сягнула 11 % (у 2007 р. – 78,3 %). У розвинених країнах цей показник становить близько 100 %.

Коефіцієнт обороту торгівлі акціями (рис. 2.4) свідчить про те, що відбувається також зменшення його значення – з 19,2 % у 2000 р. до 5,2 % у 2012 р. Зазначене свідчить про існування неактивного ринку цінних паперів у країні, де торгівля забезпечується власне самими

<sup>170</sup> Сухарев О. С. Возможности экономической науки и развитие экономики / О. С. Сухарев // Бюлетень Міжнародного Нобелівського економічного форуму. – 2010. – № 1 (3). – Т. 1. – С. 327–328.

<sup>171</sup> Світовий банк наводить цифри щодо показників розвитку ринку цінних паперів в Україні лише за 1998–2012 рр.

торговцями цінними паперами. У цьому контексті корисним буде використання передового досвіду фінансування економіки за рахунок акціонерного механізму, наприклад, Великобританії, де коефіцієнт обороту акціями сягає 101,9 %, Німеччини – 103,0 %, Польщі – 47,6 %.

Отже, і потенціал ринку цінних паперів досі ще не забезпечує повною мірою економічне зростання в Україні. Причини слід шукати у неефективному корпоративному управлінні, недостатній кількості фінансових інструментів, прийнятних для інвестування, низькій фінансовій культурі, ментальних нормах тощо.

Учені Інституту економіки перехідного періоду вказують, що «однією з основних причин незначного впливу глибини і ступеня розвитку фінансового сектора на темпи економічного зростання у перехідних економіках є те, що інвестиції у приватний сектор фінансувались або за рахунок внутрішніх коштів самих підприємств, або за рахунок іноземного капіталу»<sup>172</sup>. Те саме стосується і України, де фінансовий сектор не чинить впливу на економічне зростання, оскільки воно забезпечується іншими джерелами, передусім власними коштами підприємств (рис. 2.5). Ситуація, коли суб'єкти господарювання використовують для фінансування бізнесу лише прибуток і амортизаційні відрахування, призводить до того, що фінансові посередники не беруть на себе ризики інвестиційних проектів. І чим меншою є частка боргового фінансування, тим більший ризик несе підприємець, що призводить до зниження економічних показників.

Недостатній розвиток фінансового сектора в Україні пояснюється незрілим інституційним середовищем: недостатньо чітко сформульовані права власності; асиметрія інформації; невиконання контрактних зобов'язань; непрозорість діяльності емітентів; використання банків у сумнівних угодах тощо. Проте з економічною еволюцією та системним перетворенням діючих інституцій фінансового сектора останній набуватиме цивілізованішого вигляду, що, власне, і доводить світова практика.

---

<sup>172</sup> Дробышевский С. Влияние глубины финансового сектора на развитие национальных экономик. Сравнительный анализ денежно-кредитной политики в переходных экономиках / С. Дробышевский, А. Козловская, Д. Левченко и др. // Научные труды ИЭПП. – 2003. – № 58. – С. 136.

## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку



**Рис. 2.5. Структура капітальних інвестицій за джерелами фінансування в Україні у 1997–2014 рр., %**

*Джерело: побудовано і розраховано на основі: Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>*

На нашу думку, слід розширити тезу про більш швидкий розвиток країн із сильним ринком капіталу з підкресленням зворотного зв'язку між досліджуваними параметрами. Можна сказати, що розвинені ринки народжують більше багатство. Але, можливо, правильним є і зворотне твердження: розвиненим і багатим країнам відповідає адекватна, більш розвинена фінансова система через створення для цього необхідних умов – інституційних та економічних. Іншими словами, розвиток фінансового сектора – наслідок економічного зростання.

### **2.2. Загальний тренд резервів інституційних секторів економіки для фінансового забезпечення економічного розвитку України**

Незадоволений попит інституційних секторів економіки у фінансових ресурсах на фоні нестабільної політико-економічної ситуації в світі та в Україні, зокрема, сьогодні відносять до системних проблем відновлення національної економіки, що спричиняють значні дисбаланси. За розрахунками вітчизняних і зарубіжних учених фінансування економічного розвитку України та відновлення позитивної

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

---

макроекономічної динаміки потребують залучення інвестиційного ресурсу обсягом понад 300 млрд дол. США, у тому числі:

- у модернізацію існуючих та організацію нових виробництв перспективних товарів – 90–100 млрд дол. США;
- у транспортну й енергетичну інфраструктуру – 107,6 млрд дол. США (на модернізацію енергогенеруючих потужностей – 40,5 млрд дол. США та ліній електропередач – 1 млрд дол. США, на будівництво нових та капітальний ремонт автошляхів – 22,5 млрд дол. США, модернізацію залізничних шляхів – 2 млрд дол. США, портової інфраструктури – 1,75 млрд дол. США, придбання нового локомотивного і вагонного залізничного парку – 6,1 млрд дол. США);
- на реалізацію проектів з підвищення енергоефективності в житлово-комунальному господарстві і промисловості – 110 млрд дол. США<sup>173</sup>.

Однак перешкодами до залучення фінансових та інвестиційних ресурсів є складна політико-економічна ситуація, незадовільний стан інвестиційного клімату держави та низький рівень конкурентоспроможності. Так, за результатами міжнародного рейтингу – індексу глобальної конкурентоспроможності 2015–2016 рр., проведеного Всесвітнім економічним форумом, позиції України у рейтингу глобальної конкурентоспроможності останніми роками погіршуються за багатьма параметрами або немає їх динамічних позитивних зрушень<sup>174</sup>.

У 2015 році Україна погіршила свої позиції на 3 пункти – з 76-ої серед 144 країн до 79-ї серед 140 країн світу (вищу сходинку зайняла Гватемала (78 місце), нижчу – Таджикистан (80 місце), Росія – на 45 місці). Втрати конкурентних позицій України становили за складовими:

- макроекономічне середовище – мінус 29 позицій, у тому числі інфляція, зміна за рік, % – 59, державний борг, у % до ВВП – 44;
- розвиток фінансового ринку – 14;
- розмір ринку – 7, у тому числі внутрішнього – 9, зовнішнього – 1;
- охорона здоров'я та початкова освіта – 2;

---

<sup>173</sup> План модернізації України: від кризи до економічного зростання [Електронний ресурс] / Федерація роботодавців України та ін. – Режим доступу: <http://ukraine-modernization-plan.changeua.com/>

<sup>174</sup> The Global Competitiveness Report 2015–2016 [Електронний ресурс] / World Economic Forum. – Режим доступу: <http://www.weforum.org/reports>



**Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку  
як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

– інфраструктура і технологічна готовність – 1.

Основними перешкодами ведення бізнесу за Глобальним індексом конкурентоспроможності 2015–2016 стали (від більшої до меншої): 1) корупція; 2) доступ до фінансування; 3) інфляція; 4) політична нестабільність; 5) ставки податків.

Економіка України характеризується вкрай негативною динамікою макроекономічних показників, зокрема ВВП та промислового виробництва, падінням рівня життя населення, згортанням інвестиційної діяльності та економічно небезпечним накопиченням державного і гарантованого державою боргу, зростанням інфляції тощо. Відставання України від високорозвинених країн становить за різними оцінками 45–70 років і цей розрив зростає – у 2014 році ВВП України становило лише 56,7 відсотка відносно 1990 року (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

**Окремі макроекономічні показники України\***

<i>Показник</i>	<i>Приріст/зниження, % до попереднього року, без урахування АР Крим, м. Севастополь (2012–2015 роки) і зони проведення АТО (2014 і 2015 роки)</i>			
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>січень – вересень 2015 року</b>
ВВП реальний	0,2	0,0	– 6,8	– 7,2
Промислове виробництво	– 0,7	– 4,3	– 10,7	– 16,6
Роздрібний товарооборот	11,6	5,9	– 9,6	– 22,3
Індекс цін виробників промислової продукції	0,3	1,8	31,8	28,0
Індекс споживчих цін	– 0,2	0,5	24,9	41,4
Реальні наявні доходи населення	13,6	5,3	– 8,4	– 26,6
Реальна заробітна плата	14,4	8,2	– 6,5	– 22,7
Капітальні інвестиції	8,3	– 7,9	– 24,1	– 6,0
Прямі іноземні інвестиції в Україну, наростаючим підсумком з початку року	9,6	6,3	– 19,5	– 6,4
Державний і гарантований державою борг, % до ВВП	37	40	61	92
ВВП у % до 1990 року	69,5	59,7	56,7	–

*Джерело: складено автором за даними Державної служби статистики України.*

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

Наявність системних проблем фінансових ринків засвідчують дані їх статистики, що характеризуються недостатніми обсягами коштів для підтримання ліквідності банків, падінням курсу національної валюти, погіршенням кредитних портфелів банківських установ, падінням індексу ПФТС, високими процентними ставками та відповідно вартістю кредитів (табл. 2.7) тощо.

Таблиця 2.7

### Динаміка кредитних ставок в Україні у 2013–2015 роках\*

Роки	Облікова ставка НБУ, %	Середньозважена ставка рефінансування за всіма інструментами, %	Середньозважена вартість кредитів у національній валюті, за станом на кінець року, %
2013	з 10.06 – 7,0 %; з 13.08 – 6,5 %	7,2	20,2
2014	з 15.04 – 9,5 %; з 17.07 – 12,5 %; з 13.11 – 14,0 %	18,0	20,7
2015	з 06.02 – 19,5 %; з 04.03 – 30 %; з 28.08 – 27 %; з 25.09 – 22 %	22,1 (грудень)	21,2

*Джерело: узагальнено за даними НБУ.*

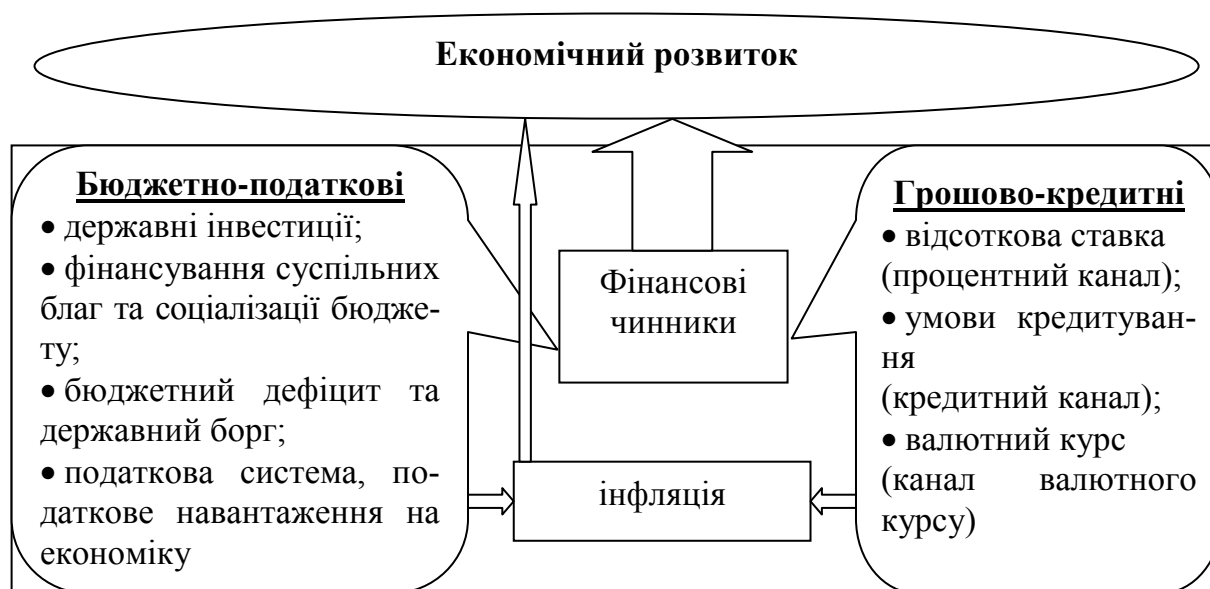
Вирішення означених проблем розвитку національного господарства в умовах системної кризи вимагає посилення регулюючої ролі держави, що полягає у застосуванні комплексу методів, форм та засобів впливу держави на соціально-економічну систему з метою реалізації макроекономічних цілей щодо зростання ВВП, утримання інфляції на оптимальному рівні, забезпечення повної зайнятості та протидії циклічним коливанням<sup>175</sup>.

Фінансове стимулювання економічного розвитку перебуває у площині реалізації взаємодоповнюючої економічної та фінансової політики. Остання передбачає застосування бюджетно-податкових та грошово-кредитних інструментів державного регулювання (рис. 2.6). З одного боку, держава за допомогою прямих і непрямих методів державного регулювання визначає основні фінансові параметри

<sup>175</sup> Олешко А. А. Антикризове регулювання національної економіки: теорія і практика: [монографія] / А. А. Олешко: Національний університет ДПС України. – Ірпінь: Видавництво НУДПСУ, 2012. – 350 с.

## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку

економічного розвитку. З іншого, – встановлює формальні правила гри на ринку для інституційних одиниць національного господарства. При цьому масштаби та якість фінансової участі держави в економічних процесах чинять вплив на динаміку економічного зростання.



**Рис. 2.6. Фінансові чинники розвитку національної економіки\***

*Джерело: авторська розробка.*

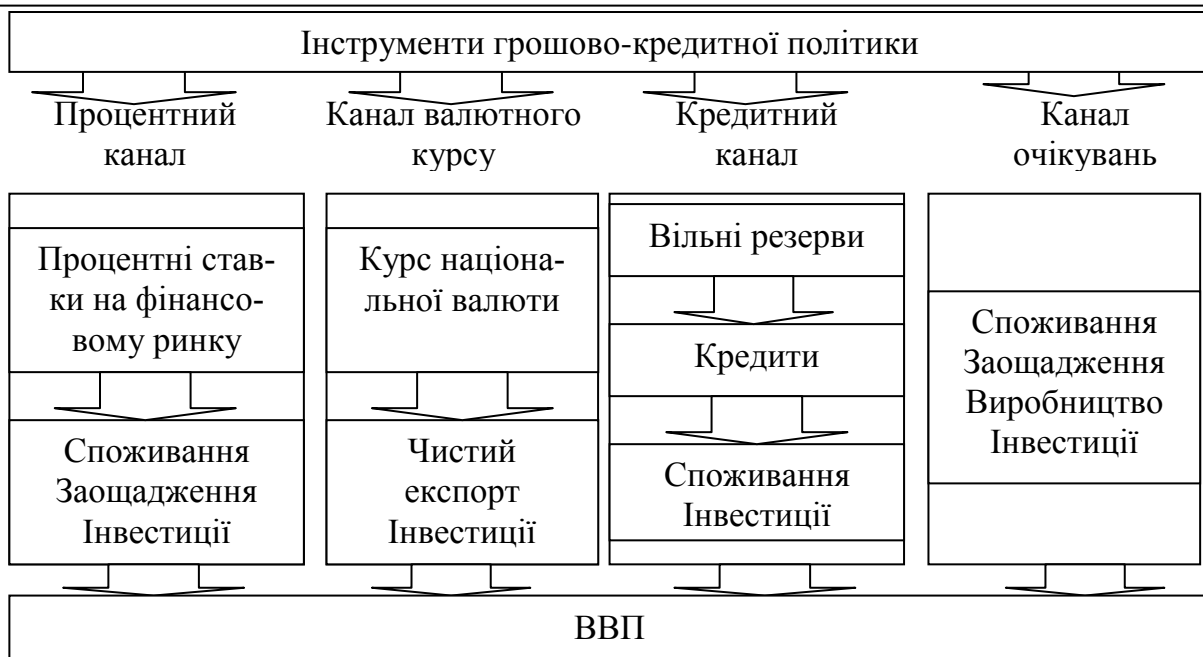
Бюджетно-податкові чинники впливають на динаміку економічного зростання через такі параметри, як обсяг і структура державних інвестицій, фінансування суспільних благ, рівень соціалізації бюджету, обсяг бюджетного дефіциту, його частка у ВВП, обсяг та структура державного боргу, його співвідношення з ВВП, ефективність податкової системи і податкове навантаження на економіку.

Грошово-кредитна політика впливає на економічний розвиток через канал процентної ставки, валютного курсу, кредитний канал та канал очікувань економічних суб'єктів (рис. 2.7).

Стимулювання економічного розвитку через процентний канал передбачає встановлення облікової ставки НБУ, яка є орієнтиром для суб'єктів економіки щодо офіційної вартості ресурсів. Зміна облікової ставки НБУ прямо впливає на короткострокові ставки на фінансовому ринку, і через криву дохідності – на довгострокові<sup>176</sup>.

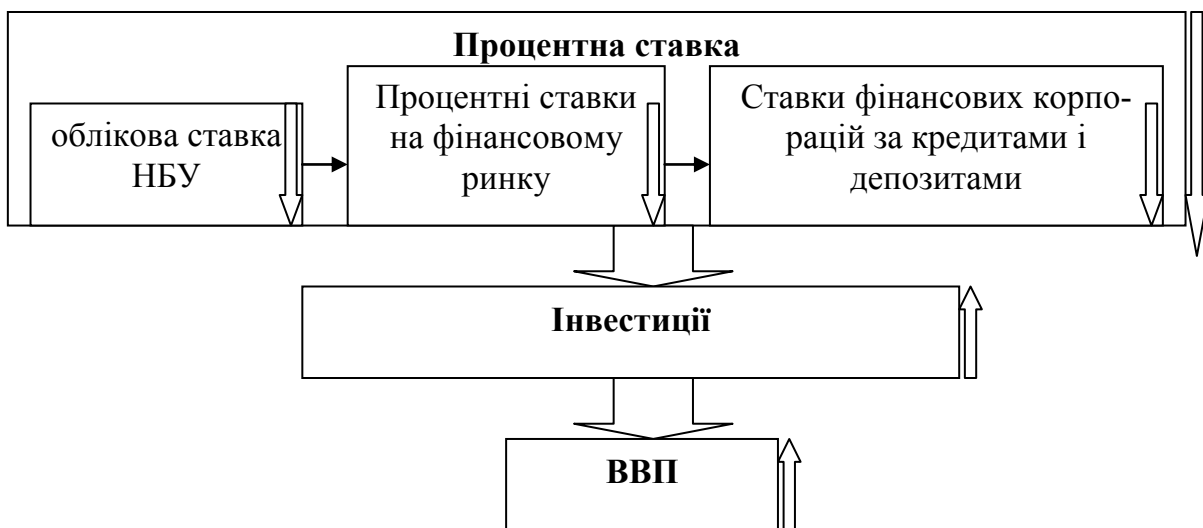
<sup>176</sup> Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін: [монографія / за ред. В. Стельмаха]. – К.: Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 [207] с.

**Регулятивний потенціал фінансового ринку  
в умовах глобальних викликів**



**Рис. 2.7** Схема дії механізму монетарної трансмісії  
*Джерело: розроблено автором на основі<sup>177</sup>.*

Вплив процентної ставки на динаміку ВВП здійснюється за схемою, наведеною на рис. 2.8.



**Рис. 2.8.** Механізм впливу процентної ставки на економічне зростання  
*Джерело: розроблено автором.*

<sup>177</sup> Монетарний трансмісійний механізм в Україні: науково-аналітичні матеріали / [Міщенко В. І., Петрик О. В., Сомик А. В. та ін.]. – К.: Національний банк України, 2008. – Вип. 9. – 144 с.

## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку

Зниження процентної ставки призводить до зростання пропозиції грошей і стимулювання інвестиційної активності внаслідок зростання попиту на дешевші кредити рефінансування, що забезпечує розширення грошової маси, підтримання ліквідності банків та стимулює здешевлення кредитних ресурсів. За економічними законами зниження ставок рефінансування призводить до зниження ставок комерційних банків для економічних суб'єктів з певним часовим лагом. Банківська система використовує значення офіційної процентної ставки НБУ для корегування процентних ставок за депозитними та кредитними операціями у національній валюті. Стимулююча процентна політика НБУ, наслідком якої є зниження комерційними банками процентних ставок за депозитами і кредитами, спричиняє зміни у розподілі капіталу між сегментами фінансового ринку, які позитивно впливають на динаміку інвестицій, а через них на реальний ВВП.

Кредитний канал передатного механізму грошово-кредитної політики забезпечує вплив зміни пропозиції кредитних ресурсів НБУ на зміну (послідовно): 1) обсягів вільних резервів банківської системи; 2) обсягів кредитування; → 3) обсягів залучених в економіку інвестиційних ресурсів; → 4) обсягів виробництва ВВП. Зростання пропозиції кредитних ресурсів впливає на параметри споживання, заощаджень та інвестицій, нарощування яких є основним фактором економічного зростання.

Валютний курс впливає на динаміку інвестицій і ВВП через стан платіжного балансу, обсяги грошової пропозиції, галузеву структуру експорту та імпорту, обсяги міжнародних резервів, рівень доларизації, показники зовнішньої заборгованості, співвідношення між темпами зростання продуктивності праці, доходів і ВВП, рівень інституційного розвитку валютної сфери тощо.

У період економічного спаду в Україні має застосовуватись стимулююча грошово-кредитна політика або «політика дешевих грошей», яка передбачає комплекс заходів, спрямованих на посилення інвестиційної активності шляхом розширення грошової пропозиції, зниження відсоткових ставок та норм обов'язкового резервування. Побічним ефектом реалізації стимулюючої грошово-кредитної політики може стати зростання інфляції. Однак в інфляційному процесі України 2014–2015 років монетарні чинники не є основними. Найбільша питома вага в інфляційній динаміці належить таким складовим,

як політична нестабільність, високе боргове навантаження на економіку, погіршення платіжного балансу, девальвація національної валюти та імпортована інфляція, зростання якої відбувається під дією зростання цін на енергоносії та номінального ефективного обмінного курсу. Крім того, інфляційні ризики можна нівелювати бюджетно-податковими важелями протидії. І, навпаки, проведення стримуючої грошово-кредитної політики, хоча і знижує інфляційний тиск на економіку, призводить до заморожування інвестиційної активності.

Комплементарне застосування бюджетно-податкової та стимулюючої грошово-кредитної політики є макроекономічною передумовою розбудови фінансових ринків у напрямі фінансування економічного розвитку України. Реалізація регулятивного потенціалу фінансування економічного розвитку полягає у державній підтримці залучення резервів інституційних секторів економіки. До таких резервів відносимо наступні.

По-перше, заощадження домогосподарств, які є основним внутрішнім джерелом фінансування економічного розвитку та валового нагромадження основного капіталу. У 2014 році заощадження населення досягли свого критичного мінімуму – темпи їх падіння становили 73,5 відсотка. На зниження норми заощаджень у ВВП протягом 2008–2014 рр. вплинули такі чинники, як зниження рівня доходів населення, зростання заборгованості із виплати заробітної плати, набуття державними заощадженнями від’ємного значення (що пов’язано із борговим фінансуванням дефіциту державного бюджету), зростання темпів інфляції, політична нестабільність, нерівномірність розподілу доходу, демографічна структура населення тощо. У цьому зв’язку основними напрямками державної підтримки залучення заощаджень домогосподарств для фінансування економічного розвитку мають стати:

- відновлення довіри населення до банківської системи;
- зниження рівня інфляції;
- удосконалення системи гарантування вкладів фізичних осіб;
- зростання реальних доходів населення та схильності до заощаджень;
- зниження рівня доларизації економіки.

По-друге, значні резерви щодо кредитування має банківська система. Падіння обсягів кредитування економіки зумовлено високими ставками за кредитами, наявністю значної кількості проблемних

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

банків і кредитів, відсутністю достатнього обсягу активів і ліквідності. Висока середньозважена ставка за кредитами у національній валюті внаслідок неефективної рестрикційної політики НБУ, що полягала здебільшого у необґрунтованому завищенні облікової ставки НБУ та лібералізації валютного курсу, стали основними стримуючими факторами інвестиційного розвитку.

Розширення кредитування економічного розвитку можливе шляхом:

- стимулювання зростання частки у кредитному портфелі середньо-, довгострокових кредитів реальному сектору економіки, фінансування НДДКР, малого та середнього бізнесу;
- запровадження відшкодування державою відсотків за кредитами на інвестиційні цілі у пріоритетні виробництва;
- впровадження стимулюючої облікової політики НБУ, спрямованої на зниження облікової ставки з метою здешевлення кредитів для національного господарства.

По-третє, протягом усього періоду незалежності економіка України несе суттєві втрати фінансових ресурсів унаслідок виведення капіталів резидентів в офшорні зони. Протягом 2004–2013 років в офшори виведено понад 116,7 млрд дол. США<sup>178</sup>. За обсягами прямих іноземних інвестицій в економіку України, перше місце посідає офшорна зона – Кіпр, надалі – Німеччина, Нідерланди, Російська Федерація, Австрія, Велика Британія і знову офшорна зона – Віргінські острови. Відплив капіталу з України також відбувався переважно до Кіпру – прямі іноземні інвестиції, за станом на 31 грудня 2014 року, становили 91,6 % їх загального обсягу.

Відплив капіталу в офшорні зони забезпечується також банківськими структурами України. Практика використання рефінансованих ресурсів за сприяння НБУ на придбання валюти з метою її експорту в офшорні зони є вкрай небезпечною для функціонування грошово-кредитного ринку. Так, лише 2014 року «Дельта банк» отримав від Національного банку України рефінансування обсягом 10 млрд грн. На частину цих коштів банк придбав 535,3 млн дол. і перерахував їх за кордон на користь 12 пов'язаних структур. У цілому ж банки, які

---

<sup>178</sup> Illicit Financial Flows from Developing Countries: 2004-2013 / Global Financial Integrity, December, 2015 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.gfintegrity.org/wp-content/uploads/2015/12/IFF-Update\\_2015-Final.pdf](http://www.gfintegrity.org/wp-content/uploads/2015/12/IFF-Update_2015-Final.pdf)

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

---

невдовзі були визнані неплатоспроможними, розмістили на коррахунках зарубіжних банків майже 800 млн дол. США, що становило близько 18 млрд грн<sup>179</sup>.

З огляду на зазначене, державна політика деофшоризації має передбачати:

- захист прав інвесторів, недопущення політизації інвестиційної діяльності;
- удосконалення системи адміністрування податків, трансферного ціноутворення;
- зниження податкового тиску на бізнес;
- підвищення контролю за рухом капіталів в офшорні юрисдикції;
- запровадження ефективного механізму протидії відмивання коштів, отриманих злочинним шляхом, фінансування тероризму тощо;
- запровадження у перспективі системи оподаткування коштів, що виводяться в офшори.

По-четверте, потреби економіки у фінансових ресурсах можуть бути задоволені внаслідок виведення коштів з тіньового обігу. У 2014 році обсяг тіньової економіки становив 42 % ВВП. З багатьох чинників високого рівня тінізації економіки в контексті активізації регулятивного потенціалу на особливу увагу заслуговують податкові. Регулююча функція податків забезпечує економічне зростання через активізацію виробничої, економічної та підприємницької діяльності інституційних одиниць національної економіки, фіскальна – через наповнення дохідної частини державного бюджету. В умовах одночасного зростання фінансових потреб держави та необхідності задоволення інтересів економічних суб'єктів, результати діяльності яких виявляються з певним часовим лагом, фіскальна і регулююча функції податків носять антагоністичний характер. Тобто бюджетні інтереси держави у короткостроковому періоді суперечать довгостроковим імперативам економічного зростання. Стосовно України: протягом 1997–2015 рр. податкове навантаження на економіку поступово зростало і у 2015 р. становило 44 % ВВП, що на 12,2 в.п. більше, ніж у 2004 році

---

<sup>179</sup> Ковальчук Т. Т. Абсолютний «нуль». Рефлексія на нещодавнє інтерв'ю голови Національного банку України [Електронний ресурс] / Т. Т. Ковальчук // Газета «День». – 2015. – 13 жовтня. – Режим доступу: <http://www.day.kiev.ua/uk/article/ekonomika/absolyutnyu-nu>



## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

(31,8 %) та на 17,5 в. п., ніж у 1997 році (26,5 %). З прийняттям Податкового кодексу України (грудень 2010 року) планувалося зниження податкового навантаження на економіку у 2015 році до 27 % переважно за рахунок поступового зниження ставок податку на прибуток підприємств та скорочення кількості податків і зборів. При цьому середній рівень податкового навантаження в країнах ЄС у 2014 році становив 34,8 %<sup>180</sup>.

В умовах стискання ділової активності та економічного спаду виключно важливим напрямом податкової політики є реалізація стимулюючої функції податкової політики, яка полягає у зниженні податкових ставок і наданні податкових преференцій пріоритетним секторам економіки, інноваційним виробництвам та малому бізнесу. Хоча такий захід зменшує податкові надходження до бюджету в короткостроковому періоді, – у середньо-, довгостроковому вони зростають за рахунок збільшення бази оподаткування діючих та створення нових підприємств. Додатково має місце значний соціальний ефект, що полягає у зростанні зайнятості населення.

Крім того, державні заходи щодо детінізації економіки мають передбачати боротьбу з корупцією; протидію механізмам ухилення від сплати податків; зниження податкового тиску на виробника, споживача, роботодавця та найманого працівника; забезпечення відкритості і прозорості податкової системи; формування економічної і податкової культури у суб'єктів господарської діяльності; підвищення відповідальності бізнесу за економічні злочини і правопорушення.

Заходи детінізації економіки також передбачають перенаправлення фінансових потоків, що знаходяться у сфері спекулятивних фінансових операцій, на фінансування економічного розвитку, зокрема:

- удосконалення діяльності фондових бірж;
- контроль за діяльністю кептивних фінансових установ;
- перенаправлення діяльності ІСІ на операції у виробничій сфері;
- стимулювання діяльності венчурних фондів в інноваційній сфері (в Україні діяльність венчурних фондів спрямована переважно на інвестування в операції з нерухомістю та торгівлю);

---

<sup>180</sup> New OECD Revenue Statistics data for 2014 [Електронний ресурс]. –Режим доступу: <http://www.oecd.org/tax/tax-policy/revenue-statistics-ratio-change-latest-years.htm/>

- контроль над інвестиційною діяльністю недержавних пенсійних фондів;
- недопущення різких флуктуацій на валютному ринку, що мінімізуватиме валютні спекуляції.

По-п'яте, потребує активізації діяльність із залучення прямих іноземних інвестицій. Протягом 2014–2015 років відбувся вплив капіталу з економіки України: у 2014 році – 11 140,4 млн дол. США, а у січні-червні 2015 року – 2 912,9 млн дол. США. За прогнозами Науково-дослідного економічного інституту Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, зростання частки прямих іноземних інвестицій у ВВП спостерігатиметься лише починаючи з 2016 року – з 1,4 % ВВП у 2015 році до 2,6 % ВВП у 2016 році<sup>181</sup>.

Негативним чинником залучення прямих іноземних інвестицій є їх неефективна галузева структура. Динаміка прямих іноземних інвестицій в економіку України протягом останніх 15 років (2000–2014 рр.) віддзеркалювала привабливість високорентабельних видів економічної діяльності для іноземних інвесторів. Приріст іноземного капіталу спостерігався в основному у фінансовій сфері, у сфері торгівлі, операцій з нерухомим майном тощо. Частка реального сектора економіки не перевищує третини їх обсягу, а понад 60 % припадає на невиробничу сферу – сферу послуг, здебільшого торговельну та фінансовий сектор економіки.

В умовах глобалізації на рішення іноземних інвесторів суттєвий вплив чинить інвестиційний клімат держави, дані міжнародних кредитних рейтингів та інформація щодо захисту прав інвесторів і чистої міжнародної інвестиційної позиції країни. Поступове зростання від'ємного значення чистої міжнародної інвестиційної позиції розпочалось у 2005 р. і набуло свого максимального негативного значення на початок 2014 року і дещо покращилось за станом на 01.01.2015 у зв'язку із неврахуванням при розрахунку АР Крим і зменшенням частки прямих інвестицій у пасивах. Слід зазначити, що основним джерелом залучення прямих іноземних інвестицій в економіку України є українські капітали, раніше виведені в офшорні зони, тобто інвестиції іноземних компаній, контрольованих резидентами України.

---

<sup>181</sup> Україна: перспективи розвитку. Консенсус-прогноз / Науково-дослідний інститут економічного розвитку Міністерства економічного розвитку і торгівлі України. – 2015. – Вип. 38. – 27 с.

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

---

Отже, визначальним для макроекономічного зростання за рахунок залучення прямих іноземних інвестицій має стати створення законодавчого поля, у якому повинні бути закріплені норми, що регулюють:

- 1) масштаби експансії іноземного капіталу у стратегічно важливі об'єкти, установи фінансової і страхової діяльності;
- 2) питання захисту прав інвесторів;
- 3) процеси формування ефективної системи оподаткування, яка б стимулювала нарощування інвестицій у високотехнологічні сектори економіки, інноваційні проекти та забезпечувала б процеси деофшоризації.

Державні заходи щодо залучення прямих іноземних інвестицій для фінансування економічного розвитку також мають бути спрямовані на формування сприятливого інвестиційного клімату, поліпшення позицій України у глобальному індексі конкурентоспроможності та політико-економічну стабілізацію.

По-шосте, виключно важливим резервом фінансування економічного розвитку є державні інвестиції. Світова практика стимулювання економічного зростання за рахунок державних інвестицій показує, що при визначенні їх обсягів та структури необхідно враховувати фазу економічного циклу та специфіку його протікання. При уповільненні темпів економічного зростання доцільно фінансувати державні інвестиції за рахунок внутрішніх і зовнішніх запозичень не вище 3 % ВВП на рік. При високих темпах економічного зростання фінансування державних інвестицій доцільно здійснювати за рахунок переважно внутрішніх неподаткових надходжень, що нейтралізуватиме дію «ефекту витіснення приватних інвестицій державними». Гранично допустимою межею для країн ЄС має бути обсяг державних інвестицій на рівні 2 % ВВП, при перевищенні цього показника відбувається витіснення приватних інвестицій, що уповільнює темпи нагромадження капіталу. Для постсоціалістичних країн найбільш оптимальним є обсяг державних інвестицій в інфраструктуру на рівні 4 % ВВП<sup>182</sup>.

Зростання державних інвестицій має бути співвідносне обсягам зростання державних заощаджень та не повинно збільшувати співвід-

---

<sup>182</sup> Фінансова політика та податково-бюджетні важелі її реалізації: у трьох томах [за ред. А. І. Даниленка]. – К.: Фенікс, 2008. – Т. 1.: Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку. – 468, [72–73] с.

ношення державного боргу до ВВП у середньостроковій перспективі (інакше наступні витрати з погашення та обслуговування боргу можуть перевищити вигоди від інвестицій). Слід зазначити, що державні заощадження в Україні мали від'ємне значення у 1999–2004 рр., додатне – у 2005–2008 рр. – у межах 1,5–3,4 % ВВП, і у 2009–2014 рр. знову набули від'ємного значення – близько 5,0 % ВВП, відповідно, що зумовлено борговим фінансуванням дефіциту державного бюджету. На ефективність державних інвестицій впливає також їх міжгалузевий розподіл, який, з точки зору економічної ефективності, повинен враховувати пріоритетність фінансування секторів економіки, масштаби віддачі та термін окупності інвестицій. Як правило, інвестиції в інфраструктуру дають більшу віддачу у середньостроковому періоді, інвестиції в соціальні, інноваційно-технологічні, наукові проекти – у довгостроковому, у державні підприємства та фінансування державних галузевих, науково-технічних цільових комплексних програм – як у середньо-, так і у довгостроковому періоді.

Особливої уваги заслуговує ситуація з фінансуванням соціальних секторів економіки – освіти та охорони здоров'я. Протягом 2000–2013 рр. інвестиційне фінансування освіти та охорони здоров'я здійснювалось відповідно на рівні 0,9 та 2 % від загального обсягу інвестицій в основний капітал. У 2013–2014 роках відбулось критичне скорочення інвестицій в основний капітал освіти (у 2014 році 43,9 % стосовно 2013 року), охорони здоров'я та надання соціальної допомоги (31,9 %). Як відомо галузі, що надають суспільні блага, впливають на економічний розвиток опосередковано – через якість людського капіталу. Прямий економічний ефект відсутній, оскільки інвестування в освіту, культуру, охорону здоров'я, науку впливає на економічний розвиток зі значним часовим лагом і найбільшою мірою визначає його якісні параметри. Тому, як вихід, у високорентабельних сферах економіки мають бути акумульовані такі обсяги державних інвестицій, що дозволять перекрити втрати від фінансування неприбуткових соціальних проектів.

Активізація регулятивного потенціалу державних інвестицій передбачає такі заходи:

- зниження боргового навантаження на економіку;
- оптимізація структури видатків;

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

---

- удосконалення системи відбору і впровадження інвестиційних проектів;
- використання механізму залучення ОВДП до інвестиційних процесів України;
- формування системи випуску й обігу місцевих облігацій;
- залучення механізмів державно-приватного партнерства.

Таким чином, активізація регулятивного потенціалу фінансування економічного розвитку має ґрунтуватись на розробці і реалізації прагматичних державно-управлінських рішень, вільних від демагогії, популізму і декларативності, за яких будуть максимально акумульовані резерви домогосподарств, банківської системи, офшорів, іноземного інвестування, детінізації економіки та державного інвестування.

Перехід до висхідної макроекономічної динаміки із забезпеченням прискореного економічного зростання можливий за умови реалізації ефективної політики фінансування економічного розвитку шляхом застосування стимулюючих важелів податкової, бюджетної, грошово-кредитної, боргової політики, управління державними витратами, заощадженнями та зайнятістю населення.

### **2.3. Механізм взаємодії фінансового і реального секторів економіки в контексті реалізації регулятивного потенціалу фінансового ринку**

Основними локомотивами будь-якого національного ринку є фінансовий і товарний, що функціонують із залученням людських ресурсів з ринку праці. Рівень взаємодії та взаємовпливу цих ринків у кінцевому підсумку й визначають результат соціально-економічного розвитку країни.

Поділ функцій продуктивного і грошового капіталів, які виконують реальний і фінансовий сектори економіки, об'єктивно вимагає їхньої взаємодії, функціонування одного сектора припускає взаємодію з учасниками іншого<sup>183</sup>. На фінансовому ринку здійснюється формування

---

<sup>183</sup> Школьник І. О. Фінансовий сектор України: теоретичний аналіз економічної дефініції / І. О. Школьник, А. Ю. Семенов // Вісник Української академії банківської справи. – 2013. – № 1(34). – С. 31–36.

та розподіл фінансових ресурсів, забезпечується накопичення та розподіл інвестиційних ресурсів, взаємодія виробників і споживачів фінансових послуг за встановленими державою та відповідними регуляторами правилами.

Фінансовий ринок за допомогою інституційних одиниць фінансового сектора забезпечує фінансовими ресурсами реальний сектор економіки. У свою чергу, реальний сектор економіки визначає потребу та формує попит на фінансові ресурси, а його нефінансові корпорації як учасники фінансового ринку здійснюють допоміжну, спрямовану на отримання прибутку, фінансову діяльність.

Механізм взаємодії фінансового і реального секторів економіки можна представити як безперервний системно-функціональний процес, що включає стійкі прямі і зворотні зв'язки між суб'єктами фінансового і реального секторів економіки, домогосподарствами та державою (рис. 2.9).

Фінансовий сектор є цілеспрямованою самоорганізуючою підсистемою фінансової системи і являє собою сукупність фінансових інститутів, що здійснюють операції з надання фінансових послуг і пов'язані з іншими секторами економіки<sup>184</sup>.

Фінансовий сектор економіки є одним із п'яти інституційних секторів економіки і представлений фінансовими корпораціями, що визначені Класифікацією інституційних секторів економіки, що введена в дію з 01.01.2015<sup>185</sup>. Фінансові корпорації здійснюють діяльність у таких формах, як державна, приватна та під іноземним контролем. Вони можуть бути орієнтованими на отримання прибутку (ООП) та діяти як некомерційні організації (НКО), крім Національного банку України, що є особливим центральним органом державного управління.

---

<sup>184</sup> Там же.

<sup>185</sup> Класифікація інституційних секторів економіки України (кісе) / державна служба статистики України, наказ від 03.12.2014 № 378.

**Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку  
як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**



**Рис. 2.9. Механізм взаємодії фінансового і реального секторів економіки на фінансовому ринку\***

*Джерело: авторська розробка*

*\* Прим. авт.: НБУ є одночасно учасником фінансового сектора економіки і його регулятором*

**Регулятивний потенціал фінансового ринку  
в умовах глобальних викликів**

До сектора фінансових корпорацій відносимо 9 підсекторів, які включають відповідні фінансові установи (табл. 2.8).

Таблиця 2.8

**Структура сектора фінансових корпорацій\***

<i>Підсектори</i>	<i>Фінансові установи</i>
	1. 1. Національний банк України
2. Корпорації, що приймають депозити	– комерційні банки; – ощадні банки; – розрахункові банки, що здійснюють операції з перенесення сум з одного рахунку на інший, у тому числі через мережу поштових відділень або електронними засобами; – кредитні спілки; – інші фінансові корпорації, що приймають депозити або випускають близькі аналоги депозитів
3. Фонди грошового ринку	– корпоративні інвестиційні фонди, у тому числі довірчі; – пайові інвестиційні фонди; – інші колективні інвестиційні схеми, акції або паї яких є близькими заміниками депозитів
4. Інвестиційні фонди негрошового ринку	– фонди фінансування будівництва; – фонди операцій з нерухомістю
5. Інші фінансові посередники, крім страхових корпорацій та пенсійних фондів	– фінансові корпорації, які займаються трансформацією активів у цінні папери; – дилери, які займаються цінними паперами та похідними фінансовими активами; – фінансові корпорації, що займаються кредитуванням, включаючи компанії, які несуть відповідальність за фінансовий лізинг і за особисті або комерційні фінанси; – фінансові корпорації, що забезпечують кліринг і врегулювання розрахунків за операціями з цінними паперами та похідними фінансовими інструментами; – спеціалізовані фінансові корпорації, які надають короткострокове фінансування для злиття і поглинань корпорацій, фінансування експорту та імпорту, факторингові послуги, венчурний капітал і капітал для розвитку
6. Допоміжні фінансові корпорації	– страхові брокери, оцінювачі збитків та вимог (незалежні оцінювачі або державні оцінювачі, найняті власником поліса), консультанти з питань страхування та пенсійного забезпечення; – брокери за операціями з позиками та цінними паперами, консультанти з питань інвестування; – корпорації, що розміщують позики, які управляють випуском цінних паперів; – корпорації, основною функцією яких є гарантування шляхом індосаменту векселів або аналогічних інструментів; корпорації, які займаються похідними фінансовими інструментами та інструментами хеджування, такими як свопи, опціони і ф'ючерси (без їхнього випуску);



**Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку  
як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

Продовження таблиці

	<ul style="list-style-type: none"> <li>– корпорації, що забезпечують інфраструктуру фінансових ринків;</li> <li>– фондові біржі;</li> <li>– пункти обміну іноземної валюти;</li> <li>– некомерційні організації, що обслуговують фінансові корпорації;</li> <li>– головні офіси фінансових корпорацій, які в основному займаються контролем фінансових корпорацій або груп фінансових корпорацій, але самі не здійснюють операцій фінансових корпорацій</li> </ul>
7. Кептивні фінансові корпорації	<p>Кредитні організації, створені фінансово-промисловою групою або приватними особами для обслуговування своїх інтересів, зокрема:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– трасти;</li> <li>– холдингові корпорації, які є лише власниками активів (власники контрольного пакета акціонерного капіталу), або групи дочірніх компаній, основною діяльністю яких є володіння групою одиниць без здійснення оперативного управління цими одиницями, надання будь-яких інших послуг підприємствам, що управляють акціонерним капіталом;</li> <li>– одиниці спеціального призначення (ОСП);</li> <li>– корпорації, що надають кредити та позики з коштів, отриманих від спонсора, наприклад органу державного управління або некомерційної організації;</li> <li>– ломбарди</li> </ul>
8. Страхові корпорації	<p>Страхові корпорації, які надають послуги зі страхування життя, страхування від нещасних випадків, хвороби, пожеж або за будь-якими формами страхування іншим інституційним одиницям чи групам інституційних одиниць, а також послуги з перестрахування іншим страховим корпораціям, у т. ч.:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– кептивні страхові корпорації, тобто страхові корпорації, які обслуговують тільки їх власників;</li> <li>– компанії, що надають гарантії по депозитах;</li> <li>– інші компанії, що надають стандартизовані гарантії, діють як страховики, отримуючи страхові премії, і мають резерви</li> </ul>
9. Пенсійні фонди	<p>Пенсійні фонди, крім Пенсійного фонду України, які є юридичними особами і мають статус неприбуткових організацій (непідприємницькі товариства), функціонують та проводять діяльність виключно з метою нагромадження пенсійних внесків на користь учасників пенсійного фонду з подальшим управлінням пенсійними активами, а також здійснюють пенсійні виплати учасникам зазначеного фонду</p>

*Джерело: узагальнено автором<sup>186</sup>*

<sup>186</sup> Класифікація інституційних секторів економіки України (KICE): наказ від 03.12.2014 № 378 / Державна служба статистики України

Реальний сектор являє собою сукупність підприємств та установ, основним видом економічної діяльності яких є виробництво матеріальних і нематеріальних товарів і послуг, за винятком фінансових. У СНР – 2008 реальний сектор економіки представлений нефінансовими корпораціями, основною діяльністю яких є виробництво ринкових товарів чи надання нефінансових послуг. До сектора нефінансових корпорацій відносимо некомерційні (НКО) та орієнтовані на отримання прибутку (ООП) нефінансові корпорації (табл. 2.9).

Таблиця 2.9

**Структура сектора нефінансових корпорацій\***

<b>Нефінансові корпорації за критерієм контролю</b>	<b>Нефінансові корпорації за критерієм виокремлення НКО від інших одиниць сектора</b>
1. Державні нефінансові корпорації. 2. Приватні нефінансові корпорації. 3. Нефінансові корпорації під іноземним контролем	– нефінансові корпорації (корпорації, засновані як юридичні особи (акціонерні товариства); кооперативи; товариства (партнерства) з обмеженою (повною, додатковою) відповідальністю, командитні; квазікорпорації; групи корпорацій); – філії іноземних юридичних осіб, які займаються нефінансовою виробничою діяльністю на території України тривалий період; – НКО – резиденти, які є ринковими виробниками товарів чи нефінансових послуг

*Джерело: узагальнено автором<sup>187, 188</sup>.*

Слід зазначити, що підприємства й установи реального сектора економіки також можуть надавати фінансові послуги, однак цей вид економічної діяльності є вторинним, що, відповідно до СНР – 2008<sup>189</sup>, зумовлює їх віднесення до цього сектора.

Корпорації реального сектора економіки взаємодіють з фінансовим сектором економіки як учасники фінансового ринку шляхом:

– задоволення потреби у фінансових ресурсах (державних, приватних, іноземних фінансових коштах та інвестиціях);

<sup>187</sup> Класифікація інституційних секторів економіки України (KICE): наказ від 03.12.2014 № 378 / Державна служба статистики України.

<sup>188</sup> System of National Accounts – 2008, New York, 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/docs/SNA2008.pdf>

<sup>189</sup> System of National Accounts – 2008, New York, 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/docs/SNA2008.pdf>

## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку

- здійснення розрахункових, факторингових, клірингових, кредитних та інших операцій;
- купівлі-продажу та інших операцій з цінними паперами на фондовому ринку;
- участі у формуванні системи недержавного пенсійного забезпечення;
- споживання послуг страхового ринку;
- участі в корпоративних та поєдових інвестиційних фондах, а також у фондах фінансування будівництва;
- споживання консалтингових, брокерських та інших послуг;
- здійснення валютних операцій;
- заснування, співзаснування кептивних фінансових установ (трастів, холдингів, одиниць спеціального призначення);
- споживання послуг фінансового лізингу та інших кредитних послуг тощо.

Реальний і фінансовий сектори економіки також взаємодіють з фізичними особами-підприємцями, що здійснюють виробничу діяльність і належать до сектора домогосподарств, некомерційними організаціями, що їх обслуговують, та сектором загальнодержавного управління.

Однак сучасний фінансовий сектор унаслідок кризового стану обмежений у забезпеченні реального сектора фінансовими ресурсами та надання якісних фінансових послуг.

До основних проблем фінансового сектора належать<sup>190</sup>:

- різке зростання частки проблемних активів на балансах банків. Частка проблемних кредитів у банківському секторі зросла із 12,9 % на початок 2014 р. до 24,7 % наприкінці I кварталу 2015 року;
- суттєвий вплив депозитів із банківського сектора. У 2014 році та у першому кварталі 2015 року обсяги валютних депозитів скоротились на 45,4 %, гривневих – на 17,9 %;

---

<sup>190</sup> Комплексна програма розвитку фінансового сектора України до 2020 року, затверджена постановою Правління Національного банку України від 18.06.2015 № 391; рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 30.06.2015 № 931, розпорядженням Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, від 11.06.2015 № 1367 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://reforms.in.ua/sites/default/files/upload/docs/kompleksna\\_programa\\_rozvytku\\_finansovogo\\_sektoru\\_do\\_2020\\_18062015\\_0.pdf](http://reforms.in.ua/sites/default/files/upload/docs/kompleksna_programa_rozvytku_finansovogo_sektoru_do_2020_18062015_0.pdf)

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

---

- жорсткі адміністративні заходи (у т. ч. щодо зняття депозитів, валютно-обмінних операцій), що були запроваджені у зв'язку із розгортанням військового конфлікту та економічною кризою;
- висока доларизація кредитів та депозитів – 55,9 та 53,4 % відповідно, станом на кінець I кварталу 2015 року;
- незбалансована база активів і пасивів банків: співвідношення кредитів до депозитів сягнуло пікового значення 226,7 % у 2009 році та становило 158,8 % на кінець I кварталу 2015 року;
- недостатні розміри власного та регулятивного капіталу банків унаслідок погіршення якості кредитів й інших активів і доформування резервів за активними операціями з початку 2014 року;
- масовий вихід із України великих європейських гравців фінансового сектора – після кризи 2008–2009 років близько 10 європейських банків продали свої дочірні банки в Україні або припинили ведення роздрібного бізнесу;
- відсутність первинних публічних розміщень (ІРО) акцій українських компаній на місцевих і закордонних біржах протягом 2013–2014 років;
- зменшення обсягу торгів на вітчизняних біржах (крім державних облігацій) на 38 % у 2014 році, до 76 млрд грн, у тому числі торгів акціями та деривативами на 46 %, до 36 млрд грн;
- низька та незмінна протягом 2008–2014 років частка страхових компаній у структурі фінансового сектора – від 2,6 до 3 %;
- низький рівень активів системи пенсійного забезпечення на рівні 2,5 млрд грн, або 0,2 % від ВВП на кінець 2014 року.

В умовах наявності таких проблем розвиток сучасних фінансових ринків повинен ґрунтуватись на поєднанні механізму ринкового саморегулювання та державного регулювання економіки з посиленням дії останнього.

При цьому механізм ринкового саморегулювання формується виключно під впливом попиту і пропозиції фінансових ресурсів у межах встановлених формальних (законодавчо закріплених) і неформальних (сформованих у процесі історичного розвитку інституцій ментальності, моралі, звичаїв, релігії, фінансової культури) правил і передбачає невтручання держави в діяльність учасників фінансового ринку.

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

---

В основу державного впливу на розвиток фінансових ринків покладено один з найважливіших принципів – забезпечення сталого економічного розвитку за рахунок ефективного перерозподілу фінансових ресурсів в економіці на конкурентних засадах. Державне регулювання фінансових ринків передбачає здійснення державою комплексних заходів щодо:

- створення конкурентних і прозорих умов для акумуляції та розміщення на ринках вільних фінансових ресурсів і активів;
- захисту прав споживачів, інвесторів та інших учасників фінансового ринку;
- контролю та нагляду за учасниками фінансових ринків;
- удосконалення, приведення у відповідність до міжнародних вимог та дотримання учасниками фінансових ринків вимог чинного законодавства;
- створення умов для розвитку конкурентоспроможних фінансових ринків, інтегрованих у глобальний фінансовий простір.

Застосування механізму державного регулювання передбачає зважене використання економічних, правових і адміністративних важелів у поєднанні з активізацією регулятивного потенціалу фінансових ринків. У такому контексті регулятивний потенціал фінансових ринків визначає сукупні можливості системи державного управління до активізації всіх чинників і ресурсів, спрямованих на забезпечення довгострокового економічного розвитку та протистояння глобальним викликам, а також усунення та/або мінімізацію руйнівних наслідків національної політико-економічної кризи.

Відповідно до вимог МВФ у фінансовому секторі необхідно:

- 1) модернізувати систему регулювання та нагляду щодо виявлення та кредитування пов'язаних осіб;
- 2) переглянути стратегії НБУ щодо виведення з ринку проблемних банків та її втілення одночасно з поступовим зменшенням масштабів кредитування пов'язаних осіб;
- 3) вивести з ринку банки, що не дотримуються своїх планів рекапіталізації;
- 4) забезпечити ефективну систему вирішення питань щодо негативно класифікованих кредитів;
- 5) створити умови для відновлення економічної вартості активів і підзвітності ФГВФО, а також виявлення неналежної банківської практики в неплатоспроможних банках;
- 6) створити сучасну біржову інфраструктуру із залученням провідних іноземних біржових операторів та вдосконалення розрахункової інфраструктури,

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

---

що зменшить ризики учасників та дасть змогу сконцентрувати торги валютою, деривативами, акціями, облігаціями та іншими фінансовими інструментами; 7) удосконалити законодавство щодо функціонування товарного біржового ринку з метою забезпечення прозорого ціноутворення на товарних біржах та побудови системи ефективного нагляду за ними; 8) створити механізми для забезпечення здешевлення фінансування капітальних інвестицій національних виробників<sup>191</sup>.

З огляду на необхідність усунення негативних тенденцій і проблем розвитку фінансового сектора, зазначених вище, та з урахуванням вимог МВФ реалізація регулятивного потенціалу фінансових ринків передбачає виконання таких заходів:

- забезпечення добросовісної конкуренції учасників фінансового ринку, удосконалення законодавства у напрямі унеможливлення рейдерських захоплень, фіктивних банкрутств та поглинань, монополізації ринку;

- формування ефективної системи державного управління фінансовим сектором, що передбачає: а) розподіл функцій і відповідальності між Міністерством фінансів України, Національним банком України, Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, усунення їх дублювання та удосконалення системи регулювання й нагляду за фінансовим сектором; б) перерозподіл функцій між регуляторами фінансового ринку з комплементарним формуванням дієвих інструментів їх превентивного впливу на учасників фінансового ринку; в) координацію та запровадження рівноправного діалогу (у першу чергу, з питань законодавства і нагляду) між саморегулювальними організаціями та регуляторами фінансового сектора;

- розвиток проблемних інституційних підсекторів сектора фінансових корпорацій, зокрема: а) недержавного пенсійного забезпечення

---

<sup>191</sup> Комплексна програма розвитку фінансового сектора України до 2020 року, затверджена постановою Правління Національного банку України від 18.06.2015 № 391; рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 30.06.2015 № 931, розпорядженням Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг від 11.06.2015 № 1367 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://reforms.in.ua/sites/default/files/upload/docs/kompleksna\\_programa\\_rozvytku\\_finansovogo\\_sektoru\\_do\\_2020\\_18062015\\_0.pdf](http://reforms.in.ua/sites/default/files/upload/docs/kompleksna_programa_rozvytku_finansovogo_sektoru_do_2020_18062015_0.pdf)

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

шляхом державного стимулювання участі у ньому роботодавців і працівників, пенсійного страхування, удосконалення законодавства із інвестиційної діяльності НПФ та порядку використання пенсійних коштів; б) установ, що надають страхові послуги, шляхом впровадження ефективного механізму медичного страхування, страхування в агропромисловому комплексі, накопичувального страхування життя та страхування експортних кредитів і інвестицій;

- стимулювання розвитку фондового ринку, що передбачає впровадження практики цільового випуску ОВДП на фінансування інвестиційних проектів, заохочення суб'єктів біржової діяльності до операцій з ОВДП з комплементарним удосконаленням механізму їх випуску і обігу;

- підвищення платоспроможності та ліквідності фінансових установ, зокрема: а) для банківських установ – впровадження вимог до капіталу відповідно до положень Basel III та вимог ЄС; б) для небанківських установ – впровадження положень Solvency II та інших вимог ЄС; в) впровадження ефективної системи оцінки і діагностики фінансового стану та стрес-тестування; г) застосування інструментів макропруденційного нагляду;

- удосконалення механізму реструктуризації й рекапіталізації та процедури банкрутства фінансових установ із забезпеченням прозорості їх взаємовідносин з НБУ, у тому числі запровадження тимчасової адміністрації в банках та ефективного механізму захисту прав кредиторів;

- створення умов до акумуляції та забезпечення вільного руху капіталу, що передбачає удосконалення валютного регулювання, режиму прямих інвестицій, їх репатріації, портфельного інвестування, надання фінансових позик, забезпечення доступу українських інвесторів до зарубіжних фінансових інструментів;

- захист домогосподарств – споживачів фінансових послуг, зокрема: а) послуг банківських установ – шляхом гарантування повернення вкладів фізичних осіб, захисту коштів від інфляції та скасування адміністративних обмежень щодо зняття депозитів (такі обмеження повинні носити тимчасовий характер) тощо; б) послуг небанківських фінансових установ – шляхом удосконалення діяльності та недопущення зловживань страхових компаній, інвестиційних фондів, недержавних пенсійних фондів, кредитних спілок тощо; в) послуг

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

---

банківських і небанківських фінансових установ – шляхом формування у населення фінансової грамотності, фінансової культури, навчання управлінню сімейними фінансами, проведення роз'яснювальної роботи щодо переваг вкладень у національній валюті з їх комплексним захистом від інфляції та мінімізації ризиків неповернення;

- захист прав інвесторів, зокрема шляхом удосконалення законодавства щодо вирішення спорів між учасниками і споживачами фінансових послуг, застосування компенсаційних схем захисту вкладів інвесторів, правового забезпечення відносин між емітентом та інвестором тощо;

- посилення контролю за операціями з пов'язаними особами, що передбачає підвищення їх відповідальності, удосконалення звітності, прийняття нормативних актів щодо розкриття бенефіціарів та ідентифікації пов'язаних осіб банків та небанківських фінансових установ;

- впровадження механізму деофшоризації фінансової діяльності фінансових установ і підвищення ефективності системи запобігання та протидії легалізації доходів, одержаних злочинними шляхом, протидії тероризму;

- удосконалення системи нагляду за учасниками фінансового ринку, що передбачає перехід до нагляду та оверсайта на основі оцінки ризику та моніторингу фінансових установ;

- проведення подальшої інформатизації діяльності фінансового сектора економіки шляхом удосконалення ІТ технологій, захисту інформації та обміну інформацією, що передбачає функціонування реєстру боржників, консолідованої та повної інформації про кредитну історію, удосконалення розкриття інформації в інтересах споживачів та інвесторів.

Підсумовуючи, слід зазначити, що забезпечення ефективної взаємодії фінансового і реального секторів та досягнення ефективного співвідношення саморегулювних і державних імперативів у загальногосподарському механізмі є основою реалізації регулятивного потенціалу фінансових ринків для задоволення потреб фінансування економічного розвитку національної господарської системи.



## 2.4. Інвестиційна конкурентоспроможність України та фінансовий ринок: узгодження напрямів розвитку

Фінансовий ринок є потужним джерелом інвестиційних ресурсів, без залучення яких відновлення вітчизняної економіки та її подальший розвиток неможливі. На фінансовому ринку акумулюються фінансові ресурси та спрямовуються на інвестиційну діяльність. Саме на фінансовому ринку зустрічаються суб'єкти, у яких у процесі діяльності виникає потреба в коштах для її розширення, і суб'єкти, які мають вільні кошти, що можуть бути використані для інвестування. На фінансовому ринку відбувається переміщення фінансових ресурсів від тих, хто має їх надлишок, до тих, хто потребує інвестицій. Функціонування на фінансовому ринку широкого кола фінансових посередників забезпечує можливість залучення фінансових ресурсів у необхідних обсягах та їх ефективного інвестування. Таким чином, узгодження інтересів інвестора та власника інвестиційних ресурсів відбувається найбільш оптимально (з найменшими витратами) саме на фінансовому ринку<sup>192</sup>.

Про значимість такого взаємозв'язку свідчить й те, що окремі зарубіжні науковці взагалі ототожнюють фінансовий ринок та інвестиційний ринок. У західних наукових колах виокремлюють два головні підходи до визначення сутності інвестиційного ринку, характерною особливістю яких є виділення переважаючого механізму трансферту капіталу або переважних форм чи напрямів інвестиційної діяльності. Згідно з першим підходом інвестиційний ринок ототожнюється з фінансовим ринком у цілому та належить до так званої європейської моделі його розуміння. Другий підхід (американська модель) передбачає віднесення до одного синонімічного ряду фінансового ринку та ринку цінних паперів (фондового ринку) з огляду на домінування в цих країнах інвестування у цінні папери<sup>193</sup>. На інвестиційному ринку для залучення і розміщення інвестиційних ресурсів застосовується широкий діапазон інструментів фінансового ринку – як кредитних, так і фондових.

---

<sup>192</sup> Кобушко І. М. Теоретичні засади оцінки взаємозв'язку інвестиційного та фінансового ринків / І. М. Кобушко // Інноваційна економіка: Всеукраїнський науково-виробничий журнал. – 2011. – № 4. – С. 235–241.

<sup>193</sup> Там само.

Водночас інвестиційний потенціал вітчизняного фінансового ринку використовується вкрай слабо. Через його інструменти фінансується незначна, порівняно із показниками розвинених країн, частка від загальної суми капітальних інвестицій. Це надає підстави для констатації того факту, що фінансовий ринок в Україні досі ще не став належним постачальником інвестиційних ресурсів і, більше того, сам потребує інвестування як для власних потреб, так і для спрямування інвестиційних потоків до реального сектора. За різними оцінками фахівців, розрахункова потреба в капіталовкладеннях для розширеного відновлення вітчизняної економіки, у тому числі і фінансового сектора, коливається від 1 000 до 2 000 млрд дол. США. Для залучення необхідних інвестицій держава має показати зарубіжним та вітчизняним інвесторам не лише кількісну, але й якісну динаміку змін як в інвестиційній діяльності, так і в соціально-економічному розвитку у цілому. Це вимагає підвищення інвестиційної конкурентоспроможності держави і перетворення її на інвестиційно привабливу.

На сьогодні Україна має незначну інвестиційну конкурентоспроможність і залишається на периферії світових інвестиційних потоків. Для цього існує декілька вагомих причин. Світовий досвід доводить, що основні інвестиційні ресурси спрямовуються в країни зі стабільними соціально-політичними умовами та ефективним інституціональним забезпеченням, де надається можливість належної окупності інвестиційних вкладень без істотних ризиків. Як зауважує О. Лайко, інвестиційні системи економічно розвинених країн світу включають у себе потужний інституціональний базис, який визначає порядок нормативного регулювання процесу капіталовкладення, включає в себе регулюючі структури, фінансові та інші інститути, які формують сприятливу та ефективну інфраструктуру, а також такий базис забезпечує умови для ефективної реалізації ресурсної та гуманітарної складових інвестиційного потенціалу<sup>194</sup>. Сьогодні на тлі переддефолтового стану та несприятливих міжнародних рейтингів Україна має недосконалий інститут реалізації інвестиційної діяльності, який насамперед характеризується слабкою захищеністю капіталовкладень та

---

<sup>194</sup> Лайко О. Інвестиційний процес в Україні: проблеми сучасності та перспективи майбутнього [Електронний ресурс] / О. Лайко // Український журнал «Економіст». – Режим доступу: <http://www.ua-ekonomist.com/195-nvesticyniy-proces-v-ukrayin-problemi-suchasnost-ta-perspektivi-maybutnogo.html>

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

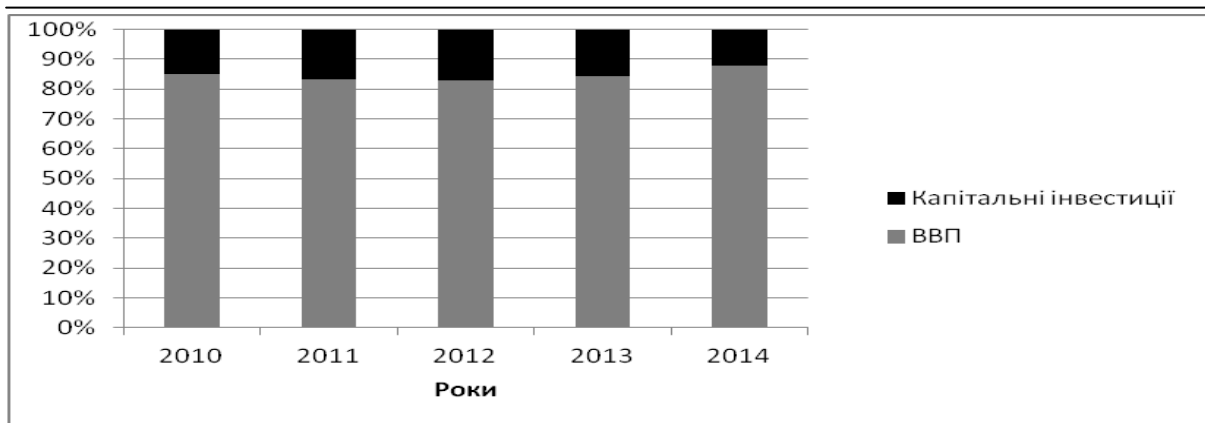
---

несприятливим інвестиційним кліматом і, відповідно, оцінюється інвесторами як ризиковане інвестиційне поле. І це пов'язано не лише зі складною військово-політичною та соціально-економічною ситуацією в державі. У багатьох випадках, навіть незважаючи на зазначені ризики, інвестиції надходять до країн, де відбувається процес розширеного відтворення. Україна ж не може вирватися із замкненого кола: забезпеченість інвестиційними ресурсами є недостатньою для інтенсивного економічного зростання, а таке зростання неможливе без масштабного інвестування. Тому підвищення інвестиційної конкурентоспроможності є надзвичайно актуальною і важливою проблемою для нашої держави.

У такому контексті особливої значущості набуває оцінка інвестиційної конкурентоспроможності та інвестиційної привабливості України. Слід зазначити, що ця проблематика давно і широко обговорюється серед науковців і практиків. Однак швидкі зміни інвестиційних чинників у національному і глобальному масштабі, які на них впливають, зумовлюють необхідність постійного моніторингу відповідних індикаторів, основним з яких є стан інвестиційної діяльності.

Стан інвестиційної діяльності насамперед залежить від інвестиційної складової ВВП, тобто частки доданої вартості, яка спрямовується на інвестування. За останні 5 років питома вага капітальних інвестицій у ВВП України знизилась на 20 %, проте тенденції її зміни не були однозначними (рис. 2.10.). З 2010 р. вона зростала, і у 2012 р. досягла свого максимуму у 21 %. Оскільки це було пов'язано із підготовкою і проведенням Євро-2012, мало під собою кототкостоківі цілі і не базувалось на концептуальних перетвореннях в інвестиційній сфері, то вже з 2013 р. відбулося скорочення капітального інвестування. Воно набуло ще більших розмірів у 2014 р., що було обумовлене військово-політичними подіями. Хоча тут треба зауважити, що питома вага капітальних інвестицій у ВВП України у 2014 р. є меншою на 20 п/п за відповідний показник у 2000 р. і майже вдвічі меншою показника 1990 р. Тому зробити висновок, що причини низької інвестиційної активності в Україні переважно створюються інституціональним середовищем та глибинними соціально-економічними процесами, а не ситуативними явищами.

**Регулятивний потенціал фінансового ринку  
в умовах глобальних викликів**



**Рис. 2.10. Питома вага капітальних інвестицій у ВВП України у 2010–2014 рр.**

*Джерело: розраховано і побудовано автором за даними Державної служби статистики України.*

Важливим індикатором стану інвестиційної діяльності є обсяги капітального інвестування. Загальний обсяг капітальних інвестицій в Україні за останні п'ять років зменшився приблизно на 30 %, причому тенденція до зменшення зазначеного показника була постійною (таблиця 2.10).

Таблиця 2.10

**Індекси капітальних інвестицій  
за видами економічної діяльності, %\***

Індекси капітальних інвестицій економічної діяльності	2011	2012	2013	2014
Усього	118,8	108,5	88,9	75,9
Сільське, лісове та рибне господарство	133,7	112,8	100,1	84,6
Промисловість	141,6	107,5	100,3	74,3
Будівництво	91,0	118,0	95,7	80,7
Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів	105,6	113,7	92,8	73,9
Транспорт, складське господарство, пошта та кур'єрська діяльність	114,7	115,3	56,8	72,2
Тимчасове розміщування й організація харчування	121,2	109,0	85,8	103,1
Інформація та телекомунікації	74,8	101,0	108,7	75,9
Фінансова та страхова діяльність	77,3	126,5	95,0	88,6
Операції з нерухомим майном	125,0	74,1	106,3	79,4
Професійна, наукова та технічна діяльність	171,3	90,7	35,3	66,1
Діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування	105,7	200,8	49,7	103,0

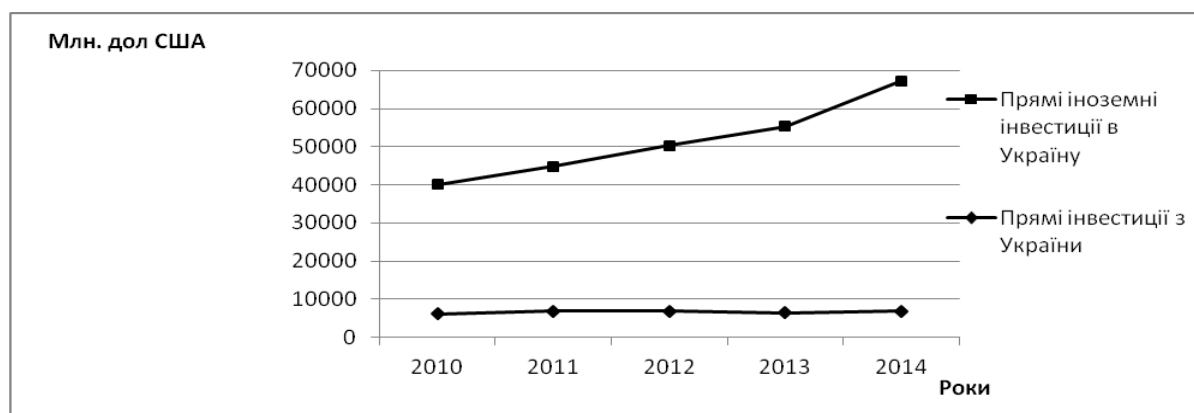
## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку

Продовження таблиці

Державне управління й оборона; обов'язкове соціальне страхування	140,9	96,7	58,7	
Освіта	89,9	69,4	64,5	64,9
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	99,4	127,9	71,9	43,9
Мистецтво, спорт, розваги та відпочинок	121,4	96,5	141,3	31,8
Надання інших видів послуг	191,8	29,7	35,6	94,8

*Джерело: складено автором за даними Державної служби статистики України.*

Покажемо у цьому аспекті є те, що в цей період обсяг прямих іноземних інвестицій в Україну збільшився на 68 %, обсяг прямих інвестицій з України збільшився на 9 % (рис. 2.11). Відповідно, вітчизняні інвестори стали менше інвестувати у національну економіку. Це означає, що вони оцінюють інвестиційний клімат гірше, ніж іноземні. На нашу думку, насамперед це пояснюється політичною заангажованістю державної інвестиційної політики, як, у принципі, і соціально-економічної політики у цілому. Ставлення до вітчизняного інвестора в Україні залежить від його політичної позиції та «кольору» провладної політичної партії. Якщо політичні інтереси вітчизняного інвестора і провладної партії не співпадають, то він залишається незахищеним у правах приватної власності перед політичним рейдерством, а простіше кажучи перерозподілом власності, завуальованим під реприватизацію, націоналізацію тощо. Таких випадків в Україні вже було багато, і вони були не останніми. Тому український інвестор спокійніше себе почуває в інших державах, де гарантується правовий захист приватної власності.



**Рис. 2.11. Потоки прямих інвестицій в Україну та з України у 2010–2014 рр.**

*Джерело: побудовано автором за даними Державної служби статистики України.*

Інвестиційна конкурентоспроможність передбачає також й те, що інвестиційна діяльність має забезпечувати не тільки кількісне зростання, але й підвищення якості продуктивних сил суспільства. Це означає, що інвестиційна діяльність повинна сприяти розширеному відтворенню народного господарства та оптимізації його структури. Відповідно до Закону України № 5205-VI від 06.09.2012 «Про стимулювання інвестиційної діяльності у пріоритетних галузях економіки з метою створення нових робочих місць» було прийнято Розпорядження Кабінету Міністрів України № 843-р від 14.08.2013 «Про затвердження переліку пріоритетних галузей економіки», згідно з яким пріоритетними галузями економіки визначено<sup>195</sup>:

1. Агропромисловий комплекс за напрямками – виробництво, зберігання харчових продуктів, у тому числі дитячого харчування, а також виробництво біопалива, з орієнтацією на імпортозаміщення.

2. Житлово-комунальний комплекс за напрямками – створення об'єктів поводження з відходами; будівництво, реконструкція і технічне переоснащення у сфері теплопостачання, централізованого водопостачання та водовідведення.

3. Машинобудівний комплекс за напрямками – виробництво нових та імпортозаміщуючих видів комп'ютерів, електронної та оптичної продукції, машин і устаткування, електричного устаткування, автотранспортних та інших транспортних засобів.

4. Транспортна інфраструктура за напрямками – будівництво, реконструкція і технічне переоснащення у сфері транспортної інфраструктури.

5. Курортно-рекреаційна сфера і туризм за напрямками – будівництво курортно-рекреаційних об'єктів та об'єктів туристичної інфраструктури.

6. Переробна промисловість за напрямком – імпортозаміщуюче металургійне виробництво.

У такому контексті викликає інтерес питання відповідності галузевої структури капітальних інвестицій визначеному переліку пріоритетних для інвестування галузей економіки (таблиця 2.11).

---

<sup>195</sup> Про затвердження переліку пріоритетних галузей економіки: Розпорядження Кабінету Міністрів України: від 14.08.2013 № 843-р [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>

**Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку  
як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

Таблиця 2.11

**Капітальні інвестиції за видами економічної діяльності,  
% до загального обсягу\***

<b>Капітальні інвестиції за видами економічної діяльності</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Усього	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Сільське, лісове та рибне господарство	6,1	6,6	6,6	7,1	8,6
Промисловість	30,0	34,3	35,2	39,4	39,3
Будівництво	17,3	13,4	15,3	17,3	16,4
Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів	10,0	9,4	8,4	8,4	9,4
Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність	10,4	10,0	11,2	7,0	7,1
Тимчасове розміщення й організація харчування	0,9	0,9	1,0	0,9	0,7
Інформація та телекомунікації	4,6	3,8	3,5	3,7	3,7
Фінансова та страхова діяльність	3,1	2,3	2,5	2,5	2,8
Операції з нерухомим майном	5,4	5,9	4,3	5,2	5,1
Професійна, наукова та технічна діяльність	3,0	4,4	3,1	1,4	1,3
Діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування	1,7	1,6	1,8	1,6	1,6
Державне управління й оборона; обов'язкове соціальне страхування	4,4	4,7	4,3	3,1	2,6
Освіта	1,0	0,9	0,5	0,4	0,4
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	1,2	0,9	1,1	0,8	0,6
Мистецтво, спорт, розваги та відпочинок	0,5	0,6	1,0	1,0	0,2
Надання інших видів послуг	0,4	0,5	0,2	0,1	0,1

*Джерело: складено і розраховано автором за даними Державної служби статистики України.*

Як бачимо, структура капітальних інвестицій за видами економічної діяльності в Україні не відповідає зазначеному вище переліку. Агропромисловий комплекс визначено першим з пріоритетних напрямів інвестування. Наша держава вже давно підтримує сільсько-господарських виробників шляхом надання податкових пільг – їхні

податкові платежі є мізерними, а відповідно, майже весь прибуток залишається у їх розпорядженні. Зважаючи на це, можна було б очікувати на посилене інвестування цього виду діяльності, причому насамперед за рахунок власних джерел. Проте дані табл. 2.11 вказують на незначну (на рівні 7 %) частку обсягів інвестування сільського господарства у загальному обсязі капітальних інвестицій. Хоча за останні п'ять років і відбулося її зростання, загальний обсяг капітальних інвестицій у сільське господарство зменшився приблизно на 40 %. Це означає, що діючий механізм пільгового оподаткування не спонукав інвесторів вкладати кошти у сільське господарство. Це належить і до механізму пільгового оподаткування прибутку підприємств, встановленого Податковим кодексом України з метою посилення інвестиційної активності окремих видів діяльності. За аналізований період майже за всіма видами економічної діяльності відбулося зниження обсягів капітального інвестування. І хоча за окремими видами економічної діяльності (будівництво; оптова та роздрібна торгівля, ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів; інформація та телекомунікації; фінансова та страхова діяльність; діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування; охорона здоров'я та надання соціальної допомоги) спостерігалось істотне зростання обсягів капітальних інвестицій, воно було тимчасовим і пов'язане з Євро-2012.

У цьому контексті велика надія в аспекті активізації інвестиційної діяльності покладалася на згаданий вище Закон України «Про стимулювання інвестиційної діяльності у пріоритетних галузях економіки з метою створення нових робочих місць», який набрав чинності з 01.01.2013. Однак дані таблиць 2.10 і 2.11 не лише не вказують на збільшення капітальних інвестицій та їх частки загальним обсягом за пріоритетними галузями економіки, а навпаки свідчать про загальне погіршення ситуації в інвестиційній сфері. Так, у 2013 р. сільське господарство та промисловість були проінвестовані на рівні 2012 р. Індекси капітальних інвестицій у сфері операцій з нерухомим майном й інформації та телекомунікацій показали незначне зростання на рівні 6–8 %. Істотне значення цього індексу на рівні 140 % відзначалося тільки у 2013 р. у сфері мистецтва, спорту, розваг та відпочинку, проте вже за результатами 2014 р. він становив усього 32 %. Станом 01.01.2015 лише діяльність у сфері тимчасового розміщування й організації харчування



## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

та діяльність у сфері адміністративного і допоміжного обслуговування мали індекси капітальних інвестицій у 103 %.

Деяко інша ситуація із галузевою структурою капітальних інвестицій. Основна частка загального обсягу капітальних інвестицій стабільно припадала на промисловість із постійною тенденцією до збільшення – від 30 % у 2010 р. до 39,3 % у 2014 р. Приблизно такими темпами збільшувалася і відповідна частка сільського господарства і досягла у 2014 р. позначки у 8,6 %, хоча це значення є замалим для цієї пріоритетної галузі. Тут треба одразу зауважити, що зазначене збільшення часток загальним обсягом капітальних інвестицій зумовлене зменшенням загального обсягу інвестування.

Стосовно стабільні позиції щодо частки у загальному обсязі капітальних інвестицій займає будівництво (на рівні 17 %), торгівля (на рівні 9 %), інформація та телекомунікації (на рівні 4 %), діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування (на рівні 1,7 %). Інші види економічної діяльності показали зниження зазначеної частки, причому багато з них – істотне. Зважаючи на зазначене вище, можна зробити висновок про недосконалість галузевої структури капітальних інвестицій та неефективність вітчизняного механізму стимулювання інвестиційної діяльності у цілому та у пріоритетних галузях економіки зокрема.

Такий же висновок можна зробити і щодо державної підтримки інвестиційної діяльності за рахунок бюджетних коштів, проаналізувавши структуру капітальних інвестицій за джерелами фінансування (табл. 2.12).

Наведені у табл. 2.12 дані свідчать про те, що основним джерелом капітальних інвестицій залишаються власні кошти підприємств та організацій, частка яких загальним обсягом фінансування за останні п'ять років коливалась на рівні 60 %, збільшившись до 70 % у 2014 р. Відповідно відбулося незначне зменшення питомої ваги таких джерел фінансування капітальних інвестицій, як кредити банків та інші позики, кошти іноземних інвесторів та інші джерела. Особливо показовим на тлі посилення в аналізованому періоді урядових декларацій про державну підтримку інвестиційної діяльності є стрімке скорочення бюджетного фінансування капітальних інвестицій (за рахунок коштів державного бюджету – у 5 разів). А це, зокрема, означає, що кошти міжнародних фінансових організацій, які залучаються на розвиток

**Регулятивний потенціал фінансового ринку  
в умовах глобальних викликів**

держави, використовуються неефективно, а іншими словами – просто проїдаються.

Таблиця 2.12

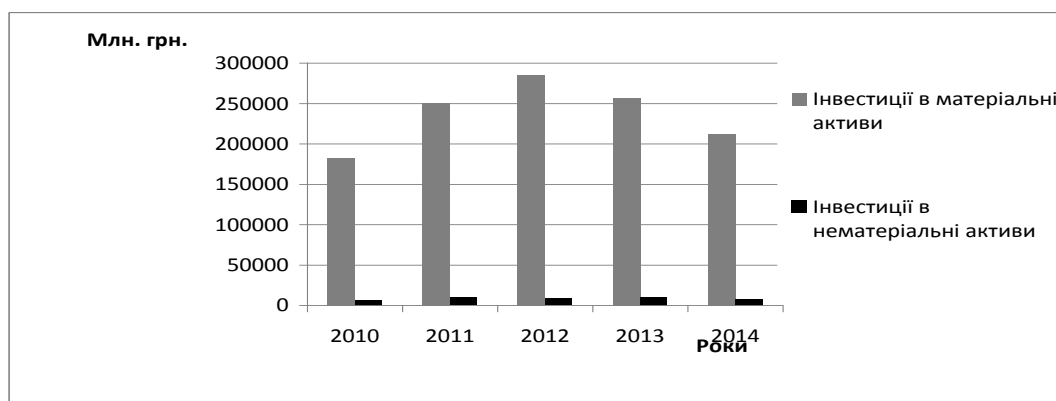
**Капітальні інвестиції за джерелами фінансування,  
% до загального обсягу\***

Капітальні інвестиції за джерелами фінансування	2010	2011	2012	2013	2014
Усього	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
у т.ч. за рахунок					
коштів державного бюджету	5,8	7,1	5,8	2,4	1,2
коштів місцевих бюджетів	3,4	3,4	3,1	2,7	2,7
власних коштів підприємств та організацій	60,8	58,6	59,7	63,8	70,5
кредитів банків та інших позик	12,3	16,3	17,1	15,3	9,9
коштів іноземних інвесторів	2,1	2,8	1,7	1,8	2,6
коштів населення на будівництво житла	11,1	7,5	8,8	10,6	10,0
інших джерел фінансування	4,5	4,3	3,8	2,4	3,1

*Джерело: складено і розраховано автором за даними Державної служби статистики України.*

Про ефективність використання інвестицій певною мірою свідчать дані про вкладання коштів в окремі види активів (рис. 2.12).

В Україні приблизно 96 % капітальних інвестицій вкладається у матеріальні активи, і лише близько 4 % – у нематеріальні. Тому говорити про перехід вітчизняної економіки на інноваційну основу досі ще передчасно.



**Рис. 3. Капітальні інвестиції за видами активів у 2010–2014 рр.**

*Джерело: побудовано автором за даними Державної служби статистики України.*

**Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку  
як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

Це підтверджується і показниками інноваційної активності українських промислових підприємств, основні з яких наведені у таблиці 2.13.

Таблиця 2.13

**Основні показники інноваційної активності  
українських промислових підприємств\***

<b>Показники</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Питома вага підприємств, які займалися інноваціями, у загальній кількості промислових підприємств, %	13,8	16,2	17,4	16,8	16,1
– у % до попереднього року	107,8	117,4	107,4	96,6	95,8
Загальна сума витрат на інновації, млн грн	8045,5	14333,9	11480,6	9562,6	7695,9
– у % до попереднього року	101,2	178,2	80,1	83,3	80,5
Питома вага промислових підприємств, які впроваджували інновації, у загальній кількості промислових підприємств, %	11,5	12,8	13,6	13,6	12,1
– у % до попереднього року	107,5	111,3	106,3	100	89,0
Впроваджено нові технологічні процеси, процеси	2043	2510	2188	1576	1743
– у % до попереднього року	107,9	128,9	87,2	72,0	110,6
Питома вага інноваційної продукції загальним обсягом реалізованої промислової продукції, %	3,8	3,8	3,3	3,3	1,9
– у % до попереднього року	79,2	100	86,8	100	57,6

*Джерело: складено і розраховано автором за даними Державної служби статистики України.*

Частка українських промислових підприємств, які займаються інноваційною діяльністю, коливається на рівні 16 %, а промислових підприємств, які впроваджували інновації – 13 %. Загальна сума витрат на інновації має тенденцію до зменшення. Питома вага інноваційної продукції, загальним обсягом реалізованої промислової продукції за аналізований період, зменшилася вдвічі. У сучасному динамічному світі ключовими факторами прискореного економічного зростання давно стали інноваційні, а з такими показниками інноваційної активності Україна неконкурентоспроможна на міжнародній економічній арені. Тут може стати у нагоді передовий азійський досвід. Ми погоджуємося з думкою, що «економічне піднесення таких країн

як Китай, Гонконг, Японія пояснюється ... наявністю максимально можливої кількості товарних ринків в економічній системі, де створюється значна частка доданої вартості, що, у свою чергу, забезпечило належні умови для відтворення інвестованих у виробництво капіталів. Азійські країни в структурі свого експорту мають близько 90 % промислових товарів, з яких до 30 % – товари високотехнологічні»<sup>196</sup>. В Україні частка високотехнологічних товарів у десять разів менша, а експортуються переважно товари з низькою доданою вартістю, основну частину з яких складає сировина. Тому ще довго українська продукція не буде конкурентоспроможною на міжнародних ринках, а інноваційність економіки – інвестиційною перевагою України.

Тут необхідно зазначити, що глобальна конкурентоспроможність країни в аспекті її інвестиційної привабливості є одним з ключових критеріїв. У рейтингу Всесвітнього економічного форуму «Індекс глобальної конкурентоспроможності 2014–2015» Україна піднялась на 8 позицію і посіла 76 місце серед 144 країн. Такий підйом відбувся за рахунок більш позитивного сприйняття інститутів та ефективності ринків, а також покращення результатів в освіті, проте, на думку авторів рейтингу, це насамперед пов'язано з політичними очікуваннями після зміни влади. Водночас треба зауважити, що рейтинг був сформований до ескалації конфліктів у Криму та на Донбасі, і відповідні події негативно вплинуть на конкурентоспроможність України в майбутньому. Серед основних індикаторів, які знижують конкурентоспроможність нашої держави, експерти виділяють бюрократизм і неефективну інституціональну структуру, олігополію великих компаній на внутрішніх ринках та низьку конкурентність ринків<sup>197</sup>.

Незважаючи на вищезазначене зростання індексу глобальної конкурентоспроможності України, індекс її інвестиційної привабливості (за версією Європейської бізнес-асоціації) за підсумками четвертого кварталу 2014 р. становив 2,5, що стало найнижчим показником за минулий рік. Найгіршу оцінку отримав інвестиційний клімат –

---

<sup>196</sup> Лайко О. Інвестиційний процес в Україні: проблеми сучасності та перспективи майбутнього / О. Лайко // Український журнал «Економіст» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ua-ekonomist.com/195-nvesticyniy-proces-v-ukrayin-problemi-suchasnost-ta-perspektivi-maybutnogo.html>

<sup>197</sup> Офіційний сайт Всесвітнього економічного форуму [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.weforum.org>

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

1,9 бала. Негативні інвестиційні очікування підприємців на наступні три місяці майже не змінилися, оскільки 60 % опитаних підприємців засвідчили повну відсутність необхідних змін. Це означає, що потенційні інвестори так і не дочекались реальних реформаційних перетворень з боку оновленої влади, що посилює невдоволення бізнес-спільноти державною інвестиційною політикою<sup>198</sup>.

«Підводячи підсумки цього складного і мінливого року, компанії-члени асоціації зазначають, що з початку року вони покладали великі надії на оновлену вертикаль влади і сподівалися на якісні перетворення в регуляторному полі й на покращення інвестиційного клімату в державі. Однак на практиці кардинальних змін на краще так і не відбулося, в основному через анексію Криму, зовнішню агресію і загострення конфлікту на сході», – констатують в ЄБА<sup>199</sup>.

Тут за потрібне вважаємо вказати на різницю у поглядах зарубіжних та вітчизняних експертів на причини несприятливого інвестиційного клімату в Україні. На думку учасників круглого столу, проведеного Асоціацією захисту активів, Американською торговельною палатою в Україні та виданням «Юридична газета» щодо захисту активів у кризовий період, головною загрозою інвестиційному клімату в Україні є рейдерство, корупція у середньому та нижньому ешелонах влади, а також незаконні дії силових відомств<sup>200</sup>.

На користь такої позиції свідчить місце України в індексі сприйняття корупції від Transparency International, який є найвідомішим індикатором корупційності різних країн світу. У рейтингу 2014 року наша держава посідає 142-ге місце із 174 країн, разом з Угандою та Коморськими Островами і є найбільш корупційною країною Європи<sup>201</sup>.

Така ситуація із сприйняттям корупції в Україні майже не зазнає змін. Навіть після «революції гідності» основними кроками нової влади у подоланні корупції стали створення антикорупційного бюро

---

<sup>198</sup> Офіційний сайт Європейської бізнес-асоціації [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.eba.com.ua>

<sup>199</sup> Фінансово-економічний журнал «Forbes Україна» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.forbes.ua/ua/news/1386377-eba-investicijnij-klimat-v-ukrayini-ne-pokrashchuetsya>

<sup>200</sup> [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.economics.lb.ua/business/2015/03/13/298412\\_eksperti\\_nazvali\\_reyderstvo.html](http://www.economics.lb.ua/business/2015/03/13/298412_eksperti_nazvali_reyderstvo.html)

<sup>201</sup> Офіційний сайт міжнародної організації Transparency International [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.transparency.org>

та прийняття Закону України «Про засади державної антикорупційної політики в Україні (Антикорупційна стратегія) на 2014–2017 роки». Реальних справ, у принципі, жодних. Тому погоджуємося з висновком, який було зроблено із урахуванням результатів численних міжнародних досліджень, що в Україні інвестиційний ризик істотно перевищує інвестиційний потенціал<sup>202</sup>.

Хоча окремі міжнародні рейтинги свідчать про певні позитивні зміни в Україні останнім часом у рейтингу легкості ведення бізнесу, який формується Міжнародним валютним фондом і Міжнародною фінансовою корпорацією, Україна ввійшла у першу сотню, піднявшись зі 112-го місця на 96-те місце. У доповіді «Doing Business 2015: Going Beyond Efficiency» («Ведення бізнесу 2015: Виходячи за межі ефективності») було зазначено, що минулого року в Україні особливого прогресу було досягнуто у сферах реєстрації прав власності та оподаткування. Водночас за такими показниками, як підключення підприємств до мереж електропостачання, ведення зовнішньоторгівельної діяльності і вирішення проблем неплатоспроможності Україна посідає найнижчі місця в рейтингу серед країн регіону Європи та Центральної Азії. Експерти зазначають, що «регуляторна система України неузгоджена і містить суперечливі регуляторні норми, податкова система складна, митниця працює неефективно, рівень конкуренції на внутрішньому ринку низький. Усе це створює несприятливі умови для ведення бізнесу, багато в чому зумовлює корупцію, стимулює ухилення від оподаткування та стримує інвестиції»<sup>203</sup>.

Така ситуація стала однією із причин розробки урядом Плану відновлення України на 2015–2017 рр., в якому значна увага приділена і покращенню інвестиційного клімату. У цьому документі передбачено такі ключові реформаторські кроки, які істотно впливатимуть на інвестиційну діяльність:

- скоротити кількість дозволів та видів господарської діяльності, які підлягають ліцензуванню;
- прийняти європейські директиви, регламенти і стандарти з безпеки та якості харчової і нехарчової продукції;

---

<sup>202</sup> Агафонова Н. Інвестиції в Україні: багато говорять – мало хто бачив / Н. Агафонова // Блог Н. Агафонові [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://blogs.lb.ua/nataliya\\_agafonova/175772\\_investitsii\\_ukraini\\_bagato.html](http://blogs.lb.ua/nataliya_agafonova/175772_investitsii_ukraini_bagato.html)

<sup>203</sup> [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.doingbusiness.org>

## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку

- скоротити кількість контролюючих органів;
- запровадити страхування відповідальності суб'єктів господарювання перед споживачами;
- створити Фонд гарантування суверенних ризиків;
- скоротити кількість податків та знизити ставку ЄСВ;
- створити автоматизовану систему адміністрування ПДВ;
- автоматизувати митне оформлення, вдосконалити систему електронного декларування та запровадити концепцію «Єдиного вікна» на митниці;
  - створити «єдиний офіс» для супроводження інвестиційних проектів;
  - запровадити стимулюючі механізми інвестиційної діяльності у вигляді територій пріоритетного розвитку, що працюють на створення продукції для зовнішніх ринків;
  - забезпечити ефективний захист прав приватної власності;
  - гармонізувати із законодавством ЄС положення українського законодавства щодо захисту конкуренції тощо<sup>204</sup>.

Більшість з цих заходів далеко не реформаторські і вже мали місце у вітчизняній практиці. Зокрема, з 01.01.2012 набрав чинності Закон України від 21.10.2010 № 2623-VI «Про підготовку та реалізацію інвестиційних проектів за принципом «єдиного вікна». 22.03.2012 Верховною Радою України прийнято в цілому проект Закону України «Про індустріальні парки». З 01.01.2013. набрав чинності Закон України від 06.09.2012 № 5205-VI «Про стимулювання інвестиційної діяльності у пріоритетних галузях економіки з метою створення нових робочих місць». Тільки протягом 2014 р. кількість дозвільних документів скорочено з 143 до 84, кількість центральних органів виконавчої влади, які здійснюють контроль у сфері господарської діяльності – до 28. У напрямі гармонізації українського законодавства з європейським було прийнято Закон України «Про стандартизацію», зроблені кроки щодо адаптації української системи метрології до вимог Європейського Союзу. Шляхом внесення змін і доповнень до чинного законодавства уже в 2015 р. кількість податкових платежів скорочена з 22 до 11, зменшена ставка ЄСВ. Разом з тим треба зауважити, що зазначені заходи не мали реального механізму їх реалізації, і, відповідно,

---

<sup>204</sup> Офіційний сайт Кабінету Міністрів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://kmu.gov.ua>

очікуваного покращення не тільки в інвестиційній, а й взагалі в економічній сфері не відбулося.

Підтримуємо думку фахівців, що Україні для виходу з економічної кризи більше потрібна не фінансова допомога, а довгострокові масштабні інвестиції. У вітчизняних реаліях усі урядові спроби активізувати інвестиційну діяльність виявилися неефективними. Тим більше непередбачуваність та заангажованість державної економічної політики у цілому, нестабільність та непрозорість нормативно-правової бази, неефективна податкова та митна політика, масштабна корупція у всіх ешелонах влади є доказами того, що в Україні державне регулювання інвестиційної діяльності має набагато більший дестабілізуючий, ніж стабілізуючий вплив. Звідси логічно випливає висновок про ймовірну доцільність максимальної дерегуляції інвестиційної сфери в Україні, одним із радикальних напрямів якої є запровадження офшорної зони. А для прийняття таких радикальних рішень потрібне відповідне обґрунтування, яке має базуватись на масштабних наукових та емпіричних дослідженнях.

Підсумовуючи зазначене вище, зауважимо, що подальший розвиток економіки України неможливий без активізації інвестиційної діяльності, основою якої має стати підвищення інвестиційної конкурентоспроможності. На думку Н. Агафонової, «сприятливий інвестиційний клімат повинен стати для України своєрідним «трампліном», який дозволить нам покинути зону «бідності» та «постійного застою» та хоча б на крок наблизитися до розвинених у цьому плані європейських держав»<sup>205</sup>.

Основним індикатором інвестиційної конкурентоспроможності країни як у національному, так і глобальному вимірі є стан інвестиційної діяльності. Ключовими показниками стану інвестиційної діяльності в державі є величина інвестиційної складової ВВП, обсяги капітальних інвестицій, обсяги потоків інвестицій у країну та з неї, галузева структура інвестування, структура капітальних інвестицій за джерелами фінансування та за видами активів. Усі відповідні кількісні показники показали негативну динаміку, окрім обсягів прямих іноземних інвестицій в Україну, проте останнє пов'язано насамперед зі

---

<sup>205</sup> Агафонова Н. Інвестиції в Україні: багато говорять – мало хто бачив / Н. Агафонова // Блог Н. Агафонової [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://blogs.lb.ua/nataliya\\_agafonova/175772\\_investitsii\\_ukraini\\_bagato.html](http://blogs.lb.ua/nataliya_agafonova/175772_investitsii_ukraini_bagato.html)



## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку

спекуляціями на фінансовому, зокрема валютному ринку. Якісні показники інвестиційної діяльності свідчать про те, що галузева структура капітальних інвестицій є далекою від оптимальної, інвестиційний процес на дві треті забезпечується за рахунок власних коштів підприємств та організацій, а інвестиційний потенціал фінансового ринку використовується недостатньо. Інноваційна складова інвестиційної діяльності характеризується критично низьким рівнем. Отже, причини низької інвестиційної конкурентоспроможності в Україні переважно створюються інституціональним середовищем та глибинними соціально-економічними процесами, а не ситуативними явищами. Тому її підвищення необхідно починати із загального покращення соціально-економічного становища в нашій країні.

На тлі масштабних урядових декларацій про державну підтримку інвестиційної діяльності відбулося стрімке скорочення бюджетного фінансування капітальних інвестицій, а оцінка кількісних і якісних показників інвестування довели неефективність механізму стимулювання інвестиційної діяльності у цілому та у пріоритетних галузях економіки зокрема. Звідси випливає висновок про ймовірну доцільність радикальної зміни інвестиційних пріоритетів державної підтримки та максимальної дерегуляції інвестиційної сфери в Україні, одним із радикальних напрямів якої є запровадження офшорної зони. На нашу думку, основним пріоритетом державної підтримки в інвестиційній сфері має стати розвиток транзитного потенціалу, а запровадження вільної зони починати з посиленних заходів щодо дерегуляції підприємницької діяльності.

Високий динамізм внутрішнього та зовнішнього середовища інвестиційної діяльності в Україні доводить необхідність актуалізації основних чинників, які зумовлюють низький рівень її інвестиційної конкурентоспроможності як у національному, так і глобальному масштабі. На сучасному етапі до зазначених чинників слід віднести такі:

- критичний рівень корупції та тіньової економіки;
- політична нестабільність, системна політична криза;
- істотна заполітизованість економічних відносин, високий рівень неформальних стосунків як бізнес-структур між собою, так і між бізнесом і владою, олігополія на внутрішніх ринках;

- неврегульованість інституційного забезпечення інвестиційної діяльності;
- нерівномірний та несправедливий розподіл податкового навантаження;
- низький рівень інфраструктури, зокрема нерозвинений фінансовий ринок.

У контексті напряму нашого дослідження необхідно наголосити, що в розвинених країнах інвестиційний процес переважно реалізується через фінансовий ринок. На ньому капітал акумулюється і спрямовується в найефективніші сфери народного господарства й перерозподіляється на користь найбільш конкурентоспроможних підприємств. У загальному підсумку це сприяє підвищенню конкурентоспроможності економіки та робить країну більш інвестиційно привабливою. Тому «подальша модернізація структури вітчизняного фінансового ринку має відбуватися у напрямі поступового переходу до моделі інвестиційного ринку розвинених країн світу, заснованої на домінуванні фінансових інструментів забезпечення трансформації капіталу. Така структура, підтверджена на законодавчому рівні, сприятиме активізації інвестування в реальний сектор економіки, оскільки передбачатиме створення максимально стандартизованого, прозорого і зрозумілого середовища розгортання інвестиційних потоків як національними, так і зарубіжними інвесторами»<sup>206</sup>.

У вітчизняних реаліях першочерговими заходами щодо підвищення інвестиційної конкурентоспроможності на основі узгодження напрямів розвитку фінансового ринку та інвестиційної діяльності мають стати послідовне здійснення реальних реформаційних перетворень, задекларованих оновленою владою, стабілізація грошово-кредитної системи, активізація фінансової діяльності та радикальна зміна інвестиційних пріоритетів державної підтримки.

---

<sup>206</sup> Кобушко І. М. Теоретичні засади оцінки взаємозв'язку інвестиційного та фінансового ринків / І. М. Кобушко // Інноваційна економіка: Всеукраїнський науково-виробничий журнал. – 2011. – № 4. – С. 235–241.

## **2.5. Оцінка зовнішнього і внутрішнього потенціалу фінансового ринку для відновлення економіки України**

Зростання амплітуди й асиметрії циклічної динаміки економік світу поряд із посиленням негативного впливу фінансового циклу на економічну ситуацію поставило на порядок денний питання розробки макроекономічних механізмів та інструментів контрциклічного регулювання. Їх застосування здійснюється у двох напрямках: зниження амплітуди фінансового циклу на стадії економічного буму («lean against the cycle»), згладжування та компенсації негативних наслідків на етапі економічного падіння.

Треба зазначити, що в умовах глобалізаційних процесів відбувається конвергенція національних фінансових і економічних циклів, що знижує ефективність і дієвість регуляторних впливів, поглиблює негативні екстерналії, сприяє системному поширенню шоків впливів (впливів «наскрізь сектори»), їх проциклічності (еволюції «впродовж циклу»). Це визначає неабиякі виклики для макроекономічного регулювання та надзору.

Так, всупереч досить успішної реакції із боку регулювання на виклики глобальної фінансової кризи розвинені країни пережили три роки фактичної стагнації із складним процесом стабілізації, що було обумовлено рядом факторів, які послаблювали потенціал відновлення:

– криза ліквідності банків та необхідність їх рекапіталізації – на фоні падіння ліквідності фінансових ринків банки багатьох країн були вимушені переходити на нову модель регулювання із жорсткішими стандартами формування капіталу та ліквідності, що поставило їх перед дилемою маневрування між необхідністю підтримання фінансової стабільності і забезпеченням доступу до фінансових ресурсів бізнесу і населення;

– процес делевериджу та недостатній рівень інвестиційного попиту – економічні агенти в умовах обмеженого доступу до капіталу сфокусувалися на погашенні боргів та зниженні фінансового левериджу, тим самим знижуючи попит на фінансовому ринку. Беручи до уваги фіскальну консолідацію, це призвело до зниження інвестиційної активності бізнесу;

– інфляція і підвищення цін на активи – підвищення попиту на біржові активи на початку економічного відновлення, пошук безпечних

активів для запобігання інфляційному впливу, інфляційні очікування в деяких країнах визначили складність застосування монетарного регулювання для центральних банків, відповідним чином відзначаючись у скороченні кредитування.

Як показують дослідження, рецесії, що спричинені або супроводжуються фінансовою кризою, мають тривалий період відновлення та значно глибші негативні наслідки<sup>207</sup>. Аналогічний ефект мають глобально синхронізовані рецесії та фінансові кризи, впродовж яких контрциклічна монетарна політика має низьку ефективність, а дієвість та потенціал фіскальної обмежується накопиченням суттєвого державного боргу.

Країни із невеликою економікою («малою» або із рівнем доходів, що наближається до нижньої границі у групі із середніми доходами, за класифікацією Світового банку), завдяки їх інтеграції у світовий простір через їх сировинну експортоорієнтованість або залежність від зовнішніх потоків капіталу, є одночасно і більш відкритими до зовнішніх шоків впливів. Такі країни мають певні особливості як у протіканні фінансового циклу, так і у його взаємопов'язаності із економічним циклом та відповідними наслідками. Згідно із дослідженнями С. Клаезенса і С. Гоша для країн із ринками, що швидко розвиваються, на противагу розвиненим країнам характерні: більш часті рецесії, суттєвіші втрати (у середньому – 9 % ВВП), більш тривале та значне падіння кредитування (1,5 року та 11 % відповідно), більш волатильні ціни на фінансові активи, але менш суттєве зниження цін на нерухомість у період економічного падіння<sup>208</sup>. Серед закономірностей взаємозв'язку фінансового циклу та економічного виявлено: рецесії у таких країнах більше асоціюються із кредитною кризою, а відновлення – із кредитною експансією. В обох випадках наслідки впливу є більшими за величиною, ніж у розвинених країнах. Отже, вчені констатують факт сильнішого впливу фінансового циклу на тривалість, амплітуду та асиметрію економічної динаміки у країнах із ринками, що швидко розвиваються.

---

<sup>207</sup> Kannan P. From Recession to Recovery: How Soon and How Strong [Electronic resource] / Prakash Kannan, Alasdair Scott and Marco E. Terrones. – 2012. – Access at: <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2012/fincrises/pdf/ch8.pdf>

<sup>208</sup> Claessens S. Macro-Prudential Policies: Lessons for and from Emerging Markets [Electronic resource] / Stijn Claessens and Swati R. Ghosh . – 2012. – Access at: [http://g24.org/wp-content/uploads/2014/03/Session-4\\_11.pdf](http://g24.org/wp-content/uploads/2014/03/Session-4_11.pdf)

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

---

Причинами такого явища перш за все є особливості структури економіки та її низька диверсифікація. Сировинна спрямованість експорту поряд із високою волатильністю ринків біржових товарів визначають значний вплив зовнішніх шоків на економічну динаміку таких країн. Збільшення негативного сальдо торговельного балансу відповідно призводить до тиску на валютний ринок та девальвації національної валюти. Потужний потенціал шокового впливу мають також потоки зовнішнього фінансового капіталу, які посилюють амплітуду фінансового циклу як на етапі кредитного буму, так і кредитного стишення, що робить їх одним із найважливіших об'єктів макропруденційного регулювання у країнах, що розвиваються. При цьому суттєвий вплив на фінансову динаміку мають як потоки капіталу, що розподіляються через банківську систему країни, так і через портфельні інвестиції. Останні підвищують ціни на фінансові і нефінансові активи, тим самим виконуючи роль класичного самопосилюючого акселератору фінансового циклу у зв'язці «зростання цін на активи – зростання кредитування – зростання цін на активи». Свою роль відіграє і структура фінансового сектора та його інституційне оточення: у визначених країнах пропозиція ресурсів через банківський ринок преважує над фондовим. Отже, отримання фінансових ресурсів відбувається переважно через забезпечення заставою, а ступінь впливу зміни цін на активи суттєвим чином відзначається на спроможності кредитування та фінансової стабільності банків і фінансової системи країни в цілому. Країни із невеликою відкритою економікою, як правило, мають банківську систему, значна частина активів якої належить іноземним банкам. Отже, всупереч абсорбції шокових фінансових впливів іноземні банки можуть здійснювати трансмісію зовнішніх негативних впливів на стан внутрішнього фінансового ринку. Більше того, такі ринки є висококонцентрованими із превалюванням декількох гравців, що збільшує ризики системно важливих інститутів.

Певні недоліки має також фінансова дисципліна інститутів, існує низький рівень прозорості і розкриття інформації, наявні широкі можливості для використання інсайдерської інформації та угод із пов'язаними сторонами, що формує ідеальне підґрунтя для трансмісії шокових впливів та їх розповсюдження.

Фінансовий ринок України переживає вкрай складний період свого розвитку. Не зазнавши повноцінного відновлення після фінансової

кризи 2008–2009 рр., він опинився в ситуації не меншої нестабільності, вихід з якої ускладнюються негативними зовнішніми та внутрішніми для країни тенденціями, умовами та обставинами. Особливістю кризового стану вітчизняного фінансового ринку у 2014–2015 рр. було таке:

– відновлення рівноваги напередодні супроводжувалося проведенням розвиненими країнами програми кількісного пом'якшення та рекапіталізації фінансових систем, що відповідним чином позитивно впливало на світовий ринок капіталу та пропозицію фінансових ресурсів. З 2014 р. у США відбувається поступове згортання програми розширеної грошової трансмісії;

– у період світової фінансової кризи країни із фінансовими ринками, що швидко розвиваються, зазнали меншої шкоди та впродовж економічної рецесії розвинених країн деякий час підтримували зростання світової економіки;

– на сучасному етапі більшість країн-лідерів та країн, що швидко розвиваються, пережили або переживають найбільшу за останнє сторіччя рецесію із вкрай нерівномірним та невпевненим відновленням. Так, у 2014–2015 рр. у розвинених країнах зростання ВВП становило 1,8 та 2 % відповідно, зокрема, в Європі – 0,9 та 1,5 %, Японії – 0,1 та 0,6 %, Канаді – 2,4 та 1 %. Для цих країн ризики майбутнього зростання обумовлені наслідками суттєвої амплітуди останньої циклічної хвилі, включаючи високе боргове навантаження у сфері публічного і приватного секторів, що залишаються актуальними. Сучасне падіння цін на сировинних ринках із відповідною девальвацією національних валют, підвищення волатильності фінансових ринків визначають значні ризики спадаючого тренду у зростанні ВВП країн, що розвиваються. Так, негативні прогнози динаміки ВВП на 2016 р. спостерігаються для таких країн, як Росія (– 0,1 %), Бразилія (– 1 %), зниження зростання вірогідно відбудеться і в країнах колишнього СРСР – до 0,5 %, Китаї – до 6,3 %, Саудівській Аравії – до 2,2 %<sup>209</sup>;

– світова фінансова криза визначила необхідність докорінного реформування системи регулювання фінансових систем країн задля збільшення їх фінансової стабільності, безпеки та пружності із

---

<sup>209</sup> World Economic Outlook (WEO): Adjusting to Lower Commodity Prices [Electronic resource]. – October 2015. – Access at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/>

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

зростанням їх абсорбційних можливостей, зменшення амплітуди фінансових циклів та впливу негативних екстерналій на реальний сектор економіки. Такий тренд визначився в багатьох розвинених економіках, які нині переходять на більш жорстке макро- і мікропруденційне регулювання банківського сектора. Ця тенденція визначає більш консервативну інвестиційну і фінансову політику найбільших банків світу, що відповідним чином відзначається на можливостях у подальшому залучати довгостроковий капітал країнами, що розвиваються.

Отже, звуження ліквідності зовнішніх фінансових ринків та зміна регуляторної моделі в бік посилення фінансової стабільності на сучасному етапі ускладнюють відновлення фінансового ринку в Україні та вихід його з кризи на противагу ситуації у 2008–2009 рр., ставлять нетривіальні виклики та завдання в сфері його структурного реформування.

Не менші виклики вітчизняний фінансовий ринок зазнав і внаслідок глибокої економічної, соціальної і політичної кризи всередині країни у 2014–2015 рр. Розглянемо більш детально та проаналізуємо внутрішній потенціал розширення функціональної спроможності фінансового ринку та перспективи забезпечення ним довгостроковими фінансовими ресурсами економіки країни порівняно із аналогічними можливостями на кінець 2009 р. та середніми показниками 2010–2013 рр. Оцінку зроблено на основі запропонованого методичного підходу<sup>210</sup>. Відповідно до останньої такий потенціал визначається: гнучкістю банків до розширення пропозиції довгострокових фінансових ресурсів, фондового ринку та інституційних інвесторів. При цьому потенціал банків – це агрегована складова з монетарної, ресурсної, вартісної та макроекономічної компонент. Виходячи з того, що реалізація такого потенціалу значною мірою залежить від попиту економіки на довгостроковий потенціал, в оцінку включено і деякі характеристики реального сектора економіки.

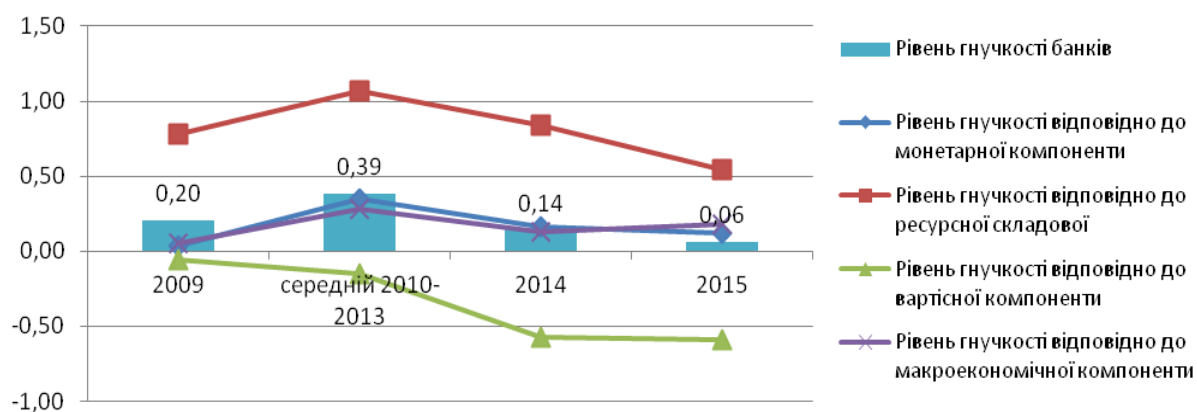
Нормування показників відбувається на основі розрахунку та зіставлення із аналогічними агрегатами за 30-ма країнами, виокремленими за умовою відновлення потенціалу їх фінансового ринку та фінансування економіки після кризи.

---

<sup>210</sup> Лактіонова О. А. Методичний підхід до оцінки гнучкості фінансового ринку в умовах циклічного розвитку економіки / О. А. Лактіонова // Проблеми економіки. – 2014. – № 4. – С. 439–454.

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

Загальний рівень гнучкості банків до розширення пропозиції ними довгострокових ресурсів у 2015 р. очікувано менше його величини порівняно із 2009 р. (рис. 2.13). Його падіння становило майже 3 рази, а значення знизилося до показника 0,06. Порівняно із його середньою величиною у 2010–2013 р. він знизився у 7 разів. При цьому серед компонент, які внесли незначну позитивну складову в його динаміку, стали монетарна і макроекономічна складові. Суттєво негативно відзначилися ресурсна та вартісна компоненти потенціалу банків.



**Рис. 2.13. Рівень гнучкості банків до розширення пропозиції ними довгострокових ресурсів**

Реакція ринку на необхідність економіки у фінансових ресурсах буде більш гнучкою чим більшими є вихідний показник фактичного рівня монетизації економіки та кращою є її структура. Не зважаючи на зниження показника монетизації економіки у 2015 р., покращення його структури вплинуло на загальне підвищення рівня монетарної компоненти у забезпеченні гнучкості – з 0,04 до 0,12 у 2015 р. (табл. 2.14). У 2015 році Україна вичерпала неінфляційні можливості збільшення рівня монетарного забезпечення. Разом із тим полегшення резервних вимог для банків, з одного боку, та зростання ліквідності – з іншого, визначили збільшення як грошової мультиплікації, так і відповідності термінової структури попиту і пропозиції на ринку фінансових ресурсів.

Разом із тим негативні тенденції спостерігаються у формуванні ресурсної складової гнучкості банків у їх спроможності задовольняти попит економіки на фінансові ресурси. Суттєво впав рівень залучення банками заощаджень населення, зменшення капіталу банків відзначилося у зростанні левериджу та зменшенні їх потенціалу у задоволенні



## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

попиту бізнесу у великому капіталі. Отже, на сучасному етапі впровадження інфраструктурних проектів, які вважаються драйверами розвитку, із залученням коштів банківської системи в Україні є вкрай складним. Звертає на себе увагу і той факт, що на фоні зменшення частки використання банками оптових ресурсів, залучених на зовнішніх ринках, впала і частка довгострокових ресурсів. Як результат, загальний рівень гнучкості банків, виходячи із стану їх ресурсної компоненти у 2015 р., є меншим за рівень 2009 р. на 24 в.п., порівняно із середнім значенням за 2010–2013 р. – нижче майже у 2 рази.

Значно гіршою за ресурсну є вартісна компонента гнучкості – суттєві збитки банків, погіршення якості активів, збільшення розриву між вартістю внутрішніх ресурсів і вартістю на зовнішніх ринках, зменшення еластичності попиту на кредит стосовно зміни відсоткових ставок як результат застосування нецінових обмежень банками, катастрофічне зниження рейтингу державних облігацій – це фактори, що мали гірші значення, ніж аналогічні у 2009 р. За весь період із 2009 по 2015 рр. потенціал банків до розширення функціональної спроможності, відповідно до вартісної компоненти, мав негативне значення із максимумом у 2015 р. (– 0,59).

Покращення сальдо торговельного балансу та зниження боргового навантаження на реальний сектор економіки у 2015 р., порівняно із 2009–2013 рр., є позитивними факторами, але недостатніми для відновлення висхідного тренду на фінансовому ринку.

Із урахуванням потенціалу інституційних інвесторів та фондового ринку визначено інтегрований рівень гнучкості фінансового ринку (рис. 2.14), який у 2014–2015 рр. має суттєве погіршення. Серед факторів, що погіршили потенціал інституційних інвесторів, слід зазначити зниження ділової активності венчурних фондів стосовно розміру капітальних вкладень в економіку, зменшення ступеня диверсифікації активів інституційних інвесторів та доходності їх діяльності. Серед позитивних – зниження величини левериджу та відповідне посилення фінансової стійкості.

Таблиця 2.14

**Нормовані показники рівня гнучкості банків до розширення пропозиції ними  
довгострокових ресурсів в Україні**

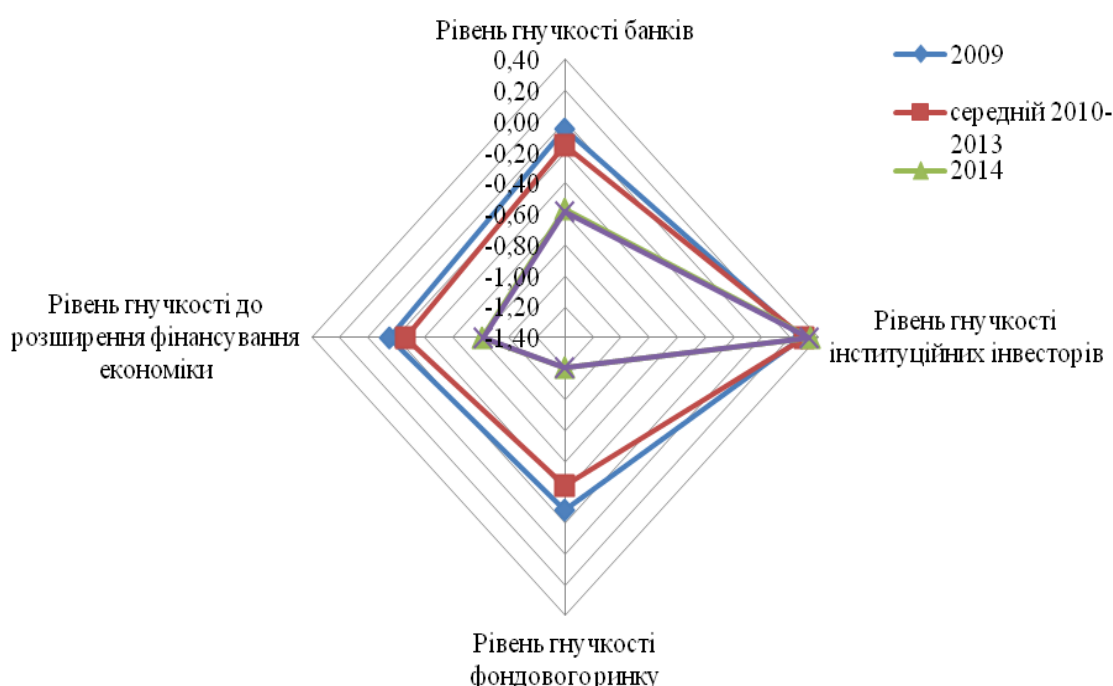
Показники	2009 р.	Середнє за 2010–2013 рр.	2014 р.	2015 р.
Фактичний рівень монетизації економіки	0,306	0,365	0,46	0,25
Частка середньо- та довгострокових коштів у МЗ	0,316	0,363	0,36	0,35
Співвідношення між грошовою масою та грошовою базою (грошовий мультиплікатор)	0,18	0,236	0,24	0,27
Відповідність термінової структури попиту та пропозиції на грошовому ринку країн (за новими кредитами), %	0,22	- 0,113	- 0,073	0,284
Зростання М2	- 0,84	0,904	- 0,15	- 0,52
<b>Рівень гнучкості відповідно до монетарної компоненти</b>	<b>0,04</b>	<b>0,35</b>	<b>0,17</b>	<b>0,12</b>
Ступінь залучення банками валових заощаджень населення	- 0,59	0,097	- <b>0,09</b>	- <b>0,54</b>
Ступінь накопиченого боргового навантаження на банки країни (леверидж)	3,39	3,661	3,16	1,52
Спроможність банків до трансформації ресурсів за строками з боку жорсткості регулювання ліквідності банків (норматив короткострокової ліквідності – Н6)	0,36	0,926	0,86	0,89
Спроможність банків до концентрації коштів для задоволення попиту у великому капіталі	0,267	0,340	0,231	0,154
Ступінь незалежності від оптових та зовнішніх джерел фінансових ресурсів банків	1,08	1,449	1,56	1,70
Частка довгострокових депозитів у загальній сумі	0,15	0,260	0,30	0,28
Частка довгострокових кредитів банків від нерезидентів до загальної їх величини	0,81	0,717	- 0,11	- 0,21

Продовження таблиці

<b>Рівень гнучкості відповідно до ресурсної складової</b>	<b>0,78</b>	<b>1,06</b>	<b>0,84</b>	<b>0,54</b>
Спроможність банків до поглинання збитків	0,22	0,228	0,21	0,20
Спроможність зниження банками вартості кредитування	- 0,13	-0,167	- 0,87	- 1,80
Дохідність діяльності банків	- 1,69	-0,702	- 2,52	- 3,27
Рівень відсоткової маржі	0,40	0,416	0,59	0,42
Реальна вартість кредитування реального сектора	0,46	0,000	0,53	3,97
Різниця між відсотком МБК та Лібор долл. 12 міс	0,65	0,263	0,28	0,40
Ступінь еластичності попиту на кредит відносно зміни відсотків за кредит	0,00	0,043	0,20	- 0,58
Кредитний рейтинг державних облігацій	- 0,35	- 4,000	- 3,00	- 4,03
<b>Рівень гнучкості відповідно до вартісної компоненти</b>	<b>- 0,05</b>	<b>- 0,15</b>	<b>- 0,57</b>	<b>- 0,59</b>
Відношення сальдо поточного рахунку до ВВП за квартал	0,21	0,041	0,172	0,327
Боргове навантаження реального сектора економіки	0,09	0,283	0,06	0,06
Зростання реальних наявних доходів населення, %	- 0,14	0,527	0,15	0,15
<b>Рівень гнучкості відповідно до макроекономічної компоненти</b>	<b>0,05</b>	<b>0,28</b>	<b>0,13</b>	<b>0,18</b>

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

Погіршилися і показники стану фондового ринку, а саме, рівень глибини ринку акцій, ліквідність ринку акцій і облігацій, ділова активність великого бізнесу, рівень інституціонального забезпечення, зросла концентрація емісій акцій. Загальний рівень гнучкості у 2014–2015 рр. знизився у 6 разів (до критично низького -1,21 порівняно із вибіркою країн, які змогли відновити інвестиційні процеси та динаміку зростання ВВП після кризи).



**Рис. 2.14. Інтегрований рівень гнучкості фінансового ринку**

Таким чином, на сучасному етапі Україна має вкрай низький внутрішній потенціал фінансового ринку для відновлення економіки та її підйому, який додатково обмежується неефективністю монетарної політики в умовах високої інфляції та низьких валютних резервів. Пройшовши через подвійне дно фінансово-економічного циклу, регулювання фінансового ринку та його інститутів потребує концептуального реформування.

## **2.6. Перспективи підвищення запасу гнучкості фінансового ринку на основі макропруденційного регулювання в умовах глобалізаційних викликів**

Відповідно до Комплексної програми розвитку фінансового ринку України на 2015–2020 рр. та прийнятої Стратегії реформування державного регулювання ринків небанківських фінансових послуг були визначені заходи із підвищення макроекономічної та фінансової стабільності. Вони стосуються запровадження монетарної політики на основі інфляційного таргетування, модернізації системи регулювання та нагляду, підвищення прозорості фінансового ринку. Були також зроблені певні кроки із впровадження окремих елементів макропруденційного регулювання, серед яких слід зазначити такі:

– впроваджено методичний підхід до ідентифікації системно важливих банків у межах банківської системи країни, планується поступове запровадження нових регуляторних вимог до таких банків, в тому числі підвищених вимог до капіталу з метою зменшення системних ризиків<sup>211</sup>;

– з метою підвищення стійкості банків у період фінансової та економічної нестабільності, створення ними запасу капіталу для підвищення спроможності протистояти ризикам встановлено вимоги щодо формування банками буферів капіталу (буфера запасу (консервації) капіталу та контрциклічного буфера)<sup>212</sup>.

Серед задекларованих перспективних напрямів удосконалення системи регулювання, які можуть наблизити Україну до стандартів макропруденційного регулювання, слід віднести:

– забезпечення впровадження системи пруденційного нагляду за небанківськими фінансовими установами та переходу на систему нагляду на основі оцінки ризиків шляхом здійснення оцінки, вимірювання та обмеження ризиків ліквідності фінансових установ з урахуванням ролі та частки на ринку;

– упровадження у практику регулярного проведення стрес-тестування фінансових установ для визначення їх фінансової стійкості;

---

<sup>211</sup> Постанова Правління Національного банку України від 25.12.2014 № 863 «Про затвердження Положення про порядок визначення системно важливих банків».

<sup>212</sup> Постанова НБУ від 12.05.2015 № 312 «Про затвердження Змін до Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні».

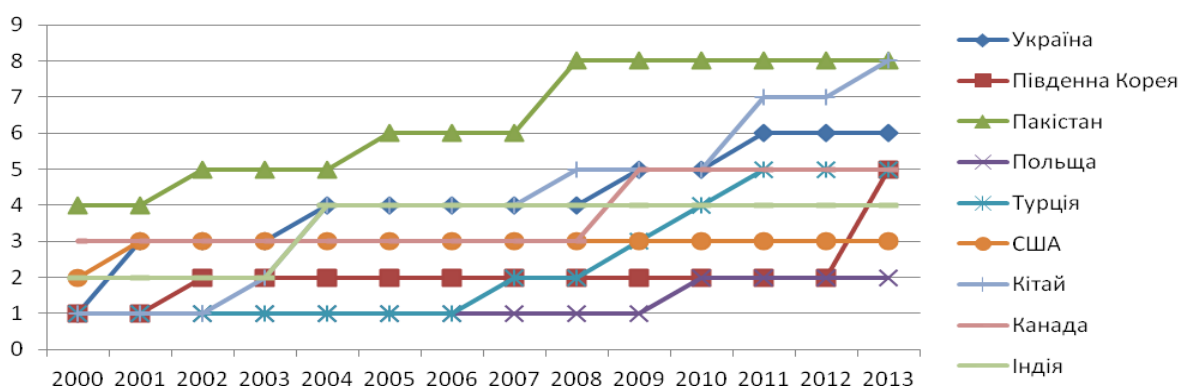
## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

– покращання механізмів міжвідомчої координації державних органів на ринках фінансових послуг для своєчасного виявлення поточних та потенційних зовнішніх і внутрішніх загроз та ризиків для фінансової стабільності й мінімізації їх негативного впливу на фінансову систему України;

– запровадження нагляду на консолідованій основі за небанківськими фінансовими групами<sup>213</sup>.

Разом із тим, аналізуючи наявне регулювання фінансового сектора в Україні, слід відзначити відсутність системного підходу до підтримання фінансової стабільності, існування на фоні досить жорстких вимог мікропруденційного нагляду за банками та зарегульованості доступу на ринок фінансових послуг небанківських інститутів неефективної і вкрай проциклічної моделі регулювання.

Так, відповідно до проведеного фахівцями МВФ Е. Черутті, С. Клаезенса, Л. Лаєвіна аналізу жорсткості регулювання у 120 країнах протягом 2000–2013 рр. (за критерієм кількості інструментів), Україна використовує одну із найжорсткіших моделей із перекосом у бік обмежень фінансових інститутів, аніж боржників (рис. 2.15). Дослідження здійснено на основі фактів використання 12 інструментів макропруденційного регулювання, серед яких леверидж банків, резервування під кредитні ризики, вимоги до капіталу і ліквідності та ін.



**Рис. 2.15. Рейтинг країн у застосуванні інструментів макропруденційного регулювання**

*Джерело: розроблено автором на основі<sup>214</sup>.*

<sup>213</sup> Розпорядження Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг від 19.03.2015 № 499 «Стратегія реформування державного регулювання ринків небанківських фінансових послуг на 2015-2020 роки»

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

---

Аналізуючи цей досвід, зазначимо, що, на відміну від багатьох інших країн, що швидко розвиваються, пруденційне регулювання НБУ протягом зазначеного періоду більшою мірою було сфокусовано саме на ризиках окремих фінансових інститутів без урахування можливостей негативного впливу таких ризиків на весь фінансовий ринок, або його окремі сектори, або врахування у перспективі їх проциклічної динаміки. Разом із тим, саме системність підходу, відповідно до якого підтримується фінансова стабільність системи в цілому, визначає специфіку реалізації макропруденційної політики. Відповідно до влучного виразу Г. Галаті і Р. Моезнера макропруденційний інструментарій включає мікропруденційні засоби, але всі вони мають макрофокус<sup>215</sup>. Отже, незалежно від кількості обмежувальних засобів, які використовувались в Україні, говорити про існування повноцінного та ефективного макропруденційного контуру у регулюванні фінансового ринку в цей період не можна ні з позиції контрциклічності, ні із позиції системного охопту.

У цьому аспекті доцільним є дослідження макропруденційного досвіду країн із ринками, що швидко розвиваються, які аналогічно Україні є відкритими та глобально інтегрованими економіками. За свідченням учених, такі країни цілком успішно та активно застосовували інструментарій макропруденційного регулювання, що дозволило багатьом з них втримати фінансову стабільність упродовж світової фінансової кризи. Необхідно зазначити, що протягом останніх двох десятиріч у цих країнах було лібералізовано фінансові ринки, посилено стабільність фінансового сектора. Стимулом для цього було впровадження розширених програм реформування, які фінансувалися за рахунок коштів Світового банку. Сформована модель пруденційного нагляду та регулювання базувалася на прикладах США і країн Європи із впровадженням принципів регулювання капіталу за Базелем. Краща позиція цих країн у досягненні фінансової стабільності також сформувалася завдяки застосуванню режиму гнучкого валютного курсу, інфляційному таргетуванню та проактивному формуванню

---

<sup>214</sup> Cerutti E. The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence [Electronic resource]/Eugenio Cerutti, Stijn Claessens, Luc Laeven. – 2015. – Access at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1561.pdf>

<sup>215</sup> Galati G. Macroprudential Policy – A Literature Review / Galati G and R Moessler. BIS Working Paper 337. – 2011.

**Регулятивний потенціал фінансового ринку  
в умовах глобальних викликів**

достатнього буфера капіталу. Як результат, фінансові інститути характеризуються більшим рівнем ліквідності та меншою залежністю від оптових фінансових ресурсів.

Таблиця 2.15

**Застосування макропруденційних інструментів у різних країнах**

Інструмент	Характеристика	Країна	Приклади	Застосування в Україні
<i>Спрямовані на боржників</i>				
Динамічний норматив відношення величини боргу до вартості забезпечення (LTV – loan to value)	Зниження кредитних ризиків, ефективно обмежує леверидж в окремих сферах кредитування; знижує проциклічність на стадії економічного буму	Бразилія, Франція, Мексика, Польща, Іспанія, Китай, Гонконг (1991), Саудівська Аравія, Сінгапур (1995), Корея, Малайзія (1995), Тайланд, Туречина, Індія (2005) (більшість країн 2000–2010 рр.)	Наприкінці 2009 р. у Кореї було знижено норматив LTD із 70 до 50 % внаслідок різкого збільшення цін на нерухомість	–
Динамічний норматив відношення величини боргу до доходів боржника (DTI – debt to income)	Знижує кредитні ризики фізичних осіб,	Китай (з 2000 р.), Колумбія, Гонконг (з 2000 р.), Польща (2005–2010 рр.), Румунія (2004–2008 рр.), Сербія, Корея, Тайланд, Малайзія (у 1990-ті рр.), Сінгапур	Сінгапур – встановлення ліміту ставки боргу до доходів боржника за іпотечним кредитуванням	–
<i>Спрямовані на активи фінансових інститутів</i>				
Ліміт зростання кредитування	Безпосередньо обмежує зростання кредитування, знижує проциклічність на стадії економічного буму	Індонезія, Китай, Колумбія, Малайзія (2000–2010), Нігерія (2010), Сербія (2008–2010), Сінгапур (2010)	У Кореї лімітується абсолютна величина кредитування малим та середнім підприємствам, ліміт було знижено у 2 рази із кінця 2006 до середини 2007 р., з початком кризи – збільшено у 1,3 рази	–



**Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку  
як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

Продовження таблиці

Норматив кредитування в іноземній валюті	Обмежує шокові впливи через валютні ризики та зростання кредитування	Аргентина (з 2003 р.), Австрія (з 2008 р.), Бразилія (з 2000 р.), Угорщина (з 2010 р.), Польща (з 2006 р.), Румунія (з 2005 р.), Сербія (з 2008 р.), Туреччина (з 2009 р.)		Суттєво обмежено із жовтня 2009 р.
Норматив левериджу	Обмежує кредитну експансію у період економічного буму та випереджає витратний процес делевериджу у період кризи та рецесії, уникає дилеми оцінки активів та їх зважування	Базелем III передбачається імплементація норматива відношення регулятивного капіталу до активів, включаючи небалансові, який не повинен перевищувати 3%.	У США встановлено на рівні 6 %, для системно важливих – 8 % (до 2018 р.)	-
<i>Спрямовані на зобов'язання фінансових інститутів</i>				
Резервні вимоги	Знижують ризик ліквідності, зростання кредитування опосередковано, передбачають менші витрати для інститутів, ефективні для обмеження потоків капіталу в іноземній валюті	Бразилія (з 2008 р.), Болгарія (з 2007 р.), Китай (з 2004 р.), Колумбія (з 2007 р.), Росія (з 2004 р.)	У Бразилії, Китаї, Індії, Саудівської Аравії напередодні кризи резервні вимоги було підвищено. У Китаї – з середини 2006 р. до середини 2008 р., в Індії – з кінця 2006 р.	Використовуються. У 2006 та 2008 рр. було проциклічно знижено резервні вимоги до коштів в іноземній валюті
<i>Спрямовані на капітал фінансових інститутів</i>				
Динамічне резервування для покриття кредитних ризиків	Збільшує стійкість та зменшує зростання кредитування опосередковано	Бразилія (з 2005 р.), Болгарія (з 2005 р.), Колумбія (з 2007 р.), Індія (з 2010 р.), Монголія (з 2010 р.),	У багатьох країнах Азії вимоги до резервування було збільшено у середині 2000-х рр.	Використовується

**Регулятивний потенціал фінансового ринку  
в умовах глобальних викликів**

**Продовження таблиці**

		Перу (з 2008 р.), Росія (з 2010 р.)		
Контрциклічні нормативи капіталу	Формує контрциклічний буфер капіталу в період економічного підйому, обмежуючи додатковий ризик, та використовується під час кризи і економічного падіння; абсорбує шоків впливи	Бразилія (з 2007 р.), Індія (з 2008 р.)	В Індії вагові коефіцієнти для кредитування комерційної нерухомості у 2005 р. було підвищено до 125 %, до 150 % у 2006 р., для кредитування житла – з 50 до 75 % у 2004 р., для споживого кредитування до 125 %	Впроваджено у кінці 2015 р. та вступить у дію із 2020 р.
<i>Спрямовані на ліквідність фінансових інститутів</i>				
Нормативи ліквідності, залежні від циклу	Обмежує системні ризики внаслідок шоків впливів у період кризи, застосовується для банківських і небанківських фінансових інститутів, особливо – системно важливих	США (2015), повна імплементація – у 2019 р.), ЕС (2014),	Базель III передбачає впровадження норматив ліквідного покриття (Liquidity Coverage Ratio) очікуваного відпливу коштів упродовж 30 днів; норматив чистої стабільної ресурсної позиції (Net stable funding ratio) – впровадження до 2018 р.	Підвищено нормативи ліквідності із 2009 р.
<i>Регулювання потоків іноземного капіталу</i>				
Податки на кредитування в іноземній валюті, в тому числі комерційні іноземні кредити Resource	Обмежує кредитну експансію у період економічного буму	Туреччина	Податок на споживчі кредити в Туреччині в 2004 р. було збільшено до 15 %, у 2009р. – знижено до 10 %	-

**Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку  
як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

Продовження таблиці

Utilization support Fund (RUSF)				
Податки на припливи іноземного капіталу, включаючи резервування із нульовою ставкою	Обмежує кредитну експансію у період економічного буму	Індія, Росія, Колумбія, Бразилія, Чилі, Аргентина, Тайланд та ін.	Бразилія впровадила оподаткування припливу іноземного капіталу, який інвестується в облігації та акції – у 2008 р. – 1,5 %, у 2009 р. – 2 %. Росія застосувала безвідсоткове резервування у 2004 р. – 3 % на рік для боргового капіталу, 20 % для інвестицій у державні облігації, 3 % для інших інвестицій у ЦП. Колумбія застосувала 40 % резервування на 6 місяців у 2007 р.	-
<i>Інші</i>				
Обмеження на розподіл прибутку	Обмеження дивідендних виплат у період економічного підйому для формування буферу капіталу, зниження зростання активів банків	Аргентина (з 2010 р.), Колумбія (з 2008 р.), Польща (з 2009 р.), Румунія (з 2009 р.), Словаччина (з 2008 р.), Туреччина (з 2008 р.)	У країнах, що розвиваються, застосовуються меншою мірою	Застосовується із кінця 2011 р.

Аналіз макропруденційних заходів у країнах із ринками, що розвиваються, та їх співставлення із ситуацією в Україні протягом цього періоду свідчить про суттєву проциклічність у застосуванні регуляторних інструментів, які були адекватними для періоду кризи та збереження ліквідності на ринку завдяки монетарним зусиллям НБУ. Разом із тим ігнорування циклічності фінансових процесів на валютному, кредитному та фондовому ринках відзначилося на ситуації, коли необхідні інструменти регуляторної політики, відповідальні за буферізацію фінансової стабільності та накопичення відповідного потенціалу, було впроваджено із суттєвим запізненням. Накопичення ж такого потенціалу гнучкості на сучасному етапі потребує суттєвих витрат та супроводжується значними негативними економічними і соціальними втратами у вигляді стиснення фінансового сектора за своїми масштабами та кількістю фінансових інститутів, тривалого пригнічення кредитної пропозиції для відновлення економіки країни.

У цілому досвід макропруденційного регулювання, що здійснювався у країнах із ринками, що швидко розвивається, свідчить про наступне:

- у таких країнах, порівняно із країнами з розвиненими ринками, переважно використовуються інструменти управління потоками капіталу, регулювання ліквідності, резервні вимоги та інструменти, спрямовані на активи фінансових інститутів, аніж на боржників;

- ефективність застосування макропруденційного регулювання має більшу ефективність, як із позиції зниження тиску кредитної експансії і зростання цін на активи, так і з позиції формування потенціалу гнучкості в період кризи та відновлення економіки. Така властивість певним чином визначається більшою диверсифікацією джерел фінансових ресурсів та фінансових інструментів на розвинених ринках, що частково нівелює вплив регулювання;

- основними джерелами системних ризиків як об'єктів макропруденційного регулювання є такі: ризики впливу ситуації на зовнішніх фінансових ринках, які призводять до різких змін у припливах та відпливах іноземного капіталу; ризики негативних наслідків кредитного буму та цін на активи; ризики системно важливих фінансових інститутів;

- оскільки управління потоками капіталу є важливою складовою макропруденційної політики, необхідно враховувати негативні наслідки

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

використання таких інструментів у цілому (без урахування специфічних ризиків). Визнання позитивних наслідків глобалізації у вигляді припливу інвестицій, посилення диверсифікації інвестиційного ризику, сприяння розвитку фінансового ринку потребують вибіркового (секторального) підходу до обмежень таких потоків у період буму на фінансових ринках. Саме такий підхід було використано у вказаних країнах, які найменше постраждали від світової фінансової кризи.

На сучасному етапі формування моделі макропруденційного регулювання, перехід до якої пропагується МВФ та Радою із фінансової стабільності (Світового банку), Базельським комітетом з питань банківського нагляду та іншими наднаціональними фінансовими інституціями, визначає реформування національних систем фінансового нагляду та регулювання<sup>216</sup>. Першими кроками стало зниження проциклічності нормативів регулювання, удосконалення пруденціальних стандартів для фінансових інститутів та реформування підходу до регулювання діяльності системно важливих фінансових інститутів. Більшість із цих новел закріплено Базелем III:

- 1) підвищення якості, відповідності та прозорості капіталу банків;
- 2) зниження проциклічності та забезпечення формування контрциклічних буферів – зниження проциклічності у мінімальних нормативах капіталу, забезпечення резервування із урахуванням випереджувальної оцінки;
- 3) досягнення розширеної макропруденційної мети із захисту банківської системи із запобігання кредитного буму – вимога використання довгострокового горизонту для оцінки вірогідності дефолту,
- 4) удосконалення врахування ризиків торговельної (інвестиційної) і комерційної діяльності банків у нормативах капіталу;
- 5) запровадження простого і прозорого нормативу левериджу як додаткового до нормативів капіталу;
- 6) підвищення стандартів ліквідності, які обмежують використання ненадійних джерел фінансових ресурсів;
- 7) підвищення якості стандартів обліку для посилення мотивації резервування.

---

<sup>216</sup> Enhancing Financial Stability and Resilience Macroprudential Policy, Tools, and Systems for the Future [Electronic resource]. – Access at: [http://group30.org/images/uploads/publications/G30\\_EnhancingFinancialStabilityResilience.pdf](http://group30.org/images/uploads/publications/G30_EnhancingFinancialStabilityResilience.pdf)

Перехід до макропруденційної моделі регулювання є актуальним і у країнах, що розвиваються. Так, збільшення його масштабів та складності їх фінансового ринку визначає появу нових викликів, включаючи ризики з боку небанківських фінансово-кредитних інститутів. Ключовим моментом також є вплив на сучасному етапі впровадження більш жорстких нормативів, що потребують збільшення капіталу і резервів, що може негативно відзначитися на кредитуванні економіки, що потребує додаткових заходів із підтримки фінансового забезпечення малих підприємств і проектів інвестування в інфраструктуру. Впровадження макропруденційної регуляторної моделі повинно супроводжуватися експертною оцінкою негативних екстерналій на головні драйвери економічного і соціального розвитку економіки. Ефективне застосування макропруденційних інструментів засновується також на системі прозорих та простих індикаторів фінансових циклів. Серед найпоширеніших індикаторів, які використовуються із цією метою, є показник стандартного відхилення динаміки зростання кредитування відносно ВВП від тренду. Разом із тим, як застерігають вчені, динаміка тренду кредитування у країнах із ринками, що розвиваються, піддається суттєвим структурним зрушенням і позитивне відхилення темпів кредитування від тренду не завжди свідчить про накопичення системного ризику та закінчується кредитним бумом і, відповідно, кредитною рецесією<sup>217218</sup>. З метою ідентифікації накопичення системних ризиків пропонується використовувати комплекс показників, які характеризують якість формування ресурсів фінансових інститутів та їх залежності від зовнішнього фінансування<sup>219</sup>. Певні виклики також випробовує система нагляду за інститутами фінансового ринку. Як правило, вона має суттєві вади порівняно із розвинутими ринками.

---

<sup>217</sup> Sinha A. Implications for growth and financial sector regulation, in: Bank for International Settlements (ed.), *Financial sector regulation for growth, equity and stability*, Basel (BIS Papers 62, 45–84). – 2012.

<sup>218</sup> Pereira da Silva L. A. Sailing through the global financial storm: Brazil's recent experience with monetary and macroprudential policies to lean against the financial cycle and deal with systemic risks / Pereira da Silva L. A., R. E. Harris. – Brasília: Banco Central do Brasil (Working Paper 290), 2012.

<sup>219</sup> Shin H. S. Macroprudential policies beyond Basel III, in: Bank of International Settlement (ed.), *Macroprudential regulation and policy: proceedings of a joint conference organised by the BIS and the Bank of Korea in Seoul on 17–18 Jan. 2011*, Basel (BIS Paper 60, 5–15). – 2011.

## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку

Треба зазначити, що фінансовий сектор країн, що розвиваються, мають більш розвинену банківську систему порівняно із парабанківськими інститутами та їх роллю у фінансовому забезпеченні економіки, розвиток фінансового ринку в цих країнах передбачає поступове посилення масштабів і, отже, необхідність їх включення у контур макропруденційного регулювання. Країни із розвиненими ринками вже долучили до загальних стандартів макропруденційного нагляду всі системно важливі фінансові та інвестиційні компанії. Так, для зниження системного ризику, що виникає внаслідок взаємозв'язків та взаємозалежності між інститутами, у США, Канаді та ЄС для фондів грошового ринку (взаємних) запроваджено нормативи мінімального ліквідного буферу, левериджу, вимоги до маржі за операціями із деривативами. Зокрема, у 2014 р. у Канаді запровадили правило зниження кредитного ризику контрагентів фондів грошового ринку, що здійснюють операції із деривативами. У ЄС з метою забезпечення надійності та стійкості взаємних фондів впровадили вимогу формування 3 % грошового буферу ринкової вартості чистих активів. За аналогією із банківськими інститутами, для інших учасників фінансового ринку в рамках макропруденційного регулювання важливо:

- посилення спроможності оцінки та моніторингу динаміки фінансового циклу у різних секторах фінансового ринку;
- моніторинг впливу небанківських інститутів на стан усієї фінансово системи;
- удосконалення методології оцінки та моніторингу вартості чистих активів;
- моніторинг левериджу небанківських інститутів із урахуванням кредитування цінними паперами та операції із деривативами.

Таким чином, впровадження системи макропруденційного регулювання в Україні є надважливим питанням. Разом із тим для ефектвної реалізації цього процесу необхідними є не тільки ретельна оцінка та співставлення можливих позитивних і негативних ефектів на реальний сектор економіки та можливості його фінансового забезпечення, але і бажано сприятливі зовнішні умови. Отже, найбільш вірогідним періодом встановлення контуру регулювання є 2018–2020 рр. за умови успішної реалізації основних етапів прийнятої стратегії розвитку фінансового ринку.

### **2.7. Вплив грошово-кредитної політи-**

## ки на процеси алокції фінансових ресурсів в економіці України

В умовах посилення глобалізації значимим фактором розвитку економіки є збалансована алокація фінансових ресурсів. Зважаючи, що основні потоки фінансових ресурсів рухаються через банківську систему, Національний банк України, регулюючи діяльність банківського сектора через реалізацію грошово-кредитної політики, впливає на вартість залучення фінансових ресурсів банківськими установами та подальше їх розміщення. В умовах значного інфляційного та девальваційного тиску на економіку важливим завданням залишається проведення такої грошово-кредитної політики, яка б здійснювала позитивний вплив на банківський сектор у частині забезпечення збалансованого розподілу фінансових ресурсів між різними економічними агентами, сферами та галузями економіки тощо.

У контексті дослідження впливу, який здійснює грошово-кредитна політика на алокацію фінансових ресурсів в економіці, важливо звернутися, насамперед, до поняття «грошово-кредитна політика». У Законі України «Про Національний банк України» зазначено: «грошово-кредитна політика – була визначена, як комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, направлених на регулювання економічного зростання, стримування інфляції та забезпечення стабільності грошової одиниці України, забезпечення зайнятості». Однак у подальшому, внаслідок внесення правок до Закону, це визначення набуло скороченого вигляду: «грошово-кредитна політика – це комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, спрямованих на забезпечення стабільності грошової одиниці України через використання визначених цим Законом засобів та методів»<sup>220</sup>. Незважаючи на зведення цілей лише до однієї – «забезпечення стабільності грошової одиниці», цілі, визначені у попередній редакції, залишаються не менш актуальними та на практиці тісно взаємопов'язані. Крім того, цілі грошово-кредитної політики постійно коригуються залежно від економічної ситуації у країні.

Основним об'єктом грошово-кредитного регулювання є грошова маса в економіці, від розміру якої залежать ключові макроекономічні

---

<sup>220</sup> Про Національний банк України: Закон України: від 20.05.1999 р. № 679-XIV [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/>



## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку

показники. У процесі здійснення грошово-кредитного регулювання відбувається не лише регулювання обсягів грошової маси в обігу, але й визначення напрямів її руху, за рахунок чого грошово-кредитна політика впливає на алокацію фінансових ресурсів в економіці. Тому що кошти за допомогою інструментів грошово-кредитної політики прямо чи опосередковано направляються в різні сектори, галузі, інститути тощо.

Ефективний розподіл ресурсів передбачає, насамперед, їх наявність, критерієм достатності якої слугує рівень монетизації, що визначається співвідношенням грошової маси до ВВП. Рівень монетизації характеризує насиченість економіки грошима. В Україні цей показник не піднімався вище відмітки 62,5 %, а в основному був меншим за граничне значення – 60 %, що може призводити до дефіциту ресурсів в економіці. Для прикладу, рівень монетизації, за даними на кінець 2009 року, становив: в Євросоні – 100–150 %, США – 80–100 %, Великобританії – 150–200 %<sup>221</sup>.

Недостатній рівень монетизації є наслідком проведення в Україні агресивної рестрикційної грошово-кредитної політики, що покликана забезпечити стабільність національної валюти, зменшити інфляційний тиск тощо і ставить за мету скорочення обсягів грошової маси в економіці. Проте, окремі науковці не вважають цей метод ефективним у боротьбі з інфляційними процесами, що підтверджується і сучасними реаліями України. Адже інфляція часто носить немонетарний характер, а скорочення вливання коштів в економіку за рахунок відповідних інструментів грошово-кредитної політики впливає на доступність та вартість фінансових ресурсів для вітчизняних банків та реалізацію ними алокаційної функції через кредитні механізми в реальний сектор економіки. Як видно з табл. 2.16, вплив агресивної рестрикційної грошово-кредитної політики на банківську систему та реальний сектор економіки часто може мати негативні наслідки.

У контексті реалізації рестрикційної політики НБУ кожен з перерахованих інструментів прямо чи опосередковано впливає на алокацію фінансових ресурсів у реальний сектор економіки через банківську систему. Так, збільшення обсягів обов'язкових резервів призводить

---

<sup>221</sup> Миркин Я. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски / Я. Миркин. – М.: GELEOS Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011. – 496 с.

**Регулятивний потенціал фінансового ринку  
в умовах глобальних викликів**

до скорочення ресурсної бази банків, доступної для кредитування реального сектора економіки. Нормативи обов'язкового резервування на кінець 2014 року мали тенденцію до зростання як в абсолютних, так і у відносних показниках. Протягом 2010–2014 рр. норматив обов'язкового резервування зріс майже вдвічі, а саме на 27,0 млрд грн. Це підтверджує ту обставину, що Національний банк використовує даний інструмент з метою зменшення грошової маси в обігу, що відповідно впливало і на діяльність банківських установ, зокрема в частині їхніх кредитних можливостей.

Таблиця 2.16

**Вплив рестрикційної грошово-кредитної політики на банківську систему та реальний сектор економіки**

<b>Інструмент ГКП</b>	<b>Фактор впливу</b>	<b>Вплив на банківську систему</b>	<b>Вплив на реальний сектор</b>
Регулювання облікової ставки	Підвищення облікової ставки	Скорочення масштабів рефінансування	Підвищення ставок за кредитами
Операції з рефінансування банків	Переважання частки короткострокових кредитів у структурі рефінансування	Підтримання поточної ліквідності банків	Обмеження пропозиції на ринку кредитування
Обов'язкові резерви	Збільшення обсягів обов'язкових резервів	Зменшення доступних для розміщення ресурсів	Обмеження пропозиції на ринку кредитування
Операції з ЦП на відкритому ринку	Продаж ОВДП	Мобілізація державою вільних ресурсів банків	Обмеження пропозиції на ринку кредитування
Облікова (дисконтна) та застава політика	Заохочення прийому в заставу цінних паперів	Коригування інвестиційної політики банків за напрямом придбання ОВДП	Обмеження пропозиції на ринку кредитування
Депозитні операції	Випуск депозитних сертифікатів	Мобілізація державою вільних ресурсів банків	Обмеження пропозиції на ринку кредитування

*Джерело: складено автором.*

Наступним інструментом, який здійснює вплив на банківську систему та, опосередковано, на можливості кредитування реального сектора економіки, є операції НБУ з цінними паперами на відкритому

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

ринку. Так, протягом 2010–2014 рр. переважали операції з придбання ОВДП. Це свідчить про те, що в сучасних умовах функціонування економіки НБУ даний інструмент не використовується з метою скорочення грошової маси в економіці. Це особливо яскраво проявилось в різкому зростанні обсягів купівлі ОВДП у 2014 році, коли показник досяг свого максимального значення за останні п'ять років та становив 181,9 млрд грн, що майже у чотири рази перевищило показник попереднього року. Така політика НБУ пов'язана з прагненням підтримати ліквідність банків в умовах політичної та економічної нестабільності, характерними наслідками якої для банківської системи стало дострокове зняття депозитів та збільшення частки неповернення кредитів. Хоча дії НБУ впливали на збільшення ресурсної бази банків, проте ці ресурси були спрямовані на те, щоб проблемні банки мали можливість розрахуватися за власними зобов'язаннями. Це, відповідно, задовольняло поточні потреби останніх, але не здійснювало позитивного впливу на алокацію ресурсів у реальний сектор економіки.

З метою здійснення впливу на кредитну політику банків НБУ може застосовувати заставну політику. Наприклад, забезпеченням за операціями рефінансування РЕПО виступають облігації внутрішньої державної позики. Тобто НБУ опосередковано стимулює придбання банками ОВДП для отримання в майбутньому рефінансування та направляє ці кошти на ліквідацію дефіциту державного бюджету. Для оптимізації алокації фінансових ресурсів на галузевому рівні, використовуючи цей механізм, можна стимулювати розвиток пріоритетних галузей економіки. Наприклад, шляхом надання кредитів рефінансування за зниженою ставкою, якщо банк використовує як заставу цінні папери підприємств пріоритетних галузей.

Чітко вираженим інструментом рестрикційної грошово-кредитної політики є депозитні операції. Протягом останніх п'яти років Національний банк України активно застосовує операції з емісії депозитних сертифікатів у цілях вилучення надлишкової ліквідності банків. Так, у 2014 році відбувся значний стрибок обсягів розміщення депозитних сертифікатів: цей показник сягнув позначки 1 472,7 млрд грн. Можна припустити, що основним чинником активізації депозитних операцій було намагання НБУ стримати стрімку девальвацію гривні за рахунок мобілізації гривні з банківської сфери та, відповідно, обмеження її пропозиції на фінансових ринках. Суттєвого

впливу дані дії НБУ на стабілізацію курсу гривні не мали. Іншою стороною цієї активізації стало те, що в умовах зростання дохідності за депозитними сертифікатами (2,05 % – 2013 р., 5,68 % – 2014 р.) та високого рівня їх надійності, на фоні падіння рентабельності реального сектора, у 2014 році банкам вигідніше було вкладати кошти в депозитні сертифікати, ніж у реальний сектор. Результативність використання даного інструменту в таких обсягах на майбутнє є досить сумнівним та має короткострокову дію, а тому може бути доцільним як захід екстреної стабілізації ситуації. Для реальної стабілізації курсу національної валюти та економіки в цілому на довгострокову перспективу більш ефективним є спрямування ресурсів у реальний сектор економіки. Для прикладу, Європейський центральний банк не практикує використання тих інструментів, які заохочують банки тримати кошти на його рахунках, оскільки в цьому випадку кошти не працюють на економіку. Так, існує практика використання «негативних відсотків» у країнах Єврозони. Це означає, що кредитна установа може тримати кошти на кореспондентському рахунку при ЄЦБ, однак за це вона сама має платити «штраф» у розмірі тих самих «негативних відсотків», доданих до ставки рефінансування<sup>222</sup>. Тому за потреби вилучення надлишкових грошей з банківського сектора більш доцільніше буде використовувати ті інструменти, які сприяють їх надходженню в реальний сектор. Наприклад, альтернативою депозитним сертифікатам НБУ можуть стати короткострокові боргові цінні папери підприємств, мікрокредитування малого бізнесу тощо.

Одним з важливих інструментів, від правильності використання якого залежить ефективність алокації фінансових ресурсів в економіці, є облікова ставка. За допомогою регулювання цієї ставки Національний банк України впливає на вартість залучення фінансових ресурсів банківськими установами та подальше їх розміщення в економіці. Облікова ставка є базовою ставкою операцій з рефінансування, а це означає, що НБУ не може кредитувати банки нижче базової ставки.

У розвинених ринкових економіках така ставка визначає вартість позикових ресурсів, які центральний банк готовий надати банкам.

---

<sup>222</sup> Низкая ставка рефинансирования ЕЦБ ведёт евро к краху [Электонный ре-сурс]. – Режим доступа: <http://business-swiss.ch/2014/09/stavka-refinansirovaniya-etsb-snizhena-do-0-05/> <http://business-swiss.ch/2014/09/stavka-refinansirovaniya-etsb-snizhena-do-0-05/>

## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку

Залежно від того, що відбувається в економіці, банк може підвищувати або знижувати ставку рефінансування. Динаміка облікової ставки залежить від двох факторів: темпів зростання економіки (по суті це зростання ВВП), і темпів інфляції.

При швидкому зростанні економіки можливе посилення інфляції. Для стримування зростання цін центральний банк змушений підняти ставку рефінансування, збільшуючи вартість позикових ресурсів. Зростання ставки рефінансування призводить до збільшення вартості запозичень для банків, це відбивається на вартості запозичень для підприємств нефінансового сектора і домогосподарств. В умовах подорожчання позикових ресурсів підприємства змушені зменшувати свої інвестиційні програми, а для домогосподарств менш доступним стає споживче кредитування, що призводить до уповільнення економічного зростання. І, навпаки, в умовах уповільнення економічного зростання центральний банк змушений знижувати вартість позикових ресурсів, знижуючи ставку рефінансування. Це призводить до зворотної реакції. В умовах зниження вартості позикових ресурсів підприємства можуть більш активно залучати позикові ресурси, а домогосподарства збільшують придбання товарів за програмами споживчого кредитування. Економіка починає зростати.<sup>223</sup>

Таким чином, політика формування облікової ставки використовується для регулювання економічних процесів та має суттєвий вплив як на розвиток окремих економічних агентів, так і на економіку в цілому.

Як видно з рис. 2.16, політика використання облікової ставки має свої характерні особливості для кожної окремої країни.

На рис. 2.16 видно, що в США і країнах Євросоюзу відзначається тенденція до зниження ставок до рекордно низьких значень у 2014 р. – до 0,25 % та 0,16 % відповідно. Ключовою причиною зниження ставки рефінансування практично до нуля стала дефляція в цих країнах. Щодо вітчизняної облікової ставки, то видно, що вона значно вища, ніж у США і Єврозоні, що криється в інших проблемах, з якими стикається українська економіка.

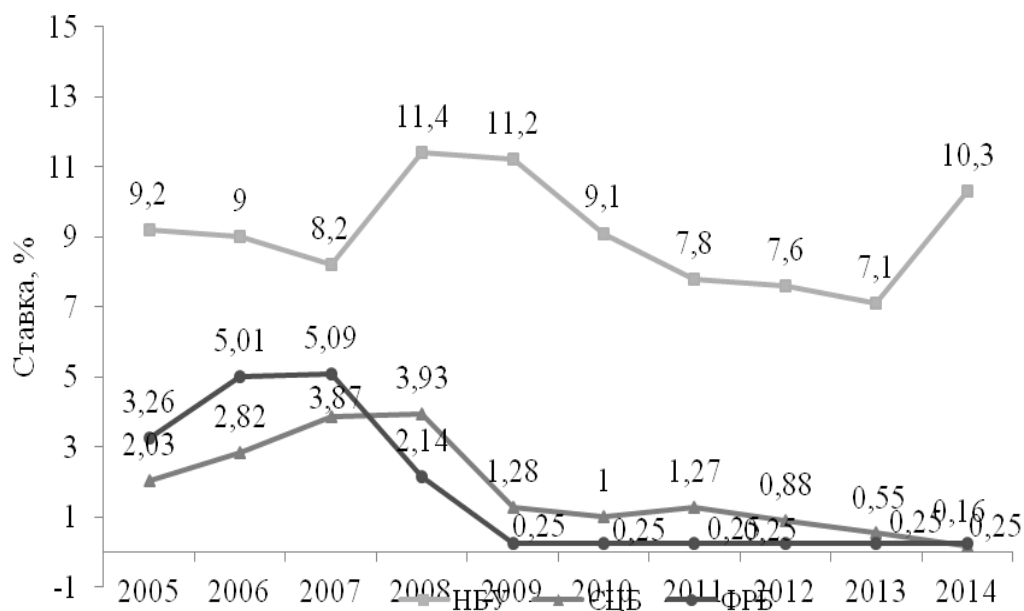
Політика рефінансування в умовах економічних спадів та підйомів кардинально відрізняється. Так, реакцією центральних банків

---

<sup>223</sup> Рынок ценных бумаг: учебник / под общей ред. Н. И. Берзона. — М.: Издательство «Юрайт», 2011. — 531 с.

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

Євросони та США на кризові періоди є зниження ставки рефінансування, тоді як в Україні навпаки – ставка різко зростає. Це пов'язано з тим, що в Україні в першу чергу облікова ставка використовується як метод боротьби з інфляцією, яка має тенденцію до зростання в період економічного спаду.



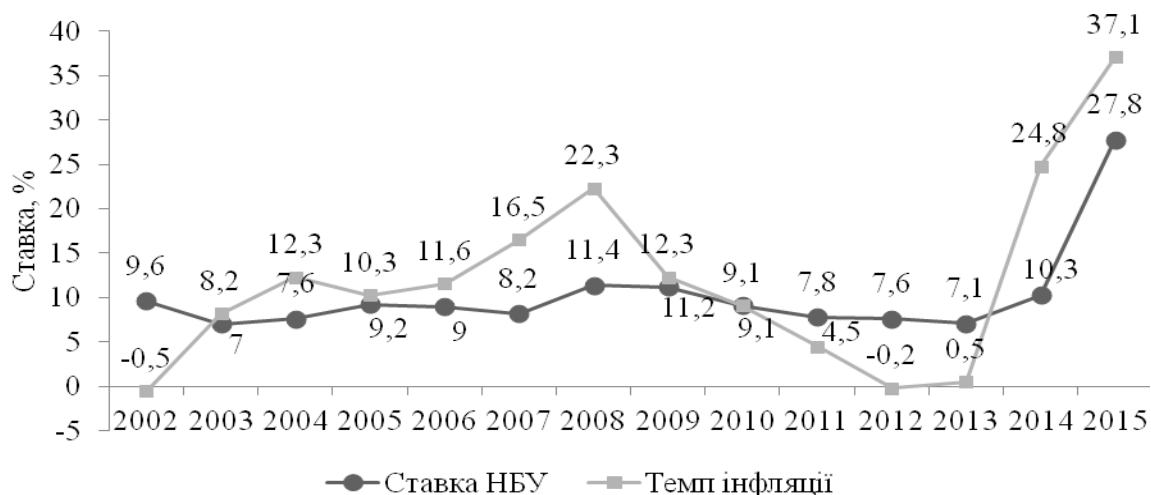
**Рис. 2.16.** Динаміка середньозважених ставок рефінансування в Україні, США та Європі за 2005–2014 рр., %

Джерело: побудовано автором за статистичними даними Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>; Euro area statistics [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.euro-area-statistics.org>, РосБизнесКонсалтинг [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://quote.rbc.ru>

На рис. 2.17 та 2.18 помітна різниця в підходах до зміни облікової ставки та залежності її від інфляції в Україні та Євросоюзі.

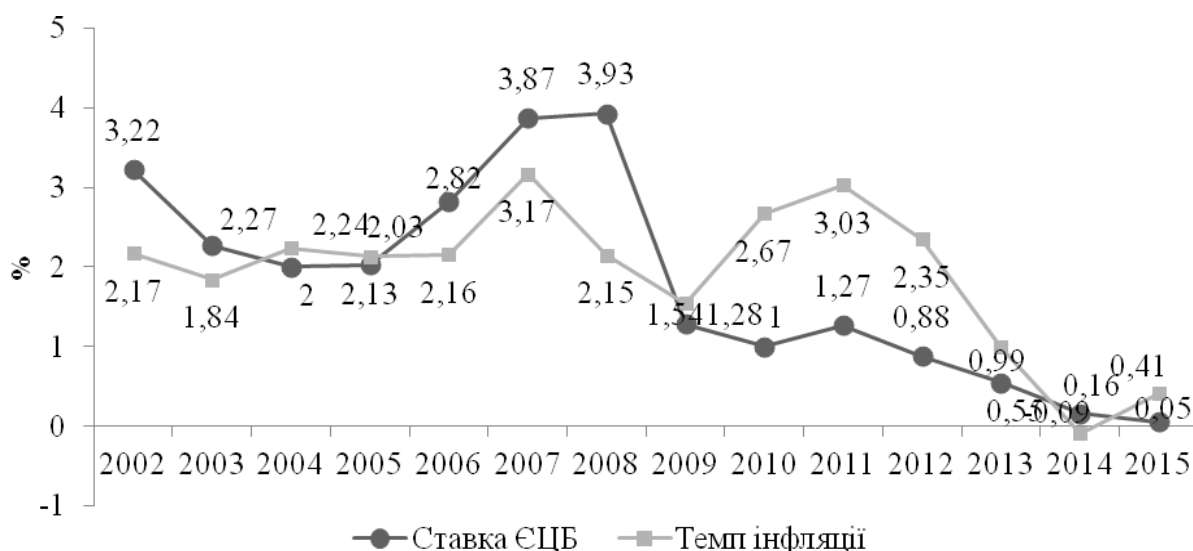
З рис. 2.17 видно, що НБУ як інструмент боротьби з інфляцією використовує облікову ставку. На значне прискорення інфляції в 2008 р. до 22,3 НБУ відреагував зростанням ставки до 11,4 %, аналогічне прискорення інфляції в 2014–2015 рр. викликало рекордне зростання ставки рефінансування в сучасний період до 27,8 %.

**Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку  
як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**



**Рис. 2.17. Середньозважена облікова ставка НБУ та темпи інфляції за 2002–2015 рр., %**

*Джерело: побудовано автором за статистичними даними Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>*



**Рис. 2.18. Середньозважена ставка рефінансування ЄЦБ та темпи інфляції за 2002–2015 рр., %**

*Джерело: побудовано автором за статистичними даними Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>; РосБизнесКонсалтинг [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://quote.rbc.ru>*

Європейський центробанк зіткнувся з протилежною проблемою – дефляцією євро (негативний темп зростання в 2014 р.) і стагнацією економіки. У результаті чого, починаючи з кризи 2008 р., ставка неухильно знижувалася з 3,17 % у 2007 р. до 0,05 % в 2015 р.

Сьогодні Україна переживає черговий економічний спад, на який НБУ відреагував встановленням високої облікової ставки. Такий рівень ставки призводить до обмеження можливостей банків у сфері формування ресурсної бази, і, відповідно, до збільшення вартості наданих кредитних ресурсів. Поточні кризові економічні умови не дозволяють реальному сектору залучати дорогі позикові кошти. У таких умовах важливо, щоб облікова ставка враховувала середню рентабельність реального сектора економіки. Підприємства не можуть користуватися кредитами, ставка за якими вище їхньої середньої рентабельності. А отже, жорстка рестрикційна грошово-кредитна політика не сприяє надходженню фінансових ресурсів в економіку.

З метою визначення оптимальної облікової ставки, яка розширить ресурсну базу банків та зробить більш доступною її для реального сектора економіки, проаналізуємо співвідношення таких показників: відсоткова ставка за кредитами, середній рівень рентабельності ключових галузей, облікова ставка НБУ на кінець періоду (рис. 2.19). Для аналізу даних за рентабельністю використаємо середній рівень рентабельності п'яти ключових прибуткових галузей, а саме: сільське господарство, промисловість, торгівля, інформація та телекомунікації. Критерієм для відбору цих галузей став рівень чистого доходу. Враховуючи значний рівень тінізації економіки, не є коректним орієнтуватися на загальний усереднений показник рентабельності підприємств реального сектора. Оскільки, підприємства часто свідомо завищують свої витрати та занижують доходи, не показуючи реальної картини з метою ухилення від оподаткування. Тому візьмемо такі ключові галузі, які були прибутковими протягом останніх років, адже їх рентабельність буде найбільш наближеною до реальних середніх результатів по ринку.

Аналіз наведених даних на рис. 2.19 показує, що до 2013 року облікова ставка залишалася стабільною. Протягом цього часу рівень рентабельності підприємств був наближений до вартості позикових коштів, що дозволяло відносно вільне переміщення коштів у реальний сектор. Проте, починаючи з 2014 року, внаслідок складної політико-економічної ситуації у країні різко зменшилася рентабельність підприємств, а облікова ставка та ставка за кредитами в рази перевищила показник рентабельності підприємств. Це остаточно відрізало останніх від можливостей фінансування власних потреб за рахунок банківського позикового капіталу. Повернення ресурсів у реальний сектор



## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку

буде більш реальним за умови, коли облікова ставка та сформована на її базі кредитна ставка не перевищуватиме рівня рентабельності, який на кінець 2014 року становив 11,1 %. Тобто в ідеальному варіанті ставка за кредитами повинна бути не вище 11 %. Але практично при формуванні кредитної ставки враховується цілий ряд факторів. Зрозуміло, що зменшення кредитної ставки в сучасних умовах до «ідеального» рівня не можливе, бо, по-перше, може спровокувати спекулятивні операції банків, коли вони, беручи ресурси в НБУ, використовуватимуть їх на придбання валюти з метою отримання прибутку на коливаннях курсів. По-друге, таке різке зменшення може спровокувати зростання інфляції та посилити девальваційний тиск на гривню тощо.



**Рис. 2.19. Співвідношення процентної ставки за кредитами, середнього рівня рентабельності ключових галузей та облікової ставки НБУ, %**

Джерело: побудовано автором за даними Аналітичної доповіді до щорічного Послання Президента України до Верховної Ради України «Про внутрішнє та зовнішнє становище України в 2015 році» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://quote.rbc.ru> побудовано автором [http://www.niss.gov.ua/public/File/2015\\_book/POSLANNYA-2015\\_giper\\_new.pdf](http://www.niss.gov.ua/public/File/2015_book/POSLANNYA-2015_giper_new.pdf)

На базі облікової ставки формуються інші відсоткові ставки, які ще називають ставками рефінансування, тому що, використовуючи їх, НБУ здійснює операції з рефінансування банків, реалізуючи таким чином грошово-кредитну політику. Структура та обсяг операцій з рефінансування прямо впливає на функціонування банківської системи, а через неї – на алокацію фінансових ресурсів в економіці.

Статистика вказує на наявність проблеми у сфері впливу операцій з рефінансування на алокацію фінансових ресурсів в економіці, яка полягає в тому, що рефінансування переважно спрямоване на підтримку короткострокової ліквідності банків, а не на підтримку економічного розвитку. Загальний обсяг операцій з рефінансування протягом 2010–2014 рр. продовжує зростати. За останні п'ять років цей показник зріс на 218 082,5 млрд грн, що в 53,2 раза більше базового значення 2010 року. В абсолютному вимірі найбільший приріст показали кредити овернайт, які зросли, порівняно з 2010 роком, на 95 022,9 млрд грн. Значне зростання обсягів операцій з рефінансування свідчить про намагання Національного банку мінімізувати негативні впливи на банківський сектор з боку кризових явищ в економіці за допомогою інструментів рефінансування. Найбільше операцій було здійснено у 2014 році, коли НБУ намагався підтримати ліквідність проблемних банків.

У структурі операцій з рефінансування за 2014 рік найбільшу частку зайняли кредити овернайт (43 %) та тендерні операції (25 %), які спрямовані на підтримку поточної ліквідності банків. Кредити овернайт надаються на один день, банки, як правило, їх залучають з метою виконання норм обов'язкових резервів. Тендерні кредити видаються на термін до місяця. Стабілізаційні кредити мають цільовий характер і призначені для фінансового оздоровлення банків, тобто вони також не можуть через кредитні механізми потрапляти в реальний сектор економіки.

З проведеного аналізу видно, що на цьому етапі механізм рефінансування переважно виконує функцію підтримання короткострокової ліквідності банків та фінансового оздоровлення проблемних банків. Це обмежує можливості банківської системи щодо середньо- та довгострокового кредитування реального сектора економіки. Це впливає з поточних цілей рестрикційної грошово-кредитної політики НБУ, які полягають у боротьбі з інфляцією та девальвацією гривні. Тому важливим завданням є, поряд з досягненням вищевказаних цілей, сформувавши такий механізм рефінансування, який сприятиме переміщенню ресурсів у реальний сектор економіки, при цьому не посилюючи інфляційний та девальваційний тиск на економіку.

Наприклад, щоб насичення економіки фінансовими ресурсами за рахунок коштів кредитної емісії носило неінфляційний характер, а спрямовувалося в нефінансовий сектор, необхідно здійснювати адресне

## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку

цільове фінансування пріоритетних національних проектів і програм за допомогою пільгового кредитування. З цією метою центробанк за допомогою кредитної емісії проводить рефінансування уповноважених банків за пільговою ставкою, а ті, у свою чергу, на пільгових умовах надають кредити національним виробникам для реалізації пріоритетних національних програм<sup>224</sup>. Для визначення пріоритетних галузей пропонуємо підтримувати проекти за комбінацією таких критеріїв: імпортозаміщення, рентабельність, інноваційність.

В аспекті рівня рентабельності найбільш зразковим буде показник рентабельності за видами економічної діяльності в докризовий період (2010-2012 рр.), який наведено на рис. 2.20.



**Рис. 2.20. Рівень рентабельності операційної діяльності підприємств за видами економічної діяльності за 2010–2012 рр., %**

*Джерело: розраховано та побудовано автором за даними Аналітичної доповіді до щорічного Послання Президента України до Верховної Ради України «Про внутрішнє та зовнішнє становище України в 2015 році» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.niss.gov.ua/public/File/2015\\_book/POSLANNYA-2015\\_giper\\_new.pdf](http://www.niss.gov.ua/public/File/2015_book/POSLANNYA-2015_giper_new.pdf)*

Так, найбільш рентабельними, тобто такими, що мають потенціал для економічного розвитку, були сільське господарство, оптова та роздрібна торгівля, інформація та телекомунікації, освіта тощо. Проте

<sup>224</sup> Вожжов А. П. Проблемы и возможности безинфляционного повышения уровня монетизации экономики Украины / А. П. Вожжов, Д. В. Черемисинова // Вісник Української академії банківської справи. – 2011. – № 2(31). – С. 3–7.

зауважимо, що багато підприємств різних видів економічної діяльності не показують реальний рівень рентабельності з метою ухилення від сплати податків. Таким прикладом є будівництво, рентабельність якого має від'ємне значення. Однак, за даними Державної служби статистики України, показник введення житла в експлуатацію протягом досліджуваного періоду показує позитивну динаміку, що свідчить про прибутковість цієї сфери. Зважаючи, що в Україні залишається незадоволеним попит населення на житло та в перспективі передбачається відновлення інфраструктури районів України, які постраждали в результаті військових дій на сході України, ця галузь може стати перспективною за декількох умов. Для потенційних інвесторів будівництва важливим чинником є ліквідація корупційних схем, наприклад, з відведення землі під забудову тощо. У сучасних складних економічних умовах для населення важливим є підвищення доступності іпотечного кредитування, зокрема через механізми цільового пільгового рефінансування банків, які надають іпотеку за зниженими ставками. Також механізм рефінансування можна використовувати для пільгового кредитування банків, які фінансують будівництво. Оскільки тривалість реалізації будівельних проектів має середньо- або довгостроковий характер, то це означає, що необхідно передбачити можливість надання рефінансування на термін, що відповідає терміну реалізації проекту. Тоді як сьогодні, судячи зі структури кредитів рефінансування, вони надаються на термін не більше одного року.

Особливої уваги заслуговує аналіз рентабельності операційної діяльності підприємств за видами промислової діяльності. Хоча середній показник рентабельності промисловості в цілому не є високим, але окремі її види є досить перспективними, що потребує більш розгорнутого аналізу структури (рис. 2.21).

За показником рентабельності у трійку лідерів входять добувна промисловість, фармацевтичне виробництво, виробництво автотранспортних засобів. Проте не всі ці галузі варто зараховувати до перспективних з точки зору можливості їх пільгового кредитування. Зокрема, добувна галузь, хоча й характеризується високим рівнем рентабельності, не є інноваційною. На противагу їй значний інноваційний потенціал має сфера виробництва електронної продукції.

## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку



**Рис. 2.21. Рівень рентабельності операційної діяльності підприємств за видами промислової діяльності за 2010–2012 рр., %**

*Джерело: розраховано та побудовано автором за даними Аналітичної доповіді до щорічного Послання Президента України до Верховної Ради України «Про внутрішнє та зовнішнє становище України в 2015 році» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.niss.gov.ua/public/File/2015\\_book/POSLANNYA-2015\\_giper\\_new.pdf](http://www.niss.gov.ua/public/File/2015_book/POSLANNYA-2015_giper_new.pdf)*

В умовах девальвації гривні виникає особлива потреба у розвитку тих галузей вітчизняної промисловості, в яких наявна технологічна база, а ресурсний та людський потенціал дозволяють виробляти продукцію, що може переорієнтувати внутрішнього споживача з імпортих на вітчизняні товари. Серед галузей промисловості, які найбільше підходять під критерій імпортозаміщення, на нашу думку, є текстильна та харчова промисловості.

Підсумовуючи, слід зазначити, що у сучасних умовах Національний банк України, який здійснює прямий вплив на діяльність банків як активних учасників алокаційних процесів, обрав тактику скорочення грошової маси, маючи на меті стабілізацію грошової одиниці та зменшення рівня інфляції. Проте така політика лише частково стабілізує загальноекономічну ситуацію у країні, натомість часто має негативний вплив на здатність банківського сегменту переміщувати ресурси в реальний сектор. Підхід до вирішення цієї проблеми повинен базуватися на відмові від агресивної політики, спрямованої на скорочення грошової маси, що призводить до зменшення ресурсної бази банків, доступної для кредитування реального сектора. З іншого боку, безконтрольне нарощення грошової маси також не сприяє покращанню ситуації, оскільки здатне привести до зростання інфляції. А це, у свою

чергу, знецінить ресурси банківського сектора та зменшить можливість потенційних інвесторів щодо вкладення коштів. У зв'язку з цим нарощення грошової маси повинно носити неінфляційний характер, що забезпечується лише зростанням вітчизняного виробництва. До одного з методів неінфляційного зростання рівня монетизації економіки слід віднести цільове пільгове рефінансування перспективних галузей економіки через банківську систему за комбінацією таких критеріїв, як інноваційність, імпортозаміщення та рентабельність. Це сприятиме збалансуванню алокації фінансових ресурсів між банківським та реальним сектором та їх спрямуванню у пріоритетні галузі.

## **2.8. Роль фінансового ринку у фінансовому забезпеченні суб'єктів господарювання**

В умовах сучасних викликів достатній обсяг фінансових ресурсів суб'єктів господарювання є визначальним чинником активного економічного зростання держави, головною передумовою забезпечення безперервності процесу виробництва. Діяльність суб'єктів господарювання безпосередньо залежить від фінансового забезпечення, яке, на думку окремих авторів, «...полягає у виділенні певної суми фінансових ресурсів на розв'язання окремих завдань фінансової політики господарюючого суб'єкта»<sup>225</sup>. При цьому обсяги потреби суб'єктів господарювання у фінансових ресурсах оцінюються по-різному, залежно від схеми розрахунків та поставлених завдань. Але «дослідники цього питання єдині в одному – нині вітчизняні суб'єкти господарювання відчувають величезний їх дефіцит»<sup>226</sup>.

Недостатнє фінансування або його повна відсутність постає найбільшою проблемою. Проте це досить звужений погляд, який не бере до уваги спрямування та швидкість руху внутрішніх фінансових потоків, які можуть характеризувати перспективи розвитку підприємства. Рух фінансових ресурсів слід розглядати не у статиці, а в конкретному часі та за конкретних умов функціонування.

Комплексний підхід до вирішення проблеми фінансового забезпечення діяльності суб'єктів господарювання вимагає застосування

---

<sup>225</sup> Дем'яненко М. Я. Проблеми фінансово-кредитного забезпечення аграрного сектора АПК / за ред. М. Я. Дем'яненко. – К.: ННЦІАЕ, 2004. – 320 с.

<sup>226</sup> Лайко П. А. Фінанси підприємств: підручник для студентів вузів / П. А. Лайко, М. В. Мних. – К.: Т-во «Знання України», 2004. – 428 с.

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

різних джерел фінансового забезпечення суб'єктів господарювання, поєднуючи внутрішні та зовнішні джерела (табл. 2.17).

При вирішенні питання про залучення для фінансового забезпечення суб'єктів господарювання ресурсів в інших сферах економіки і в бюджеті першочерговим постає виявлення можливостей самого суб'єкта господарювання щодо його власних джерел фінансування. Останні, як відомо, поділяються на: сформовані за рахунок зовнішніх джерел (статутний, додатковий, пайовий та резервний капітал) та сформовані за рахунок внутрішніх джерел (виручка від реалізації продукції, робіт, послуг, товарів, у т.ч. чистий прибуток і амортизаційні відрахування).

Таблиця 2.17

### **Класифікація джерел фінансового забезпечення суб'єктів господарювання<sup>227</sup>**

Вид класифікації	Джерела фінансового забезпечення суб'єктів господарювання
За економічною природою	– власні; – залучені
За джерелом створення	– внутрішні; – зовнішні
За характером обслуговування виробничого процесу	– постійні; – тимчасові
За ступенем планування	– плановані; – неплановані
За характером платності	– платні, у т.ч. – дивіденди та проценти; – безоплатні
За періодом виникнення	– при створенні; – у процесі виробничої діяльності; – у процесі фінансової діяльності; – у процесі інвестиційної діяльності; – у процесі продажу активів
За суб'єктом надання	– банки; – інші фінансові установи; – ділові партнери; – міжгосподарські об'єднання; – держава
За характером залучення	– безповоротні; – поворотні; – тимчасового використання

<sup>227</sup> Гудзь О. Є. Джерела формування фінансових ресурсів сільськогосподарських підприємств / О. Є. Гудзь // Облік і фінанси АПК. – 2007. – № 3/5. – С. 100–105.

До залучених джерел відносять:

- кредити фінансових установ, у т.ч. лізинг та факторинг;
- кредиторську заборгованість;
- державне фінансування;
- фінансові ресурси партнерів;
- страхові виплати;
- міжгосподарське фінансування;
- інше фінансування.

Фінансування за рахунок власних коштів є досить вигідним і простим процесом, але обмеженим на певних етапах розвитку суб'єктів господарювання, тому господарюючим суб'єктам завжди необхідно знаходитися в пошуках альтернативних джерел фінансування, щоб за необхідності їх залучення вдатися до найбільш вигідного варіанта (табл. 2.18).

Таблиця 2.18

**Переваги та недоліки самофінансування<sup>228</sup>**

<b>Переваги самофінансування</b>	<b>Недоліки самофінансування</b>
Власний капітал є фінансовою основою функціонування підприємства	Обмеженість обсягу залучення фінансових ресурсів для розширення операційної та інвестиційної діяльності підприємства на окремих етапах його розвитку
Формування власного капіталу є простішим порівняно із залученням позикового капіталу і зумовлено це тим, що рішення, пов'язані зі збільшенням капіталу, приймають власники та менеджери підприємства без отримання згоди інших суб'єктів господарювання	Висока вартість, коли позиковий капітал оцінюється менеджментом підприємства за розмірами відсотків, а формування власного капіталу перебуває під впливом таких цінових чинників, як дивіденди, трансакційні витрати
Власний капітал забезпечує більшу можливість генерування прибутку в усіх сферах діяльності	Неможливе забезпечення перевищення коефіцієнта фінансової прибутковості підприємства над економічною прибутковістю

Наступним джерелом є кредитування, кошти можна отримати в банківських установах, лізингових компаній у формі основних засобів,

<sup>228</sup> Слав'юк Р. А. Оптимізація структури власного капіталу приватизованих підприємств / Р. А. Слав'юк // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 2002. – № 11. – С. 55–56.



## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

на фондовому ринку, випустивши облігації, зберігши вільні грошові ресурси завдяки комерційному кредиту тощо.

Надзвичайно дієвою формою фінансового забезпечення виступає кредитування. Зважаючи, що загальними принципами кредитування є поверненість, строковість, цілеспрямованість, забезпеченість і платність, підприємство вимушене переглянути принципи господарювання з метою ефективного використання кредиту.

Кредиторами можуть бути не лише банки, а й інші фінансові установи, такі як страхові компанії у межах страхових резервів, інвестиційні компанії та фонди, недержавні пенсійні фонди. Але якщо платою за класичні кредитні ресурси є відсоток, то деякі інвестори вкладають кошти з інших мотивів. Серед них можуть бути – бажання отримати право на нововинайдені вироби (венчурний капітал), виконання суспільно корисної функції (наукові фонди), паблік-рілейшенз (спонсорська допомога). Саме тому ці джерела можна вважати специфічними<sup>229</sup>.

Особливе місце при вирішенні питань фінансового забезпечення посідає державна підтримка, що «...являє собою свідоме створення сприятливих економічних, правових, організаційних та інших умов розвитку виробництва, забезпеченого матеріальними та фінансовими ресурсами»<sup>230</sup>.

Зважаючи на обмеженість у більшості суб'єктів господарювання власних фінансових ресурсів та високу вартість кредитних ресурсів, альтернативою щодо фінансового забезпечення залишається залучення фінансових ресурсів через фінансовий ринок<sup>231</sup>.

Сутність фінансового ринку полягає в тому, що він відображає конкретні форми руху фінансових ресурсів за допомогою фінансово-кредитного механізму між суб'єктами господарювання. Одним із завдань фінансового ринку є забезпечення суб'єктів господарювання

---

<sup>229</sup> Костюченко В. М., Джерела фінансування інноваційного розвитку суб'єктів підприємництва в Україні: правовий аспект [Електроний ресурс] / В. М. Костюченко // Міжнародний збірник наукових праць. – Випуск 2(17). – Режим доступу: [pbo.ztu.edu.ua/article/download/51830/48091](http://pbo.ztu.edu.ua/article/download/51830/48091)

<sup>230</sup> Гудзь О. Є. Фінансові ресурси сільськогосподарських підприємств [Текст]: монографія / О. Є. Гудзь. – К.: ННЦІАЕ, 2007. – 578 с.

<sup>231</sup> Давиденко Н. М. Особливості фінансового забезпечення суб'єктів господарювання / Н. М. Давиденко. – Формування ринкових відносин в Україні: Збірник наукових праць. – К., 2015. – № 9 (172) – С. 67–71

належними умовами для залучення необхідних коштів і продажу тимчасово вільних ресурсів. За допомогою діяльності фінансових посередників на фінансовому ринку (банки, страхові компанії, інвестиційні фонди, спеціалізовані небанківські фінансово-кредитні установи та ін.) суб'єкти господарювання можуть отримувати кредити та інвестиції, що дають їм змогу задовольняти потребу в додаткових коштах для подальшої діяльності.

Характеризуючи окремі джерела фінансового забезпечення суб'єктів господарювання, які можуть залучатись з використанням можливостей фінансового ринку, зупинимось на акціонерному фінансуванні. Цей інструмент передбачає широкий вибір цінних паперів – акції (більш дохідні), облігації (менш дохідні, але й менш ризикові), векселі, державні цінні папери тощо, проте інвестиції в цінні папери пов'язані з багатьма ризиками, а тому передбачають наявність виваженого підходу, розробленої стратегії та правильної диверсифікації.

Наприклад, інвестуванню в цінні папери сприяє діяльність інфраструктури фінансових посередників – торговців цінними паперами, компаній з управління активами, інститутів спільного інвестування (ІСІ), зокрема останні вважаються диверсифікованими, якщо вони одночасно відповідають таким вимогам:

1) кількість цінних паперів одного емітента в активах ІСІ не перевищує 10 % загального обсягу цінних паперів відповідного випуску;

2) сумарна вартість цінних паперів, що становлять активи ІСІ в кількості, більшій ніж 5 % загального обсягу їх емісії, на момент їх придбання не перевищує 40 % вартості чистих активів ІСІ;

3) не менше ніж 80 % загальної вартості активів ІСІ становлять грошові кошти, ощадні сертифікати, облігації підприємств та облігації місцевих позик, державні цінні папери, а також цінні папери, що допущені до торгів на фондовій біржі<sup>232</sup>.

Суб'єкти господарювання, юридичні особи мають право, згідно із законодавством України, випускати цінні папери (акції, корпоративні облігації), тобто випускати на ринку цінних паперів як емітенти. Процес емісії цінних паперів на Україні є достатньо

---

<sup>232</sup> Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України: від 15 березня 2001 р. № 2299 – III [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2299-14>.

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

складною та багатоетапною процедурою, у зв'язку з чим, ґрунтуючись на чинному законодавстві, розміщення цінних паперів може відбуватися публічно чи приватно. При публічному розміщенні цінних паперів за допомогою реклами їх пропонують широкий публіці. Емітент публікує проспект, який повинен містити в собі повну, достовірну, недвозначну інформацію про новий випуск, відомості про передплатників та про їх зобов'язання щодо передплати. Цей проспект потрібно узгодити з компетентною урядовою установою. За погодженням з емітентом дилер може запросити й інших дилерів для участі в розміщенні цінних паперів. У цьому випадку він поділяє з ними власність на випуск, відповідальність за його збут і прибуток<sup>233</sup>.

Слід зазначити, що завдяки емісії цінних паперів суб'єкт господарювання має змогу досягти поставленої мети, а також отримати неоднакові результати за рахунок диверсифікації джерел фінансування та вирішити ряд різних фінансових і управлінських завдань. Узагальнено основні переваги та недоліки емісії та обігу цінних паперів і представимо у таблиці 2.19.

Тут слід зазначити, що використання емісії облігацій як джерела боргового фінансування передбачає можливість визначення обсягу й умов залучення капіталу суб'єктом господарювання з урахуванням особливостей інвестиційних проектів і програм, які будуть профінансовані за рахунок емісії облігацій<sup>234</sup>.

Використання облігаційної позики як інструмента акумуляції додаткового обсягу фінансових ресурсів є можливим лише після повної сплати власниками внесків до статутного капіталу суб'єкта господарювання. Облігаційна позика не може бути джерелом формування і поповнення статутного капіталу емітента, а також покриття збитків від господарської діяльності. Варто зазначити, що відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» передбачається також

---

<sup>233</sup> Богуславський Є. І. Фінансові аспекти диверсифікації підприємств [Електронний ресурс] / Є. І. Богуславський, Л. М. Мілаш, О. В. Петрук // Теорія та практика державного управління. – 2010. – Вип. 4. – С. 223–232. – Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Trpu\\_2010\\_4\\_36](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Trpu_2010_4_36)

<sup>234</sup> Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України: за станом на 30 лист. 2010 р. [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>. – Назва з екрана.

**Регулятивний потенціал фінансового ринку  
в умовах глобальних викликів**

можливість випуску суб'єктами господарювання конвертованих облігацій, які можуть бути обміняні на акції, тобто можливою є конверсія боргу у власність. Це покращує умови вкладення фінансових ресурсів, адже зменшує ризик інвестора.

Таблиця 2.19

**Основні переваги та недоліки емісії та обігу акцій та облігацій**

	Назва цінних паперів			
	Емісія акцій	Обіг акцій	Емісія облігацій	Обіг облігацій
Переваги	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Безстроковість фінансування за допомогою акцій.</li> <li>2. Зростання власного капіталу великих пакетів акцій.</li> <li>3. Покращання співвідношення власних і залучених коштів.</li> <li>4. Залежність розмірів виплачуваних дивідендів від результату діяльності суб'єктів господарювання.</li> <li>5. Відсутні зобов'язання з виплати відсотків і повернення залучених коштів</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Отримання високих доходів у сприятливі для ділової активності роки.</li> <li>2. Із збільшенням курсу можливі високі дивіденди від перепродажу акцій.</li> <li>3. Купівля акцій забезпечує певний захист від інфляції</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Збереження структури управління капіталом.</li> <li>2. Відносно низькі витрати на випуск.</li> <li>3. Можливість гнучкого податкового і фінансового планування</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Забезпечення фіксованого доходу.</li> <li>2. Відсутність ризику втрат через зниження курсової вартості.</li> <li>3. Отримання додаткового прибутку при довгостроковому продажу в умовах зниження банківського процента.</li> <li>4. Дозволяють залучити більш дешеві ресурси порівняно з кредитом.</li> <li>5. Власник облігацій матиме пріоритет у задоволенні претензій у разі банкрутства емітента</li> </ol>
Недоліки	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Відносно високі витрати на випуск.</li> <li>2. Можливість скуповування.</li> <li>3. Зниження дивідендів із зменшенням ділової активності</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Великий ризик втрати через зниження курсової вартості.</li> <li>2. Зниження доходів при послабленні ділової активності</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Повернення вкладу в капітал в обумовлений термін.</li> <li>2. Виплата фіксованих процентів при погіршенні результатів діяльності.</li> <li>3. Створення резерву для сплати відсотків і погашення облігацій</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Високий рівень гарантій.</li> <li>2. Втрати в разі передчасного продажу при зниженні вартості.</li> <li>3. Знецінення вкладень коштів у результаті інфляції</li> <li>4. Довготривала і дорога процедура реєстрації випуску облігацій.</li> <li>5. Для публічного випуску потрібен фаховий посередник – менеджер з розміщення випуску облігацій (андеррайтер)</li> </ol>

*Джерело: складено автором на основі Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?page=1&nreg=3480-15>*

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

---

Зважаючи, що певне джерело фінансування завжди має свої переваги та недоліки, яким би вигідним воно не було, існує потреба диверсифікації джерел фінансування з тим, щоб вчасно знизити ризик виникнення кризової ситуації та фінансових втрат до мінімуму.

Проаналізувавши переваги та недоліки емісії та обігу акцій та облигацій, можна дійти висновку, що це найоптимальніший з варіантів, за допомогою якого варто диверсифікувати джерела фінансування підприємства. Це підтверджується й тим, що в 2015 р. з України в економіку інших країн світу інвестування здійснювалося переважно у вигляді акцій, хоча й спостерігається значне зменшення його обсягів<sup>235</sup>.

Ще одним особливим джерелом фінансового забезпечення суб'єктів господарювання є лізинг. Лізинг – це підприємницька діяльність, яка спрямована на інвестування власних чи залучених фінансових коштів і полягає в наданні лізингодавцем у виключне користування на визначений строк лізингоодержувачу майна, що є власністю лізингодавця або набувається ним у власність за дорученням і погодженням з лізингоодержувачем у відповідного продавця майна, за умови сплати лізингоодержувачем періодичних лізингових платежів. Тобто в розвитку лізингу зацікавлені не тільки лізингоотримувачі, але й лізингодавці.

Лізинг як перспективний фінансовий інструмент здатний ефективно розвивати виробництво, активізувати інвестиційний процес у країні. Використання лізингу як джерела фінансування суб'єктів господарювання може стати альтернативним методом формування фінансового капіталу підприємств на фінансовому ринку. Активізація лізингових послуг на фінансовому ринку України суттєво може вплинути на розширення реального сектора економіки та вивести вітчизняних суб'єктів господарювання на зовнішній ринок як конкурентоспроможних. В умовах сучасного розвитку України, коли практично зупинилося фінансування капіталовкладень в оновлення основних засобів у зв'язку з недостатністю прибутку підприємств і значним зменшенням виробництва, лізинг стає найбільш доцільним варіантом і може сприяти збереженню ліквідності більшості підприємств України. Активне впровадження лізингових операцій суб'єктів господарювання може стати потужним імпульсом технічного розвитку, переобладнання виробництва і структурної перебудови економіки.

---

<sup>235</sup> Офіційний сайт Державної служби статистики України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

Проте на сьогодні в Україні ринок лізингових послуг перебуває на стадії становлення. На лізингові відносини негативно впливає ряд факторів, які гальмують розвиток даного методу фінансування, серед них: 1) обмеженість фінансових ресурсів; 2) наслідки фінансової кризи, через яку банкрутують підприємства і унеможлиблюється застосування лізингу; 3) низький рівень довіри населення до посередницьких структур; 4) недосконалість, фрагментарність і безсистемність нормативно-правової бази, яка регламентує лізингову діяльність; 5) недостатній розвиток інфраструктури ринку лізингу; 6) дискримінаційний податковий режим для лізингодавців; 7) ускладнені адміністративні процедури оформлення лізингових відносин тощо<sup>236</sup>.

Серед інших форм фінансового забезпечення суб'єктів господарювання слід виділити факторингове фінансування. На відміну від звичайного кредитування, воно доступне високоризиковим, інформаційно-непрозорим підприємствам, оскільки ризик неповернення боргів лежить на покупцях. Кредитоспроможність постачальника стає менш важливою, ніж кредитоспроможність його покупців. Узагальнені переваги використання факторингу для суб'єктів господарювання наведені у таблиці 2.20.

Незважаючи на ряд переваг, одним з недоліків факторингу вважається його вартість. Загальна процентна ставка, як правило, вища вартості короткострокового кредиту на 2–3 %. Проте розмір авансового платежу не відображається в балансі підприємства. Таким чином, підвищення вартості факторингу слід розглядати не тільки як плату за фінансування, а й як плату за комплекс додаткових послуг та переваг, що робить цей недолік досить умовним. Крім того, факторинговому обслуговуванню зазвичай не підлягають суб'єкти господарювання, що подають до факторингу велику кількість дебіторів, зобов'язаність кожного з яких виражається невеликою сумою, а також суб'єкти господарювання, що укладають зі своїми покупцями довгострокові контракти і виставляють рахунки на здійснення поставок (вимагають авансу). Такі обмеження обумовлені тим, що в таких випадках факторингу дуже важко оцінити кредитний ризик або не вигідно

---

<sup>236</sup> Самойлікова А. В., Гегешко К. Г. Лізинг як сучасне альтернативне джерело фінансового забезпечення підприємства. – Економічні проблеми сталого розвитку: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції імені проф. Балацького О. Ф., Суми, 2014, Т. 2 .– С. 400–402.

**Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку  
як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

брати на себе підвищений обсяг робіт чи додатковий ризик, що виникає при переуступці таких вимог<sup>237</sup>.

Таблиця 2.20

<b>Характер переваги з використанням факторингу</b>	<b>Характеристика</b>
Економічні	<ul style="list-style-type: none"> <li>– збільшення оборотності обігових коштів і, як наслідок, зменшення потреби в них;</li> <li>– захист від втрат;</li> <li>– захист від втраченої вигоди</li> </ul>
Продажу	<ul style="list-style-type: none"> <li>– розв'язання проблеми взаємозалежності між одержанням коштів продавцем і оплатою покупцем;</li> <li>– необхідність збільшення обсягів продажів;</li> <li>– знизити ризики при продажах кредиту;</li> <li>– наведення порядку в платіжній дисципліні дебіторів;</li> <li>– можливість підтримки більших складських запасів і розширення асортименту у покупців і дилерів</li> </ul>
Маркетингові	<ul style="list-style-type: none"> <li>– захист своєї частки;</li> <li>– розвиток бізнесу (сегмент, ринок, галузь);</li> <li>– утримання свого ринку й недопущення на нього конкурентів;</li> <li>– одержання конкурентних переваг;</li> <li>– виведення на ринок нових продуктів, торговельних марок;</li> <li>– розвиток нових сегментів для своїх товарів;</li> <li>– поліпшення іміджу у свого постачальника завдяки регулярності та точності в розрахунках;</li> <li>– можливість забезпечення товаром свого покупця незалежно від строку платежу</li> </ul>
Фінансові	<ul style="list-style-type: none"> <li>– отримання довгострокового необмеженого без заставного фінансування;</li> <li>– поліпшення ліквідності балансу, зменшення кредитного навантаження;</li> <li>– прогнозованість та стабільність грошових надходжень;</li> <li>– гарантія надходжень коштів від покупців у встановлений строк;</li> <li>– зменшення дефіциту обігових коштів;</li> <li>– зниження вартості обігових коштів</li> </ul>

<sup>237</sup> Бондаренко П. В., «Факторинг як фінансовий важель суб'єктів господарювання», О.: Збірник наукових праць «Науковий вісник». Всеукраїнська асоціація молодих вчених, 2014, №2 (210), С. 5–19.

Усі вищезазначені форми фінансового забезпечення є рівноправними і рівнозначними проявами єдиної економічної сутності фінансового забезпечення. Вони між собою внутрішньо пов'язані і є взаємодоповнюючими. Тому неправомірно їх протиставляти і трактувати грошову форму як більш розвинену, більш прогресивну. Відмінності між ними зводяться переважно до сфер і обсягів застосування – грошова форма має значно ширшу сферу застосування, ніж товарна, фінансова чи гарантійна.

Таким чином, з метою підтримки стабільності фінансового стану і підвищення рівня фінансового забезпечення суб'єктів господарювання доцільно ширше використовувати джерела регулювання фінансово-господарської діяльності, що представлені на фінансовому ринку.

На користь такого висновку може слугувати той факт, що специфіка фінансового забезпечення в умовах глобалізації полягає саме в активному використанні фінансових ресурсів вітчизняних та іноземних партнерів суб'єктів господарювання, тобто зовнішніх джерел.

Доступність цих джерел для суб'єктів господарювання на сучасному етапі обмежена відсутністю ефективної державної регуляторної політики, тому реалізація комплексної системи заходів щодо удосконалення системи державної підтримки суб'єктів господарювання розширить джерела фінансування, зокрема й за рахунок таких альтернативних джерел, що акумулюються на фінансовому ринку.

## **2.9. Перспективи ринку фінансових інструментів у залученні іноземного капіталу**

Відсутність необхідних внутрішніх нагромаджень зумовила об'єктивну потребу в залученні зовнішніх коштів для відновлення господарської рівноваги, забезпечення стійкого економічного зростання<sup>238</sup>, найбільш привабливою й ефективною формою яких є інвестиції. Іноземні інвестиції вкрай важливі також для досягнення середньострокових цілей, зокрема виходу із соціально-економічної кризи<sup>239</sup>, а

---

<sup>238</sup> Лукашевич В. М. Глобалістика / В. М. Лукашевич. – Львів: Новий світ-2000, 2004. – 227 с.

<sup>239</sup> Губський Б. Інвестиційні процеси в глобальному середовищі / Б. Губський. – К.: Наукова думка, 2000. – 390 с.



## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку

також, що є не менш важливим, є одним зі шляхів інтеграції України до міжнародної фінансової системи.

Повноцінне залучення України до конкуренції за інвестиції на міжнародних ринках капіталів передбачає:

- лібералізацію підприємницької діяльності;
- створення оптимального й передбачуваного правового середовища;
- забезпечення політичної стабільності та відповідальних, консолідованих дій усіх гілок і органів влади<sup>240</sup>.

Відповідно до Закону України «Про іноземні інвестиції» іноземні інвестори можуть здійснювати інвестиції на території України у вигляді:

а) іноземної валюти, інших валютних цінностей, національної валюти;

• б) будь-якого рухомого й нерухомого майна (землі, будівель, споруд, обладнання та інших матеріальних цінностей) і будь-яких пов'язаних із цим майнових прав;

1. в) акцій, облігацій та інших цінних паперів або будь-яких інших форм участі в підприємстві;

г) грошових вимог та права вимоги про виконання договірних зобов'язань, що мають вартість;

д) будь-яких прав інтелектуальної власності, які мають вартість, у т. ч. авторських прав, прав на винаходи, торгових знаків (товарних знаків і знаків обслуговування), фірмових найменувань, промислових зразків, ноу-хау тощо;

е) прав на здійснення господарської діяльності, в т. ч. прав на розвідування, розробку, видобування або експлуатацію природних ресурсів, наданих за законодавством або за договором;

є) платних послуг;

ж) інших видів інвестицій, не заборонених законами України.

Завдяки глобалізаційним процесам та значному зростанню обсягів та частки як державних, так і корпоративних боргових зобов'язань міжнародний фінансовий ринок стає глибшим, прозорішим і ліквіднішим.

---

<sup>240</sup> Рогач О. ТНК економічне зростання / О. Рогач. – К.: ВПЦ «Київський університет», 2013. – 144 с.

Основними інструментами міжнародного фінансового ринку сьогодні є акції, облігації та депозити<sup>241</sup>.

Характерною рисою останніх десятиліть стало значне зростання обсягів міжнародних інвестицій, що посилюється впливом глобалізації світової економіки та лібералізацією фінансових ринків. З одного боку, перспективи одержання прибутку й диверсифікації активів за рахунок вкладення коштів у іноземні фінансові інструменти, в т. ч. акції іноземних компаній, зацікавили інституційних і приватних інвесторів. З іншого – прагнення до розширення присутності на світовому ринку та пошук нових джерел залучення капіталів привели до активного проникнення компаній на зарубіжні ринки фінансових інструментів.

Інвестиції у фінансові інструменти (портфельні інвестиції) є основним джерелом коштів для фінансування акцій, що випускаються підприємствами, великими корпораціями, банками. Посередниками при здійсненні іноземних портфельних інвестицій, як правило, виступають фінансові посередники на ринку фінансових інструментів.

На сьогодні розвинені країни дуже тісно взаємодіють через систему міжнародних економічних відносин. Це характерно й для країн із ринковою економікою, що формується, які стикаються з безліччю проблем, і найчастіше – дефіциту капіталу. Брак грошових ресурсів, передусім інвестицій, ставить ці країни у скрутне становище. Тому вони гостро потребують іноземних інвестицій, стратегічно важлива роль яких у розвитку національної економіки полягає в тому, що вони часто приводять до передачі технологій, новітнього устаткування й управлінського досвіду, запровадження нових стандартів якості продукції, ефективності виробництва, що сприяє не лише зростанню обсягів продажів на освоєних ринках, а й прориву на нові, перспективніші.

Іноземні інвестиції можуть дати країні могутній поштовх та підвищити стандарти життя в декілька разів за порівняно короткий термін. Але, для того, щоб інвестиційна активність перейшла на якісно новий рівень, необхідне відповідне підґрунтя. Потрібно зацікавити інвесторів, переконати їх у тому, що їхні капіталовкладення будуть прибутковими.

---

<sup>241</sup> Лютий І. О. Проблеми розвитку сучасного міжнародного фінансового ринку та інтеграційний курс України / І. О. Лютий, В. І. Міщенко // Фінанси України. – 2006. – № 5.

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

---

Іноземні портфельні інвестиції (інвестиції у фінансові інструменти) виконують важливу роль у розвитку економіки будь-якої країни. Їх залучення є об'єктивною потребою, що пов'язана з міжнародним розподілом праці, розвитком міжнародних зв'язків, інтеграцією національної економіки у світове господарство (світову фінансову систему).

Іноземні інвестиції у фінансові інструменти сприяють: 1) прискоренню економічного й технічного прогресу; 2) впровадженню нових форм управління; 3) оновленню й модернізації виробництва; 4) активізації конкуренції; 5) розширенню експортного потенціалу країни; 6) підвищенню конкурентоспроможності вітчизняного виробництва; 7) розв'язанню проблем реформування економіки. Цим обумовлена необхідність розвитку вітчизняного ринку фінансових інструментів.

Такий розвиток, як засвідчує світова практика, забезпечить появу нових фінансових інструментів, що зумовлено, зокрема, загостренням конкуренції на світових валютних, кредитних, фондових і страхових ринках, а також вдосконалення традиційних фінансових інструментів. Так, останні десятиліття розвитку світових ринків капіталів пов'язані з появою та активним розвитком ще складніших інструментів, у т. ч. похідних цінних паперів вторинного ринку. До них належать ф'ючерси, опціони, опціони на ф'ючерсні контракти та свопи, депозитні розписки та інші структуровані (гібридні) фінансові інструменти. Всі вони відіграють важливу роль у забезпеченні інвестиційними ресурсами суб'єктів економічної діяльності, а також в управлінні ризиками.

Торгівля похідними фінансовими інструментами (деривативами) розпочалася на позабіржовому ринку. На початку 1970-х рр. з'явилися ф'ючерсні й опціонні біржі для деривативів. Ці біржі надали потужний поштовх розвитку ринків фінансових інструментів.

Нові фінансові інструменти стали результатом активної інноваційної діяльності на відповідних ринках. Фінансові інновації та створення нових фінансових інструментів були зумовлені постійними коливаннями курсів валют, цінних паперів та процентних ставок на позикові кошти. Внаслідок цих процесів постала потреба в пошуку засобів захисту від ризиків операцій із валютою, позиками, цінними паперами.

Слід зазначити, що в західній термінології нові міжнародні фінансові інструменти мають назву «Фінансові інструменти: останні нововведення» (Financial instruments: recent innovations) та являють собою гібрид різних видів традиційних фінансових інструментів: акцій, облігацій, інструментів хеджування ризиків тощо.

Сьогодні в західній практиці найбільш поширеними є такі гібридні інструменти:

- форвардний контракт, що анулюється, власник якого може анулювати його при настанні строку погашення;
- лімітований форвардний валютний контракт, при настанні строку якого обмін валют відбувається в рамках встановлення в контракті лімітів їх курсових коливань;
- своп із нульовим купоном, який обмінюється на купон із плаваючою процентною ставкою;
- своп «цирк» у формі комбінованого валютного й процентного свопів;
- свопціон – комбінація свопу та опціону;
- циліндричний опціон – комбінований валютний опціон продавця й покупця;
- перпендикулярний спред, що базується на використанні опціонів із однаковим строком, але різною ціною;
- подвійний спред – комбінація двох опціонів «колл» та двох опціонів «пут» із декількома строками виконання;
- календарний спред – купівля-продаж опціону одних і тих самих цінних паперів із різними строками погашення.

Також практикується випуск фінансових інструментів із додатковими страховими умовами, в т. ч.:

- двовалютні облігації, виплата процентів за якими здійснюється в одній валюті (відповідно до номіналу), а погашення – в іншій, що дає змогу проводити процентний арбітраж на двох ринках;
- боргові зобов'язання, які дають змогу інвестору переключатися з одного виду цінних паперів на інший;
- індексовані боргові зобов'язання, сума платежу за якими залежить від індексу цін певних товарів тощо.

Крім того, використовується перехресне хеджування ризиків від фінансових інструментів. Слід наголосити, що нові міжнародні фінансові інструменти динамічно розвиваються. Операції за ними зосереджені у світових фінансових центрах та використовуються для

## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку

страхування ризиків у міжнародних валютно-кредитних відносинах, а також як ефективний інструмент залучення інвестицій на розвиток економіки. Поряд із цим фінансові інструменти є ефективним елементом системи управління фінансами підприємства, зокрема щодо залучення додаткових фінансових ресурсів на фінансових ринках.

Характерною рисою останнього десятиліття є значне зростання обсягів міжнародних інвестицій, що стимулюється глобалізацією та лібералізацією світових ринків фінансових інструментів. З одного боку, перспективи одержання прибутків і диверсифікації активів за рахунок вкладення коштів у іноземні фінансові інструменти, в т. ч. акції іноземних компаній, привернули увагу інституційних і приватних інвесторів. З іншого – результатом прагнення до розширення присутності на світовому ринку та пошуку нових джерел капіталу стало активне проникнення компаній на зарубіжні ринки фінансових інструментів. Незважаючи на те, що механізм міжнародних інвестицій є досить складним, на сьогодні сформувався вельми зручний спосіб залучення іноземного капіталу, що задовольняє як інвесторів, так і компанії, – випуск депозитарних розписок на фінансові інструменти іноземного емітента.

Депозитарні розписки – це похідні фінансові інструменти, які випускаються на цінні папери іноземного емітента та мають вільний обіг у країні випуску. Загалом вони слугують інструментом купівлі інвесторами цінних паперів іноземних елементів. Розрізняють американські (*american depositary receipt* – ADR) і глобальні (*global depositary receipt* – GDR) депозитарні розписки. Як правило, одна ADR відповідає одній акції іноземної корпорації. У більшості випадків емісія ADR не залежить від базової корпорації. Ініціаторами випуску є переважно американські фінансові інститути, які відзначають зростання інтересу до тієї чи іншої компанії. Але останнім часом емітенти особисто спонсорують випуск депозитарних розписок із метою залучення додаткового капіталу на ринках фінансових інструментів США.

Випуск депозитарних розписок, ініціатором і спонсором якого виступає емітент, може здійснюватися як на випущені в обіг акції, так і на акції нових емісій. На сьогодні поряд із ADR і GDR з'явилися депозитарні розписки, що розміщуються на азійському ринку, а також російські депозитарні розписки, які з'явилися на фондовій біржі на

Бермудах. Слід зазначити, що ринок ADR на акції російських компаній розвивається доволі високими темпами.

Цей досвід варто використовувати й вітчизняним підприємствам, які мають потребу в залученні додаткових фінансових ресурсів (у т. ч. іноземного капіталу) на розвиток виробництва. Зокрема, вітчизняні емітенти зможуть обійти такі проблеми, як недосконалість національного законодавства у сфері обігу фінансових інструментів і нерозвиненість інфраструктури ринків фінансових інструментів України та залучити необхідні кошти на іноземних ринках фінансових інструментів.

На підставі викладеного робимо висновок, що використання у вітчизняній практиці ширшого спектра фінансових інструментів дасть змогу диверсифікувати джерела залучення капіталу, а поєднання кількох видів інструментів ринку капіталів – розробити структуровані (гібридні) фінансові інструменти, що створить умови для вибору інвесторами таких інструментів із прийнятними характеристиками щодо ризиковості й дохідності.

Також є очевидним те, що нові фінансові інструменти, які широко використовуються на міжнародних ринках капіталів, мають змішані характеристики боргу й капіталу. Таке поєднання, як уже зазначалося, дає змогу підприємству розширити можливості щодо залучення додаткових фінансових ресурсів (у т. ч. вільних капіталів іноземних інвесторів) на розвиток виробництва, а для інвесторів – знизити ризики втрати вкладених коштів. У зв'язку з цим міжнародні ринки фінансових інструментів сьогодні становлять особливий інтерес для вітчизняних підприємств як потенційне джерело залучення іноземного капіталу на розвиток економіки.

Водночас для розвитку вітчизняного ринку фінансових інструментів та підвищення ефективності залучення капіталу на розвиток економіки важливо здійснити ряд заходів:

- запровадити нові фінансові інструменти з метою залучення внутрішніх і зовнішніх джерел інвестицій;
- зосередити торги цінними паперами на фондових біржах та консолідувати біржову систему з метою підвищення довіри до неї з боку емітентів та інвесторів; створити центральний депозитарій задля забезпечення цілісного, прозорого й надійного порядку реєстрації прав на цінні папери та виконання угод із цінними паперами;

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

---

– поліпшити якість послуг професійних учасників ринку фінансових інструментів, що сприятиме створенню ефективної системи захисту прав та інтересів інвесторів – і вітчизняних, й іноземних;

– підвищити рівень регулювання й нагляду на ринку фінансових інструментів шляхом запровадження системи пруденційного нагляду, збільшення можливостей і ефективності державного регулювання, активізації діяльності саморегульованих організацій, підвищення вимог до професійних учасників ринку та вдосконалення системи фінансового моніторингу;

– створити умови для підвищення конкурентоспроможності ринку фінансових інструментів України з подальшою цивілізованою його інтеграцією в міжнародні ринки капіталу;

– популяризувати ринок фінансових інструментів із метою залучення додаткових інвестиційних ресурсів та спрямування їх у реальний сектор економіки;

– створити умови для появи потужного національного інституційного інвестора, здатного здійснювати довгострокові інвестиції в економіку країни шляхом стимулювання розвитку інститутів спільного інвестування, зокрема недержавних пенсійних фондів.

Важливо наголосити, що існуючий спектр фінансових інструментів ринку цінних паперів є надто вузьким: в обігу на організаторах торгівлі перебувають переважно акції, облігації підприємств і державні облігації, а похідні фінансові інструменти майже відсутні. Інвестиційна якість більшості фінансових інструментів, що перебувають у обігу, залишається низькою внаслідок відсутності ефективного захисту прав інвесторів (у першу чергу це стосується ринку боргових інструментів), незацікавленості потенційних інвесторів у придбанні цінних паперів через низький рівень корпоративного управління. Таким чином, існує дефіцит пропозиції фінансових інструментів із прийнятними для інвесторів характеристиками щодо доходності, ризиковості, ліквідності та захищеності.

Ринок фінансових інструментів повинен розвиватися в напрямі розширення спектра надійних і ліквідних інструментів, підвищення їх інвестиційної привабливості та передбачати дві взаємопов'язані складові:

1) модернізацію (поліпшення інвестиційних характеристик) існуючих фінансових інструментів ринку цінних паперів;

2) запровадити нові їх види (структуровані, гібридні).

Для модернізації існуючих фінансових інструментів потрібно:

– запровадити в українське законодавство та практику правозастосування європейських стандартів регулювання ринку фінансових інструментів;

– збільшити пропозицію акцій публічних акціонерних товариств на фондових біржах, у т. ч. світових.

Для запровадження нових видів фінансових інструментів потрібно:

розширити види корпоративних облігацій (біржові облігації тощо);

– розвивати державно-приватне партнерство шляхом упровадження концесійних облігацій (інфраструктурних облігацій у концесійних проектах);

– законодавчо встановити вимоги щодо випуску й обігу похідних фінансових інструментів (деривативів) та принципи їх державного регулювання.

З метою реалізації заходів, спрямованих на розвиток нових видів фінансових інструментів, слід розробити і прийняти комплексні зміни до ряду законодавчих актів. Серед них – Цивільний та Господарський кодекси; закони України «Про акціонерні товариства», «Про господарські товариства», «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», а також проект змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок (щодо інструментів ринку цінних паперів); доопрацювати та прийняти проект Закону України «Про похідні (деривативи)».

На думку багатьох експертів, вітчизняний ринок фінансових інструментів має досить потужний потенціал. На сьогодні одне з його головних завдань – залучити іноземних інвесторів, які мали б широкий вибір різноманітних фінансових інструментів для інвестування вільних фінансових ресурсів. Але, для виконання цього завдання потрібно подолати численні перешкоди, зокрема отримати доступ до спеціально створених на Заході фондів. Україна повинна знайти спосіб переконати нерезидентів інвестувати гроші у вітчизняний ринок фінансових інструментів. Для цього їй конче потрібна підтримка міжнародних фінансових інститутів.



## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку

Оцінюючи перспективи розвитку ринку фінансових інструментів України з погляду залучення іноземного капіталу, доходимо висновку, що необхідно запобігати не виправданому збільшенню сегмента ринку державних цінних паперів у країні, в який фактично виводяться кошти з реального сектора економіки. Розуміючи дискусійність цієї проблеми, з огляду на стагнацію реального сектора економіки країни, вважаємо за доцільне розвивати той сегмент ринку фінансових інструментів, який міг би стати ефективним механізмом залучення вільних фінансових ресурсів на вітчизняні підприємства (у т. ч. іноземні інвестиції).

До речі, в розвинених країнах фінансовим інструментам, які емітуються державою, належить набагато менша частка ринку, при цьому їх прибутковість є хоча й невисокою, проте стабільною. Водночас сегмент корпоративних фінансових інструментів є значно більшим та слугує ефективним механізмом залучення вільних капіталів – як внутрішніх, так і зовнішніх.

Узагальнюючи, зазначимо, що розвиток ринку фінансових інструментів та збільшення обсягів залучення іноземного капіталу на розвиток вітчизняної економіки неможливі без розробки науково обґрунтованої стратегії випуску й обігу фінансових інструментів. При цьому важливо звернути увагу й на небезпеку скуповування іноземцями контрольних пакетів акцій вітчизняних підприємств. З метою обмеження доступу іноземних інвесторів до контролю над вітчизняними компаніями, на нашу думку, необхідно активніше розвивати сегмент похідних (гібридних, структурованих) фінансових інструментів.

Ринок фінансових інструментів України є молодим порівняно з європейським та перебуває в стадії становлення, тому основними негативними наслідками інтеграції стануть зміни в його структурі й обсягах.

У найближчій перспективі іноземний капітал набуватиме у світі домінуючого або монопольного статусу щодо національного фінансового сектора, у зв'язку з чим постане питання відпливу капіталу з економіки через загрозу дестабілізації фінансових ринків. Тому першим кроком на шляху інтеграції українського ринку капіталу в ринок ЄС повинна стати інституційна реформа, яка передбачатиме заходи, спрямовані на подолання дискретності й фрагментарності вітчизняних ринків капіталу.

У контексті залучення іноземного капіталу розвиток ринку фінансових інструментів має здійснюватися в напрямі розширення спектра надійних і ліквідних фінансових інструментів, підвищення їх інвестиційної привабливості та передбачає як модернізацію існуючих фінансових інструментів, так і запровадження їх нових видів.

Модернізація існуючих фінансових інструментів невіддільно від запровадження в українське законодавство та практику правозастосування європейських стандартів регулювання ринку фінансових інструментів; розширення пропозицій акцій публічних акціонерних товариств на фондових біржах, у т. ч. світових. Для запровадження нових видів фінансових інструментів важливо розширити види корпоративних облігацій (біржові облігації тощо); розвивати державно-приватне партнерство шляхом упровадження концесійних облігацій (інфраструктурних облігацій у концесійних проектах); законодавчо встановити вимоги щодо випуску й обігу похідних фінансових інструментів (деривативів) та принципів їх державного регулювання.

## **2.10. Державно-приватна взаємодія як дієвий механізм ефективності фінансових інститутів в умовах глобалізації**

В умовах глобальних викликів та нестабільності, що охопили світову економіку наприкінці першого десятиліття XXI ст., необхідність посилення ролі державного фактора у функціонуванні ринкового механізму особливо актуалізувалася. Потребу активнішої підтримки держави з розвитком глобалізаційних процесів у багатьох випадках почали відчувати й фінансові інститути, адже саме вони направляють фінансові потоки від донорів до реципієнтів, забезпечуючи реальний сектор фінансовими ресурсами. Тому фінансові інститути є невід'ємним атрибутом ринкової економіки і від ефективності їх функціонування суттєво залежить соціально-економічний розвиток будь-якої держави.

Це жодним чином не заперечує важливості тих структурних змін у фінансовій системі, в основу яких була покладена ринкова активність, на потребу якої одними із перших вказали Т. Падоа-Сціоппа та Ф. Саккоманні, зазначивши необхідність більш глибоких трансформаційних процесів у фінансовій системі порівняно із фінансовою

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

системою, що керується урядом<sup>242</sup>. Як зазначає В. Козюк, це «...перехід від регульованої фінансової системи із значним вмістом урядової активності до системи, що базується на ринковому саморегулюванні...». Проте, як продовжує цей автор, і що особливо важливо, це «...не означає скасування регуляції як такої, а переносить її у площину ринкових рівноважних процесів»<sup>243</sup>.

З іншого боку, К. Стрижиченко на основі дослідження основних положень неокласичної парадигми прийшов до висновку, що «...основне ядро неокласицизму – стійкість і ефективність ринків – спрямувало по хибному руслу політику на фінансовому ринку і привело до появи глобальної руйнівної кризи»<sup>244</sup>. Посилаючись на думку світових вчених, цей автор ключовим положенням зниження впливу деструктивних дій глобалізації вважає те, що «фінансові ринки повинні глибоко інтегруватися в системи державного управління національної економіки», а також те, що «в сучасних мовах розвиток ринків можливий тільки за наявності регулюючого чинника для встановлення і дотримання певних правил»<sup>245</sup>. Тобто в обох випадках підтверджується необхідність регулюючого чинника, але в його новій якості.

До важливих моментів, що підтверджують іншу якість трансформаційного руху, на нашу думку, слід додати й те, що зміст державного впливу сьогодні все частіше акцентується не лише на реалізації безпосередніх державно-владних та організаційно-правових заходів, але й на делегуванні іншим суб'єктам державно-владних повноважень з метою впливу на економічні процеси. Однак незмінним залишається розбудова політики, яка спрямована не на підкорення усіх волі держави, та не як альтернативи системним ринковим трансформаціям, а як чинника здійснення фундаментальних реформ, які б максимально узгоджували публічні та приватні інтереси у суспільстві.

---

<sup>242</sup> Padoa-Schioppa T., Saccomanni F. Managing a Market-led Global Financial System // *Managing the World Economy: Fifty Years After Breton Woods*. – Wash. (D.C.) PE, 1994. – P. 235–268.

<sup>243</sup> Козюк В. В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності: монографія. – Тернопіль: ТНЕУ, «Економічна думка», 2009. – 728 с. – С. 190.

<sup>244</sup> Стрижиченко К. А. Державне регулювання фінансового ринку в умовах нової економіки: монографія / К. А. Стрижиченко. – Бердянськ: ФО-П Ткачук О. В., 2013. – 3 521 с. – С. 164.

<sup>245</sup> Там само. – С. 169.

Подібні питання актуалізувалися й на національному рівні. Так, у посткризовий період постало завдання посилення антициклічного характеру регулювання, зокрема й через спеціально утворені міжнародні фінансові організації (МФО). Основоположником концепції посилення ролі таких організацій є Дж. Сорос, який вважає глобалізаційні процеси ключовою причиною сучасних криз, що принципово змінюють механізми функціонування, зокрема, фінансових ринків. Необхідність пошуку дієвих засобів регулювання ринкових відносин переконливо довели й масштаби та глибина кризових процесів 2008–2009 років.

Тобто назріла нагальна необхідність відповідних змін в регулюванні функціонування економічної системи як на національному, так і наднаціональному рівнях, а також їх узгодження, розглядаючи регулювання як механізм впливу, що включає певні методи, інструменти і важелі впливу суб'єкта на об'єкт управління. Однак це жодним чином не означає еквівалентності сукупності методів, інструментів і важелів управління та власне механізму регулювання, що включає поряд із суб'єктивним впливом способів державної політики також ринкове саморегулювання.

В Україні, незважаючи на різноманітність реформ, що відбулися за роки незалежності, питання узгодження та гармонізації окремих напрямів, форм та методів державного регулювання суспільного розвитку продовжує залишатися відкритим. Одна з ключових причин такого стану, на наш погляд, лежить у площині недостатності науково-логічного обґрунтування механізмів реалізації саме взаємодії ринкових і державних інститутів.

Тут йдеться про співвідношення таких інститутів, що трактується як взаємний зв'язок, взаємна залежність<sup>246</sup> [1, с. 375], а також про їх безпосередню участь (виконання разом якоїсь роботи, справи)<sup>247</sup> [1, с. 638] у процесах регулювання. У реалізації такого підходу значною мірою закладена та обставина, що дія названих інститутів відбувається паралельно шляхом знаходження своєї ніші. Заміщення державних і ринкових інститутів недопустиме, проте для досягнення високої результативності важливий не просто їх взаємний зв'язок, а їх взаємний

---

<sup>246</sup> Новий тлумачний словник української мови. У 3-х томах. К., Вид-во «АКО-НІТ», 2008.

<sup>247</sup> Там само.

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

зв'язок у дії, тобто їх взаємодія<sup>248</sup>, що й створює можливість отримання синергетичного ефекту.

Слід наголосити на тому, що на практиці подібна взаємодія часто підміняється поняттям «регулювання», що означає впорядкування, керування чимось, підкоряючи його відповідним правилам, певній системі. Не важко помітити із наведеного трактування, що «регулювати» означає певну нерівноправність сторін, які беруть участь у тих чи інших процесах. Втім, продовжуючи етимологію даного поняття, зазначається, що метою такого регулювання постає забезпечення злагодженої взаємодії складових для досягнення належного ступеня вияву чого-небудь<sup>249</sup>. Подібне розуміння, на перший погляд, зближує поняття «взаємодія» та «регулювання», однак це лише на перший погляд. Адже «регулювати» означає, насамперед, керування, підкорення, що здатні виключити взаємодію, бо можуть містити примусові кроки для його досягнення. Те, що регулюванням створюються умови для забезпечення злагодженої взаємодії, є результатом їх спільної мети, проте не гарантує власне взаємодії.

Саме тому, на наш погляд, особливої уваги заслуговує визнаний багатьма науковцями і практиками підхід до розв'язання проблеми взаємодії держави і ринку, заснований на ідеї державно-приватного партнерства (далі ДПП). Адже партнер – це той, хто бере участь у якійсь грі разом з ким-небудь; учасник гри; співучасник; напарник<sup>250</sup>. У такому трактуванні проглядає рівноправність обох сторін, що здатне забезпечити їх погоджену дію, яка максимально здатна призвести до досягнення поставленої мети.

Таким чином, із наведених трактувань понять «регулювання», «взаємодія», «партнерство» можна зробити висновок, з одного боку, про відмінності між ними, що вказує на некоректність їх застосування як синонімічних, а з іншого – про їх певну спільність, існування точок дотику між ними, що також не можна ігнорувати у процесі досягнення спільної мети – збалансування державних і приватних інтересів як ключового чинника соціально-економічного прогресу. Безумовно,

---

<sup>248</sup> Новий тлумачний словник української мови. У 3-х томах. К., Вид-во «АКО-НІТ», 2008. Т 1, с. 188.

<sup>249</sup> Новий тлумачний словник української мови. У 3-х томах. К., Вид-во «АКО-НІТ», 2008. Т. 3, с. 108.

<sup>250</sup> Новий тлумачний словник української мови. У 3-х томах. К., Вид-во «АКО-НІТ», 2008. Т. 2, с. 539.

найбільш близькими є поняття «взаємодія» і «партнерство», але й між ними існують відмінності, що вже проглядають із подвійних трактувань державно-приватного партнерства, які містяться у зарубіжній практиці. Одне з них – це конкретні проекти, реалізовані спільно державними органами і приватними компаніями на базі об'єктів державної і муніципальної власності<sup>251</sup>. При цьому вагомими принципами проектного фінансування, якому надається у зарубіжній практиці перевага при реалізації інвестиційних проектів, вважається поєднання механізму фінансування і повернення інвестицій, гнучкість та ефективність управління інвестиціями, паритетний розподіл ризиків та відповідальності між учасниками проекту<sup>252</sup>.

За даними Міністерства економічного розвитку та торгівлі України на засадах ДДП на кінець 2013 р. реалізовувався 231 проект, насамперед у таких сферах, як оброблення відходів (117) та збір, очищення та розподілення води (60 проектів). На сьогодні найпоширенішою формою співробітництва між державним та приватним секторами є концесія (укладено 200 договорів), а також спільна діяльність (укладено 31 договір).

Подібні тенденції підтверджуються й даними центральних та місцевих органів виконавчої влади. Так, станом на кінець 2014 р. на засадах ДДП реалізувалися 243 проекти, з яких 210 договорів концесії та 33 договори про спільну діяльність.

У розрізі окремих форм власності, то щодо об'єктів державної власності укладено 7 договорів концесії та 15 договорів про спільну діяльність, а щодо об'єктів комунальної власності – 203 договори концесії та 18 договорів про спільну діяльність, в основному у сфері надання житлово-комунальних послуг.

Проте ефективність використання механізму ДПП у регіонах України перебуває на досить низькому рівні, свідченням чому є, насамперед, вкрай низька частка приватних інвестицій (не більше 10 %, водночас як у розвинених країнах її мінімум становить 25 %) під час реалізації переважної більшості проектів ДПП. Тобто за світовими

---

<sup>251</sup> Варнавский В. Г. Государственно-частное партнерство в России: проблемы становления партнер [Електронний ресурс] // Режим доступу: <http://www.strana-oz.ru>).

<sup>252</sup> Овсянникова Я. О. Джерела фінансування проектів публічно-приватного партнерства [текст] / Я. О. Овсянникова // II Науковий вісник: фінанси, банки, інвестиції. – 2012. – № 1. – С. 36–40.

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

стандартами такі проекти взагалі не можуть вважатись державно-приватними<sup>253</sup>. Решту витрат за такими проектами ДПП доводиться фінансувати з державного (або регіонального) бюджету.

Більшість проектів в Україні розроблено в галузі електроенергетики та газопостачання, і, що особливо позитивно, це зростання кількості проектів зі створення екологічних, відтворювальних енергетичних комплексів (вітрова, геліоенергетика тощо). Водночас реалізовано всього один проект у галузі транспорту. Проекти ДПП майже не використовуються для реконструкції та будівництва автомобільних доріг. Сьогодні немає жодного діючого концесійного договору щодо побудови автомобільних шляхів. Не зафіксовано випадків успішного залучення приватних інвестицій на засадах ДПП до реалізації стратегічно важливих соціально-гуманітарних проектів (у т.ч. у сфері освіти, охорони здоров'я, розвитку та підтримки культурно-історичної спадщини тощо). Це суперечить світовим і регіональним тенденціям, а тому є перспективним напрямом розвитку ДПП.

З огляду причин недостатньої ефективності ДПП, то варто зазначити що у 2012 р. «Програма розвитку державно-приватного партнерства» (проект Агентства США з міжнародного розвитку) оприлюднила результати дослідження рівня розуміння і обізнаності щодо ДПП в Україні. Базове опитування показало, що тільки 35 % респондентів коректно розуміють сутність ДПП, а саме як проекту на засадах довгострокових відносин між державними органами та приватними компаніями. При цьому найнижчий рівень поінформованості спостерігається серед підприємців, найвищий – серед представників місцевих органів влади<sup>254</sup>. Низька обізнаність представників бізнесу щодо переваг використання механізмів ДПП у процесі розвитку підприємницької діяльності з одночасним низьким рівнем їх загальної довіри до влади внаслідок непослідовності прийняття економічних та політичних рішень, відповідно, окреслюють й головні напрямки підвищення ефективності ДПП. Щодо державних органів, то фахівцями зазначається недостатня фахова підготовка державних службовців, які

---

<sup>253</sup> Шевченко О. Механізми стимулювання міжрегіонального співробітництва в Україні / О. Шевченко [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.niss.gov.ua/articles/1056/>.

<sup>254</sup> Система представництва інтересів соціальних груп в Україні: інституціалізація механізмів. Аналітична доповідь. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.niss.gov.ua/content/articles/files/sys\\_predstav-5cdc3.pdf](http://www.niss.gov.ua/content/articles/files/sys_predstav-5cdc3.pdf)

## **Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів**

---

займаються питаннями ДПП, низький рівень їх мотивації щодо пошуку та роботи з приватними інвесторами з метою започаткування проєктів на засадах ДПП;

Тобто партнерство – це вже конкретна форма реалізації взаємодії між державою та бізнесом, коли існуюча взаємодія може й не прийняти у певному періоді конкретної форми. На відмінності може вказувати й нижче наведений перелік основоположних принципів партнерства.

Слід зазначити, що вперше на необхідності розвитку довготривалого партнерства держави і приватного сектора для досягнення стратегічних цілей було наголошено в Декларації тисячоліття ООН у 2000 році. Сьогодні ДПП реалізується у світовій практиці багатьох країн, а основними принципами Концепції ДПП визнано: 1) пріоритетність інтересів держави; 2) ефективний розподіл ризиків між сторонами; 3) політична підтримка держави; 4) прозорість; 5) рівноправність у відносинах між сторонами.

Незважаючи на проголошення у даному переліку принципу рівноправності у відносинах, не складно помітити й певну нерівноправність останніх (на користь держави), а головне – відсутність у даному переліку принципу взаємодії у досягненні спільних інтересів, мети, цілі. Останнє стосується й принципу раціональності.

Розбудова механізмів партнерства вимагає раціональності з його обох сторін. Щодо раціональної поведінки ринкових інститутів, логічно, що на перший план тут виходить вимога прибутковості, скорочення витрат. Щодо держави, то її поведінка вважається раціональною, коли максимізується соціальна корисність та одночасно реалізується Парето-поліпшення. Обґрунтоване російськими вченими Р. Грінбергом і О. Рубінштейном подібне бачення втілюється за умови реалізації: 1) необхідності регулювання процесів використання ресурсів виробництва; 2) доцільності державної підтримки соціальної сфери; 3) демократичного прагматизму, який вказує на максимально ефективні способи і процедури розподілу засобів, що перебувають у власності держави.

Формування концептуального базису гармонізації названих принципів тісно пов'язане із визначенням сутності окремих форм і методів реалізації державного впливу. Останні здатні в процесі їх взаємодії здійснити свій вплив на форму і зміст відносин, що виникають



## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку

між сторонами з метою консолідації їх зусиль для набуття ними переваг та, в кінцевому рахунку, розвитку соціально-економічної системи в цілому. Тобто тут проявляються певні відмінності між взаємодією та партнерством.

Взаємодія держави та приватного сектора проявляється, зокрема, й через створення спільних підприємств, публічних акціонерних товариств тощо. За таких умов обидві сторони зацікавлені в максимізації прибутку, належній якості робіт та послуг, спільно несуть ризики та здійснюють взаємний контроль. Участь держави, як правило, здійснюється шляхом надання державних гарантій, інвестиційних субсидій, залучення пільгових кредитів, участі у статутному капіталі, передачі активів, запровадження податкових пільг, часткового фінансування проектів тощо.

Зрозуміло, що кожен із вищезазначених принципів партнерства здатен змінювати відносну силу того чи іншого фактора, тобто змінювати структуру загального тиску. Крім того, практичне втілення даної концепції здатне викликати й появу в системі організаційного забезпечення нових структур, компетенція яких передбачатиме виконання спільних для державних і ринкових інститутів функцій і завдань. Це через цілеспрямований вплив сприятиме оптимізації інтересів сторін такого партнерства в окремих сферах соціально-економічного розвитку.

В Україні процеси ДПП беруть свій початок фактично із введенням у дію Закону України «Про державно-приватне партнерство»<sup>255</sup>, в якому були визначені правові засади та основні принципи такого партнерства. За оцінкою експертів, базові положення даного закону відповідають сучасним європейським правовим орієнтирам. Зокрема, законом визначається, що проекти ДПП повинні відповідати таким основним критеріям:

- мати довготривалий характер (понад 10 років), а відбір концесіонерів здійснювати переважно на конкурсній основі;
- передбачати взаємну вигоду сторін та розподіл ризиків у процесі реалізації проектів;
- мати вищі техніко-економічні показники ефективності, ніж у разі їх реалізації без участі приватного партнера .

---

<sup>255</sup> Закон України «Про державно-приватне партнерство» від 01.07.2010 р. – № 2404-УІ.

На сьогодні практика володіє досить широким переліком форм і видів ДПП.

Контракт на управління (аутсорсинг) – це одна з найпростіших, а тому найзручніших форм ДПП. Її сутність лежить у площині цілеспрямованого виділення окремих бізнес-процесів та передачі їх реалізації на договірних засадах іншим установам, організаціям, що спеціалізуються у конкретній області, маючи великий досвід, знання, технічні та організаційні засоби. У межах цієї форми ДПП розрізняють також аутстафінг – це залучення висококваліфікованого персоналу організації-постачальника для виконання певних робіт.

До контрактних форм ДПП відносять також концесійні угоди, основна відмінність яких від адміністративних контрактів полягає у тому, що концесіонер привносить у їх виконання власні активи, а також несе інвестиційний і фінансовий ризик в обумовлений у концесійному договорі упродовж тривалого періоду. Хоча концесія у багатьох випадках припускає оренду, проте вона не зводиться до неї, адже держава передає приватному бізнесу частину економічних, організаційних та управлінських функцій щодо державних об'єктів або на узгоджених умовах має право володіння державною власністю на певний термін.

В Україні свій початок концесійні угоди беруть з ухваленням у 1999 році Закону України «Про концесії» та Закону України «Про концесії на будівництво та експлуатацію автомобільних доріг». Ними відкривалися значні можливості для підвищення ефективності використання коштів державного і місцевого бюджету в частині вивільнення їх частини за рахунок передачі суб'єктам господарювання у концесію окремих об'єктів державної та комунальної власності. Згідно з законодавством об'єктом концесійної діяльності визначена інфраструктурна сфера, а нормативні строки експлуатації та здачі об'єктів у концесію встановлені у межах 50 років, що відповідає загальноприйнятим нормам міжнародної практики. Важливим є й те, що за наявності суспільної потреби або інших обумовлених у законі обставин державні органи мають право в односторонньому порядку переривати концесію.

Важливою перевагою концесійних відносин є те, що завдяки концесіям держава створює сприятливий інвестиційний клімат для залучення приватного капіталу, зокрема іноземного. На сьогодні

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

практика господарювання вже виробила багато видів концесійних угод, що відрізняються порядком створення, володіння та користування об'єктом концесії, які, переплітаючись між собою, утворюють нові види концесійних угод.

На нашу думку, концесії як важливий інструмент можуть реалізуватися до широкого переліку фінансових інститутів для їх залучення до інвестиційного процесу, які сьогодні ще слабо задіяні. У цьому існує нагальна потреба, враховуючи визначальну роль інвестицій для забезпечення соціально-економічного розвитку, а також те, що вирішення проблеми залучення інвестиційних ресурсів в економіку держави покладається саме на фінансові інститути. При цьому важливо враховувати, що роль окремих інститутів у розв'язанні проблеми залучення інвестиційних ресурсів в економіку держави суттєво відрізняється. Для повнішої реалізації потенціалу таких інститутів важливим етапом стане досягнення оптимізації інтересів, про що йшлося вище, та розробка чітких цільових орієнтирів, які дозволять оцінити ефективність взаємодії державного і приватного секторів, а також механізм розподілу ризиків для досягнення визначених цілей.

У цьому контексті можна зазначити що, як відомо, фінансовий ринок може бути повністю сегментований або повністю інтегрований. Відмінність полягає у можливостях інвестування коштів. У першому випадку – це обмеженість кордонами власної країни, в другому – це широкі можливості виходу за межі власних кордонів. Різною мірою інтегровані й ринки фінансових інструментів<sup>256</sup>. В Україні фінансовий ринок належить до сегментованих, з витікаючими з цього наслідками. Державно-приватна взаємодія здатна змінити такий стан, що відкриє ширші можливості для діяльності вітчизняних фінансових інститутів, нівелюючи перешкоди мобільності руху інвестиційних коштів.

Іншим трактуванням у зарубіжній практиці державно-приватного партнерства, про що зазначалося вище, є його визначення як системи відносин держави і бізнесу та інструменту економічного і соціального розвитку на усіх рівнях. У такому розумінні, на нашу думку, визначення поняття «партнерство» більшою мірою розкриває поняття «взаємодія» як співдія, співпраця, чим відкриваються реальні можливості для

---

<sup>256</sup> Паценко О. Особливості розвитку сучасної структури світового фінансового ринку / О. Паценко, Е. Молчанова // Міжнародна економічна політика. – 2012. – № 1–2 т. (16–17). – С. 179–208. – С.188.

розширення його масштабів, використання більшої кількості його форм та методів, що, безумовно, сприятиме й вищому ступеню гармонізації відносин між державою й бізнесом для досягнення загальних цілей. Це стосується й діяльності фінансових інститутів.

З огляду на те, що «В умовах трансформаційних перетворень економіки фінансовий ринок практично набуває рис потужного джерела інвестиційних ресурсів...»<sup>257</sup>, облігації концесіонера можуть стати перспективною формою залучення до інвестиційного процесу недержавних пенсійних фондів. Зокрема, випуск інфраструктурних облігацій у рамках державно-приватного партнерства регламентує Законопроект № 2072 «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України відносно емісії цінних паперів», прийнятий Верховною Радою України в першому читанні 10.10.2013 р.<sup>258</sup>

Тут важливо зазначити особливе місце недержавних пенсійних фондів (НПФ) серед фінансових інститутів пенсійного типу. Якщо заощадження, розміщені на індивідуальних пенсійних рахунках, мають цільове призначення і не можуть бути відкликані достроково, крім певних випадків, то НПФ, акумулюючи заощадження учасників, формують потужне внутрішнє джерело довгострокових фінансових інвестицій (табл. 2.21).

З іншого боку, інвестування пенсійних активів належить до визначальних чинників й успішності НПФ. Проте сьогодні така діяльність обмежується інвестуванням у банківські депозити та державні й муніципальні облігації через те, що вони є низькоризикованими та мають стабільний рівень доходу. За даними Національної комісії, що здійснює регулювання у сфері ринків фінансових послуг, станом на 31.12.2014 р. питома вага розміщення грошових коштів на банківських депозитах становила 38,6 %, в облігаціях підприємств, емітентами яких є резиденти України, – 27,6 %, в цінних паперах, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України – 15,3 %, в акції українських емітентів – 10,6 % загального обсягу.

---

<sup>257</sup> Базилевич В. Розвиток фінансового ринку в сучасних умовах / В. Базилевич // Фінанси України. – 2009. – № 12. – С. 5–12. – С. 5.

<sup>258</sup><sup>258</sup> Проект Закону «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України відносно емісії цінних паперів» від 23.01.2013р. [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/1webproc4\\_1?pf3511=45528](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/1webproc4_1?pf3511=45528) – Назва з екрана.

Темпи зміни основних показників діяльності НПФ у 2012–2014 рр.

Показники	Темп зміни станом на 31 грудня відповідного року (%):	
	2013 р. до 2012 р.	2014 р. до 2013 р.
Кількість укладених пенсійних контрактів, тис. шт.	0,0	-10,3
Загальна кількість учасників НПФ, тис. осіб	43,7	-0,8
Пенсійні внески, млн грн	20,8	13,9
Сума інвестиційного доходу, млн грн	31,1	32,8
Прибуток від інвестування активів НПФ, млн грн	31,9	33,9

*Джерело: Підсумки розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення станом на 31.12.2014 р. [Електронний ресурс] // Національна комісія, що здійснює регулювання у сфері ринків фінансових послуг: [Сайт] Режим доступу: <http://nfp.gov.ua/> - Назва з екрана.*

Як довгострокові інвестиції в економіку держави, що врешті-решт, сприятиме й стабільності пенсійної системи, на думку Є. Сиводіда<sup>259</sup>, слід розглядати й порядок, згідно з яким здійснюється часткове відрахування страхових внесків з Пенсійного фонду до окремого Накопичувального фонду (до 7 %) з обов'язковим урахуванням даних персоніфікованого обліку. Адже рахунки, відкриті для накопичення пенсійних коштів, є власністю платника, а виплати по них отримуються вже при досягненні пенсійного віку або за іншої умови втрати працездатності.

Залучення пенсійних активів у реальний сектор економіки потребує розробки нових видів фінансових інструментів, а тому розвиток фінансового ринку має відбуватися у напрямку пропозиції нових активів, придатних для інвестування економіки. Повертаючись до пенсійних активів, корисним може стати досвід зарубіжних країн щодо «фондів життєвого циклу». Йдеться про можливість перетікання у межах одного фонду коштів учасників протягом періоду їх трудової діяльності від «зростаючого» (з початку трудової діяльності до досягнення 35 років)

<sup>259</sup> Сиводід Є. О. Застосування єдиної системи нарахування пенсійних виплат [текст] / Євгенія Олександрівна Сиводід // Економічний аналіз: зб. Наук. праць/ Тернопільський національний економічний університет: редкол. В. А. Дерій (голов. Ред..) та ін.. – Тернопіль.: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного університету «Економічна думка», 2014. – Том 18. – № 2. – С. 49–53.

**Регулятивний потенціал фінансового ринку  
в умовах глобальних викликів**

через «збалансований» (від 35 до 50 років) до консервативного (від 50 до 60 років) портфеля. Це дозволить коригувати інвестиційну стратегію, зберігаючи кошти в одному фонді, а також посилить участь учасників в управлінні власним пенсійним портфелем<sup>260</sup>.

Тобто пенсійні активи, що за своєю економічною сутністю є відстроченими доходами громадян, є привабливим напрямом інвестування.

У загальному підході інвестиційна діяльність окремих фінансових інститутів та фінансових установ, збалансовуючи попит та пропозицію на інвестиційні ресурси, відіграє важливу роль для фінансового ринку, сприяючи його довготерміновій стабільності, підвищуючи інвестиційну складову доходів активів на основі ефективної ринкової політики, але й за участі держави, що нівелює перешкоди мобільності руху інвестиційних коштів. Однак на сьогодні існує значний нереалізований інвестиційний потенціал багатьох фінансових інституцій (табл. 2.22).

Таблиця 2.22

**Зміна кількості та активів фінансових установ в Україні  
(у % до попереднього року)**

Рік	Страхові компанії	Кредитні спілки	Ломбарди	Фінансові компанії	НПФ	Банківські установи
кількість						
2010	-0,7	-3,8	9,8	10,5	-8,2	-1,1
2011	-7,9	-2,6	1,1	38,1	-3,0	-3,3
2012	-1,4	-0,4	1,3	7,6	-4,1	-
2013	-1,7	4,4	1,2	20,8	-15,8	-
2014	-6,2	-3,8	-0,4	10,1	-6,2	2,3
активи						
2010	12,0	-16,3	21,0	40,2	10,1	2,9
2011	1,0	-8,1	-13,3	33,1	7,1	8,8
2012	30,3	-31,5	40,5	29,2	82,4	11,1
2013	18,1	-2,6	-2,6	9,3	33,5	4,6
2014	5,8	-9,7	12,5	28,9	18,2	11,1

*Джерело: розраховано за даними звітів Держкомфінпослуг та Нацкомфінпослуг за відповідні роки.*

<sup>260</sup> Коваль О. П. Перспективи впровадження загальнообов'язкової накопичувальної пенсійної системи в Україні: вплив на економічну безпеку [текст]: [монографія] Коваль О. П. – К.: НІСД, 2012. – 240 с.

## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку

Як свідчать наведені дані, незважаючи на зменшення в окремих випадках кількості фінансових установ, їх активи зростають, а відтак і інвестиційні можливості. Виключення становлять кредитні установи та ломбарди, проте, зважаючи на їх призначення, вони потенційно не можуть відігравати вагомую роль у нарощуванні інвестиційного потенціалу.

Особливу увагу тут слід звернути на страхові компанії, що здатні до акумулювання значних фінансових ресурсів, а також перерозподілу ризиків. Слід зазначити, що у розвинених економіках значна частина прибутку страхових компаній формується за рахунок інвестиційної діяльності. Про значний потенціал страхового бізнесу в Україні здатні свідчити, зокрема, дані про відношення чистих страхових премій до ВВП, що становило у 2013 р. – 1,5 %, а в 2014 р. – 1,2 % ВВП. Водночас дослідження фахівців про пріоритети вкладення коштів страховими компаніями та структуру їх інвестиційних портфелів свідчать, що мінімальний ризик мають операції з банківськими вкладками в іноземній валюті, з золотом, з нерухомістю, а також проекти, пов'язані з будівництвом житла, та кредити страхувальникам-громадянам<sup>261</sup>. Як бачимо, серед цього переліку не названі такі об'єкти вкладень, як акції, цінні папери, що емітуються державою (облігації внутрішньої державної позики), що здатне вказувати на відсутність належних умов для реалізації державно-приватної взаємодії щодо таких фінансових інститутів.

Державні цінні папери необхідно розглядати як певну форму взаємодії державно-приватного партнерства. Світова практика свідчить, що державні цінні папери вважаються найліквіднішим і найнадійнішим видом капіталовкладень, який приваблює корпорації та населення.<sup>262</sup> Це той інвестиційний інструмент, який надає можливість приватним інвесторам тримати кошти в низькоризикових і високоліквідних активах, які приносять стабільний дохід; інвестиційним інвесторам – збалансовувати свої портфелі, а державі – сприяти оптимізації забезпечення потреб державного бюджету, зокрема, фінансувати поточний дефіцит бюджету. Вони є достатньо надійними фінансовими інструментами порівняно з корпоративними цінними паперами.

---

<sup>261</sup> Олійник В. М. Методологічні засади забезпечення фінансової стійкості страхових компаній. Автореферат на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук. – Суми. 2015. – 36 с. – С. 19.

<sup>262</sup> Івахненко І. Вплив ринку цінних паперів на інвестування в реальний сектор економіки / І. Івахненко // Економіка. – 2015. – №2 (167). – С. 60–61

Одна із причин емісії державних цінних паперів – забезпечення банків ліквідними резервними активами, які приносять дохід, адже ці папери являють собою не лише високоліквідний, але й безризиковий товар. Крім того, державні цінні папери – це інструмент регулювання грошової маси в обігу, зокрема зменшення її маси, оскільки скупка державою своїх боргових зобов'язань не що інше як збільшення грошової маси.

Узагальнюючи важливість державних цінних паперів, А. Мазуренко зазначає, що метою їх випуску є: фінансування державного боргу; погашення раніше випущеної державної заборгованості; фінансування цільових програм; регулювання економічної активності, зокрема, грошової маси в обігу, вплив на ціни та інфляцію, витрати на інвестування<sup>263</sup>. Ж. Гарбар в ряду таких цілей, крім фінансування поточного бюджетного дефіциту, касового виконання державного бюджету, регулювання грошової маси, виділяє також і стабілізацію фінансового ринку та забезпечення портфельних інвесторів низькоризикованими фондовими інструментами<sup>264</sup>, а С. Марченко також називає й таку мету, як згладжування нерівномірного надходження податкових платежів<sup>265</sup>. З наведеного переліку чітко окреслюється роль державних інструментів як важливого інструмента регулювання економіки та одночасно її підтримки, насамперед, з позиції забезпечення і ефективності інвестування. Однак, незважаючи на це, обсяг торгів державними облігаціями України знижується. Так, у 2014 р. це зниження порівняно з 2013 р. становило 4,63 %, а частка державних облігацій у структурі торгів цінними паперами впала на 13,5 %<sup>266</sup>.

---

<sup>263</sup> Мазуренко А.В. Інвестиційна діяльність банків і ринок ОВДП України / А.В.Мазуренко // Вчені записки університету «КРОК» Серія: Економіка. – 2014. – Вип. 35. – С. 63–72. – С. 68.

<sup>264</sup> Гарбар Ж.В. Аналіз сучасного стану ринку державних цінних паперів в Україні / Жанна Володимирівна Гарбар // Економічний аналіз: зб. Наук. праць / Тернопільський національний економічний університет: редкол.: В.А.Дерій (голова ред.) та ін.. – Тернопіль: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2014. – Том 18. – № 1. – С. 136–146. – С. 137.

<sup>265</sup> Марченко С.К. Ринок державних цінних паперів в Україні /С.К.Марченко, Я.В.Чернелівська {Електронний ресурс}. – Режим доступу: [http // www.rusnauka.com/30\\_96167.doc.htm](http://www.rusnauka.com/30_96167.doc.htm).

<sup>266</sup> Джерело: Ринок цінних паперів. Європейський вибір: нові можливості та зростання / Річний звіт НКЦПФР за 2014 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http //www.nssmc.gou.ua/user\\_files/content/58/1434454281.pdf](http://www.nssmc.gou.ua/user_files/content/58/1434454281.pdf).



## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку

Сьогодні переважна частка державних цінних паперів зосереджена у банківській системі. НБУ, особливо в останнє десятиріччя, проводить операції розміщення державних цінних паперів на первинному ринку, їх погашення і виплату доходу за ними. Операції з державними облігаціями та акціями здійснюються переважно на фондових біржах, рівень розвитку яких в Україні недостатній. Це стає вагомою перешкодою й для реалізації державно-приватної взаємодії між державою та інституційними інвесторами, переваги якої досить значні як для держави в частині поповнення її бюджетних надходжень, так і для фінансових інститутів у частині мінімізації їх ризиків через диверсифікацію їх інвестиційних портфелів.

Інтерес у цьому контексті викликають дані про частку ОВДП в активах у розрізі окремих інституційних інвесторів. Найбільший рівень взаємодії у цьому контексті можна зазначити щодо НПФ, які належать до основних інвесторів, що вкладають кошти на ринку державних боргових інструментів. У середньому упродовж 2010–2014 рр. частка ОВДП в активах НПФ становила 13,3 % загального обсягу активів, водночас як така частка в активах страхових компаній лише 1,6 %. Якщо враховувати граничні величини встановлені державою для ОВДП у активах НПФ – 50 % та в активах страхових компаній – 25 %, то слід говорити про значні можливості зростання фактично існуючих сьогодні показників.

Для заохочення інвестицій у державні боргові інструменти, виходу інституційних інвесторів на ринок державних цінних паперів з боку держави повинні здійснюватися адекватні кроки у цьому напрямі. Так, незважаючи на досить суттєві кроки щодо посилення регулюючих функцій держави, частка організованого ринку цінних паперів не перевищує 10 %. Щодо неорганізованого або позабіржового ринку, то тут багато угод з цінними паперами не пов'язані із реальним інвестуванням підприємств, часто маючи за мету вирішення лише окремих завдань бізнесу, що не сприяє підвищенню рівня взаємодії держави і бізнесу, направленою на вирішення спільних завдань і збалансування взаємних інтересів.

До недоліків інвестування коштів у державні облігації відносять низький рівень доходу, який навіть може бути нижчим за рівень інфляції. Дійсно, хоча номінальна дохідність державних цінних паперів є достатньо високою, але їх реальна прибутковість не відповідає цим

тенденціям внаслідок інфляційних процесів. Тому цілком обґрунтованими виглядають пропозиції щодо емісії довгострокових боргових зобов'язань з плаваючою ставкою доходу, що враховуватиме рівень інфляції. Такий варіант, на думку Г. Козака, надасть довгострокове джерело внутрішніх фінансових ресурсів держави, а з іншого – забезпечить надійні фінансові активи для НПФ<sup>267</sup>. Зрозуміло, що такі кроки актуальні й для інших інституційних інвесторів.

У контексті більш широкого погляду на взаємодію держави і бізнесу та її конкретної форми – партнерства можна зазначити що за аналогією з нестандартною монетарною політикою, яка використовувалася у світі для боротьби з наслідками фінансової та економічної кризи та ґрунтувалася на синтезі положень монетарної та кейнсіанської концепцій, синтез заходів ринкового та державного впливу на економіку необхідно розцінювати також як заходи, спрямовані на реалізацію державно-приватної взаємодії. Продовжуючи аналогію із нестандартною монетарною політикою та виділенням при цьому двох груп заходів: заходи пом'якшення і сигнальні заходи<sup>268</sup>, заходи, які здійснюються державою для впливу на економіку, теж можна поділити на подібні групи. Якщо перші прямо впливають на економіку, то другі – є непрямим впливом через очікування суб'єктів економіки. Так, наприклад, Комплексна програма розвитку фінансового сектора України до 2020 року<sup>269</sup>, якою повинні керуватися у своїх діях фінансові інститути. У ній конкретні заходи є не однорідними щодо їх впливу на фінансовий сектор та економіку, але в обох випадках цими заходами переслідуються цілі їх взаємоузгодження.

Іншим прикладом може слугувати й грошово-промислова політика, в рамках якої Декларацією Саміту провідних країн світу G-20 були затверджені ряд напрямів стабілізаційних заходів, де, зокрема, виділявся такий із них, як посилення контролю та вдосконалення

---

<sup>267</sup> Козак Г.І. Шляхи оптимізації функціонування недержавних пенсійних фондів в Україні [текст] / Г.І.Козак// Світ Фінансів. – 2014. - № 2. – С. 102.

<sup>268</sup> Borio C. and Disyatat P. (2009). Unconventional Monetary Policies: An Appraisal // BIS Working Paper. № 292.

<sup>269</sup> Комплексна програма розвитку фінансового сектора України до 2020 року.// Постанова Правління Національного банку України від 18.06. 2015 року № 391 // <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=18563297>

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

регулювання фінансової системи<sup>270</sup>. Відповідно до концепції грошово-промислової політики в документах Ради фінансової стабільності розглядається можливість розширення кола цілей від суто монетарних до загальноекономічних. Це може розглядатися і як реалізація комплексного підходу до втілення загальнодержавної економічної політики, і як практична реалізація заходів, покликаних призвести до тіснішої взаємодії держави і бізнесу з метою відродження економіки. Хоча в такому розумінні більш коректним виглядає використання замість терміна «регулювання» терміна «коригування» державної політики на ринкових засадах функціонування економіки.

Саме таким чином можна розцінювати реалізацію міждержавних угод у рамках європейського економічного простору і викладених у цих документах підходів до розвитку окремих сегментів та в цілому фінансового ринку.

У сучасних умовах в Україні реалізована секторна модель регулювання і нагляду за фінансовим сектором. Так, за банківським сектором здійснює нагляд НБУ, за ринком цінних паперів – Національна комісія з цінних паперів і фондового ринку, за небанківськими установами – Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. Подібна розпорошеність та неузгодженість дій зазначених регуляторів обумовлювала в певних випадках їх неефективність. Тому передбачена і схвалена Комітетом Верховної Ради України з питань фінансової політики та банківської діяльності ліквідація Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, і передача функцій регулювання діяльності окремих фінансових інститутів Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку здатна внести суттєві зміни як у діяльність цих регуляторів, так і в її узгодженість.

У межах партнерства держави і бізнесу вагоме значення має й поділ сукупності відповідних заходів на превентивні, що запобігатимуть появі та упереджуватимуть кризові явища та протекційні, що захищатимуть інтереси обох суб'єктів партнерства для недопущення їх дисбалансів. У контексті предмета нашого дослідження з позиції фінансових інститутів йдеться про забезпечення їх безпеки та прозорості,

---

<sup>270</sup> Supervisory Intensity and Effectiveness Progress Report on Enhanced Supervision (2014) Financial Stability Board  
[//http://www.financialstabilityboard.org/publications/r140407.htm](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r140407.htm)

а з позиції державних інститутів – про розробку чіткої стратегії, визначення пріоритетів національного та наднаціонального регулювання, напрацювання відповідних правил та процедур для уникнення системних ризиків і стимулювання позитивних темпів зростання вітчизняної економіки.

До вищезазначених факторів, які негативно впливають на масштаби та рівень ефективності державно-приватної взаємодії, можна додати й те, що некоректне розуміння сутності ДПП, про що зазначалося вище, повною мірою стосується й інших форм державно-приватної взаємодії, починаючи вже з етапу з'ясування її загальної сутності та змісту.

Не можна обійти увагою недосконалість вітчизняної нормативно-правової бази. До недоліків, зокрема, відносять невстановлення мінімальної частки участі у проекті приватного партнера; виділяють труднощі з отриманням приватним інвестором дозвільних документів та погоджень, необхідних для виконання умов договору; відсутність норм, що існують у розвинених країнах світу, а саме обговорення умов виплати приватним власникам компенсацій у випадку невиконання державою своїх зобов'язань за укладеними договорами, відшкодування різниці у тарифах тощо. Йдеться також про недосконалість публічного адміністрування, нерозвиненість його сучасних форм, відсутність системи економічної мотивації щодо створення взаємовигідних умов для спільних проектів, які б зацікавили приватні структури до тривалого співробітництва з державою<sup>271</sup>. Разом з тим співпраця та гнучкість, проголошені у доповіді IOSCO «Цілі і принципи регулювання ринку цінних паперів» в якості переваг саморегулювальних організацій<sup>272</sup>, постають вагомою та необхідною компонентою в досягненні цілей не лише окремих секторів, але й національної економіки в цілому.

---

<sup>271</sup> Огій О.С. Правові засади державно-приватного партнерства в Україні // Сучасні проблеми правового, економічного та соціального розвитку держави / Тези доповідей Міжнародної науково-практичної конференції Х. Харківський національний університет внутрішніх справ, 2013. – С. 96–98.

<sup>272</sup> Кравчук В., Прем'єрова О. Ринок карткових платежів в Україні: Міжнародний досвід та національне регулювання / Аналітичний звіт. – К.: АДЕФ-Україна, 2012. – 60 с. Електронний ресурс. – Режим доступу: [http://shorn.chtyvo.org.ua/Premier ova Olena/Rynok kartkovykh platezhiv Ukrainy Mizhnarodnyi dosvid ta nations alone rehulivannia.pdf](http://shorn.chtyvo.org.ua/Premier%20ova%20Olena/Rynok%20kartkovykh%20platezhiv%20Ukrainy%20Mizhnarodnyi%20dosvid%20ta%20natsionalne%20rehulivannia.pdf)

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

---

Слід також зазначити, що оцінити нинішній стан державно-приватної взаємодії в Україні досить складно. Наприклад, щодо ДПП, то офіційна систематизована інформація фактично відсутня, крім даних Світового банку та Міністерства економічного розвитку та торгівлі України, що перешкоджає об'єктивній оцінці. Так, відповідно до даних Світового банку найменш популярними моделями в Україні є концесії, а за даними Міністерства економічного розвитку та торгівлі України найпоширенішою формою співробітництва між державним та приватним секторами залишається концесія. Безумовно, подібні оцінки не можуть слугувати основою розробки ефективної моделі співпраці органів влади та приватних партнерів.

Вище в монографії вже зазначалися необхідність та переваги врахування при реалізації державної політики очікувань та настроїв усіх економічних агентів, зокрема такого напряму поведінкової економіки, як лібертіанський патерналізм, ідеї якого активно використовуються в окремих країнах світу. Підсумовуючи, слід зазначити про те, що для максимального використання зусиль і можливостей співпраці держави і приватного сектора та їх трансформації у динамічний поступальний розвиток національної економіки існує потреба системного підходу для збалансування індивідуальних, корпоративних і суспільних інтересів у межах оновленої системи державно-приватної взаємодії. Механізм державно-приватної взаємодії не зводиться ні до механізму регулювання, ні до механізму державно-приватного партнерства. Тільки інтеграція цих та інших форм співпраці дозволяє найбільш об'єктивно відобразити процеси державно-приватної взаємодії. Остання має ґрунтуватися на врахуванні внутрішніх і зовнішніх факторів, що її визначають, відповідних моніторингу й законодавчому забезпеченню, та поширюватися одночасно як на реальний, так і на фінансовий сектори економіки.

### **2.11. Інтеграція українського ринку боргових цінних паперів у світовий фінансовий простір**

На сьогодні в Україні рівень розвитку ринку боргових цінних паперів залишається далеким від досконалості. Фактична відсутність ефективно діючої інфраструктури, яка забезпечує акумулювання капіталу для інвестицій у виробничу і соціальну сфери та сприяє раціональному розміщенню фінансових ресурсів, не дає можливості ефективно

управляти господарською діяльністю і конкурентно оцінювати вартість виробничих ресурсів. Недосконала система обліку прав власності на майно у поєднанні із відсутністю загальнонаціональних ринків основних ресурсів виробництва робить українську продукцію неконкурентною, а українські підприємства – збитковими.

Незадовільний стан українського ринку корпоративних боргових цінних паперів має негативні наслідки для України не тільки через зниження обсягу інвестицій, але й безпосередньо впливає на діяльність держави як емітента власних зобов'язань та найбільшого власника корпоративних цінних паперів. Складність визначення справедливої ціни на цінні папери поза функціонуючим фондовим ринком може призвести до збитків держави у випадку продажу пакетів цінних паперів. Відзначається загрозлива тенденція зростання кількості правопорушень щодо обліку прав власності<sup>273</sup>.

Державний апарат управління ринком цінних паперів, який існує на сьогодні, є розвинутою мережею, яку очолює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. За роки діяльності комісії фондовий ринок зазнав істотних змін на краще, однак, враховуючи той факт, що ринок цінних паперів є системою з властивими йому миттєвими динамічними змінами, періодично виникають питання, що потребують оперативного вирішення, однак це є практично неможливим у системі державного апарату управління. Світовий досвід показує, що державі доцільно передавати саморегулювальним організаціям учасників фондового ринку ряд повноважень, зокрема функції оперативного контролю за учасниками ринку та деякі інформаційні функції. Одним із найважливіших державних завдань на сучасному етапі є освітньо-просвітницькі програми серед широких мас населення щодо діяльності на фондовому ринку. Адже навіть у країнах з давніми традиціями ринку цінних паперів держава приділяє значну увагу розвитку інвестиційної культури населення.

Позитивним фактором для розвитку ринку корпоративних боргових цінних паперів України є те, що міжнародні рейтингові агентства Moody's та Standard & Poor's нещодавно змінили методику рейтингування й тепер готові виставляти корпоративним позичальникам оцінки вищі, ніж країнам їх походження.

---

<sup>273</sup> Фондовий ринок України: законодавче регулювання: практичний посібник/ М. О. Бурмака, В. В. Посполітак, Д. С. Бутенко та ін. – 2-е вид., перероб. та доп.. – К.: АДС УМКЦентр, 2005. – 559 с.

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

---

Характерною ознакою світових економічних відносин на сучасному етапі стає інтенсивний розвиток процесів глобалізації, що супроводжується залученням національних економічних систем у світову господарську систему. В умовах розвитку процесів фінансової глобалізації посилення взаємодії національних економік з міжнародними ринками капіталу є цілком об'єктивним та закономірним процесом. Більше того, на сучасному етапі міжнародних фінансових відносин соціально-економічний розвиток багатьох країн визначається не стільки суто внутрішніми факторами, скільки їх поєднанням із факторами глобального масштабу. Зростаюча взаємозалежність країн, інтенсифікація міжнародного обміну товарами, послугами і капіталом веде до появи принципово нових тенденцій у сфері фінансових відносин. Тому стратегічно важливим напрямом стає розробка ефективної національної політики у сфері фінансів з урахуванням необхідності інтеграції країн у світову спільноту як рівноправних учасників глобального ринкового процесу. Важливим завданням, що постає на сьогодні перед Україною, є визначення оптимальних шляхів та механізмів підвищення ефективності такої взаємодії з одночасною мінімізацією ризиків для національної економічної безпеки. Адже процеси глобалізації та лібералізації міжнародних фінансів набувають настільки інтенсивного та всеохоплюючого характеру, що неприєднання до глобальної фінансової системи та недотримання визначених нею правил означатиме економічну ізоляцію для будь-якої країни, що неминуче загрожує її економічному та соціальному розвитку.

Фінансова глобалізація стала основою для утворення міжнародного ринку капіталів, економічна сутність і роль якого полягає в перерозподілі ресурсів у глобальному масштабі. На сьогодні фінансові ринки усіх розвинених країн, а також деяких країн, що розвиваються, включають міжнародні відгалуження. Нерезиденти мають право купувати цінні папери на національних ринках, а деякі емітовані в даній країні цінні папери можуть бути об'єктом паралельних випусків в іноземних фінансових центрах чи котируватися на їх вторинних ринках. Нові електронні банківські технології значно збільшують можливості міжнародного ринку капіталів, надаючи учасникам точну миттєву інформацію про стан фінансових ринків будь-яких країн і дозволяючи опрацьовувати дані у швидкісному режимі. З розвитком фінансової глобалізації національні фінансові ринки все більш інтенсивно інтегруються у єдиний світовий фінансовий простір.

Починаючи з 1990-х рр. у світі спостерігалось постійне збільшення швидкості інтеграційних процесів в економіці. У фінансовій сфері відбувалося прискорення концентрації та збільшення потужності фінансових установ. До процесів злиття японських, американських та європейських банків підключилися компанії-торговці цінними паперами та інвестиційні компанії<sup>274</sup>.

Одночасно зі злиттям фінансових організацій відбувалося об'єднання фінансових ринків, що стало можливим за рахунок впровадження нових інформаційних технологій. Поява електронних ринків зруйнувала патріархальні уявлення про біржі «з голосу» і дозволила цілодобово здійснювати торгівлю цінними паперами на ринках усього світу. Ці об'єднання супроводжувалися також злиттям систем виконання угод та привели до появи двох інтернаціональних депозитаріїв. Зростання обсягів міжнародної торгівлі борговими цінними паперами є одним з наслідків фінансової глобалізації та приводить до збільшення кількості інструментів і видів послуг на ринку цінних паперів одночасно із удосконаленням ринкової інфраструктури, збільшенням прозорості та ефективності ринку. Фінансова глобалізація сприяє розвитку ринків цінних паперів окремих країн та вдосконаленню фінансової системи в цілому, зокрема, посиленню конкуренції, адаптації національних стандартів фінансової звітності до міжнародних, розширенню асортименту фінансових послуг, запровадженню нових технологій. Країни, що розвиваються, отримують доступ до більших обсягів капіталу на міжнародному ринку цінних паперів порівняно з національним.

В Україні в період переходу до ринкової економіки, в умовах фінансової неспроможності держави здійснювати капітальні вкладення та фінансувати пріоритетні галузі економіки, незабезпеченості вітчизняних підприємств власними фінансовими ресурсами та недостатньої розвиненості кредитного ринку, великі надії покладаються на надходження фінансових ресурсів із зовнішніх джерел, що може бути забезпечене за рахунок продажу боргових цінних паперів нерезидентам. Адже країни з перехідною економікою не здатні вийти з економічної кризи без залучення іноземних інвестицій, що відіграють роль інструменту активізації

---

<sup>274</sup> Кузнєцова Н. Ринок цінних паперів в Україні: Правові основи формування та функціонування/ Наталія Кузнєцова, Ігор Назарчук. – К.: Юрінком Інтер, 1998. – 525 с. – С. 275–277.



## Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку

інвестиційних процесів, дозволяючи не лише досягти короткострокового економічного зростання, але й закласти основу для довгострокових перспектив у розвитку національної економіки.

Об'єктивною ознакою фінансової глобалізації є виникнення міжнародного ринку боргових цінних паперів, поява нових фінансових послуг та інструментів, які відповідають сучасним вимогам розвитку фінансових відносин, здатні обслуговувати зростаючі міждержавні фінансові потоки та забезпечити включення великої кількості країн до світового фінансового простору. Поява так званого євроринку й пов'язаних з ним євровалют та євроінструментів, а також надзвичайне збільшення обсягів операцій з ними є свідченням взаємної інтеграції фінансових ринків, що супроводжує процес фінансової глобалізації

<sup>275</sup>

На думку багатьох експертів, поняття євроринку є досить умовним, оскільки більшість угод на ньому здійснюється через фінансові центри Лондона, Гонконгу, Сингапуру, деяких країн Карибського регіону, а також, меншою мірою, Нью-Йорка та Токіо. Для того, щоб зрозуміти можливості євроринку, досить навести дані про те, що обсяг угод на ньому за всіма видами боргових зобов'язань сягає 1,2 трлн доларів США на квартал, що значно перевищує обсяги внутрішнього ринку будь-якої країни. Основним завданням євроринку є ресурсне та інструментальне забезпечення міжнародного ринку капіталів, зокрема позичкового ринку.

Для зарубіжних інвесторів перевагою ринків цінних паперів країн, що розвиваються, порівняно з ринками розвинених країн, є спекулятивні можливості, тобто можливості швидкого отримання високих прибутків. Серйозні закордонні інвестори виявляють обережність до ринків пострадянських країн, не поспішають здійснювати довгострокові й значні за розміром грошові вкладення. Саме це зумовлює підвищену чутливість фондових ринків країн із перехідною економікою до загальносвітової фінансової кон'юнктури, породжує залежність їх стану від мобільності фінансових ресурсів іноземних інвесторів. Основним мотивом іноземного інвестування на вітчизняному фондовому ринку виступає можливість отримання значно вищого прибутку,

---

<sup>275</sup> Буй Т. Г. Розширення можливостей фінансування розвитку корпорацій шляхом випуску боргових цінних паперів // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – № 5. – С. 190–197.

ніж на фондових ринках розвинених країн. Зокрема, придбання корпоративних облігацій українських емітентів є вигідним для іноземних інвесторів внаслідок суттєвого розриву між рівнями процентних ставок на міжнародному та на українському ринках капіталу. Зокрема, відсоткові ставки за українськими корпоративними облігаціями становлять не менше 8–10 % річних, тоді як базова 12-місячна ставка LIBOR у доларах США є майже у 10 разів меншою.

У зв'язку з поглибленням процесу інтернаціоналізації ринків боргових цінних паперів важливу роль у законодавчому регулюванні національного ринку цінних паперів відіграють міжнародні правові акти – договори, конвенції, угоди, укладені міжнародними організаціями та фінансовими інститутами у сфері розвитку, функціонування та регулювання ринку цінних паперів. Участь України в укладанні таких актів сприяє подальшій інтеграції держави в міжнародні ринки капіталів. Зокрема, співробітництво Української фондової біржі з Організацією французьких бірж і Національним депозитарієм Франції дало можливість у короткий термін створити Центральний депозитарій при Українській фондовій біржі і ввести в дію систему електронного обігу цінних паперів. Результативною є робота з Організацією сприяння розвитку фондових і фінансових ринків Східної і Центральної Європи (Німеччина), Об'єднанням німецьких фондових бірж і Франкфуртської фондової біржі. Українська фондова біржа співпрацює з Федерацією європейських фондових бірж, Нью-Йоркською, Чиказькою, Афінською, Будапештською, Празькою, Варшавською, Братиславською, Литовською, Російською, Токійською, Кореїською фондовими біржами. Це співробітництво на сьогодні має здебільшого характер інформаційного обміну та обміну досвідом, на який варто спиратися при подальшому розвитку ринку цінних паперів в Україні<sup>276</sup>.

Використання боргових цінних паперів на міжнародному фінансовому ринку надає численні переваги потенційним позичальникам та фінансовому ринку в цілому, а саме:

– можливість довгострокового залучення коштів при нестачі довгострокових фінансових ресурсів всередині країни;

---

<sup>276</sup> Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку: монографія / І. О. Лютий, Т. В. Грищенко, О. В. Любка та ін.; за заг. ред.: І. О. Лютого: Київський нац. ун-т ім.Т. Г. Шевченка. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 431 с.

## **Розділ 2. Регулятивний потенціал фінансового ринку як фактор реалізації завдань соціально-економічного розвитку**

---

- нижча ціна ресурсів, що залучаються за допомогою європаперів порівняно з інструментами на внутрішніх фінансових ринках;
- можливість розміщення похідних фінансових інструментів на базі євробов'язань;
- можливість вибору конкретного інструменту, що найкраще відповідає можливостям та потребам позичальника;
- підвищення ліквідності світового фінансового ринку;
- диверсифікація ризиків емітентів та інвесторів внаслідок збільшення кількості потенційних партнерів;
- вихід на міжнародний ринок забезпечує можливість додаткового залучення іноземних інвестицій за допомогою боргових цінних паперів.

Перелічені вище переваги свідчать про те, що широке застосування міжнародних фінансових інструментів, і в першу чергу боргових цінних паперів українськими емітентами є надзвичайно актуальним в умовах обмеженості внутрішніх фінансових ресурсів в Україні, відсутності можливості перерозподілу акціонерного капіталу та нагальної потреби українських підприємств в оновленні основних коштів й поповненні обігових коштів. На рівні підприємства повномірне застосування різноманітних боргових фінансових інструментів дозволяє без втрати контролю над підприємством залучити необхідні для розвитку позикові кошти, на рівні держави – знизити ціну державних запозичень, що сприятиме розвитку вітчизняної економіки в цілому.

## **РОЗДІЛ 3**

# **РЕГУЛЯТОРНІ МЕХАНІЗМИ НАКОПИЧЕННЯ ЯКІСНИХ ЕЛЕМЕНТІВ У ФУНКЦІОНУВАННІ ОКРЕМИХ СЕГМЕНТІВ ФІНАНСОВОГО РИНКУ**

### **3.1. Превентивні заходи регулювання кредитних послуг банків для корпоративних позичальників**

Сегмент фінансового ринку, на якому відбувається реалізація кредитних послуг для корпоративних позичальників, з одного боку, займає особливе місце, адже корпоративні клієнти – основа реального сектора економіки, однак з іншого – є визначальним у контексті виникнення дисбалансів. Можливість отримати доступні та якісні кредитні послуги визначають ефективність взаємодії фінансового та реального сектора.

У зв'язку з цим особливої актуальності набуває процес регулювання банківських кредитних послуг. Він повинен ґрунтуватися на основі заходів мінімізації ризиків у поєднанні з максимально можливим задоволенням попиту на такі послуги.

Сучасний стан банківської системи загалом, та кредитування, зокрема, став яскравою ілюстрацією незахищеності її від внутрішніх та зовнішніх загроз. Саме тому, необхідним є побудова адекватного середовища функціонування цієї системи, де діятимуть захисні бар'єри.

Застосування превентивних заходів – перший крок у переході діючої системи регулювання до ризикоорієнтованої. Дослідження першоджерел виникнення ризиків, що супроводжують реалізацію будь-яких фінансових послуг, – основний етап побудови такої системи. Для обґрунтування необхідності застосування превентивних заходів регулювання доцільно проаналізувати доступність та якість реалізації кредитних послуг банків для корпоративних позичальників.

Кризовий період розвитку економіки актуалізує питання диверсифікації кредитних послуг банків, адже саме в умовах дефіциту ресурсів важливим є відновлення кредитування та його спрямування в найбільш вигідні в глобальному розумінні русла. Саме це могло б слугувати поштовхом до відновлення економіки та сприяти переходу до інвестиційно-інноваційної моделі функціонування економіки України. Попри всі впроваджені Національним Банком України заходи ситуація залишається

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

проблемною: кредитування нефінансових корпорацій фактично призупинено, не зважаючи на зростаючий попит на кредитні послуги, банки не в змозі кредитувати потреби реального сектора, тим самим гальмуючи його відновлення. Основними причинами цього є недостатність капітальної бази та високі ризики, що продовжують накопичуватись у банківській системі<sup>277</sup>. Так, у 2015 році частка прострочених кредитів серед кредитних послуг, наданих корпоративним позичальникам, досягла майже 20 % (таблиця 3.1). Особливо стрімке зростання проблемної заборгованості за кредитами серед нефінансових корпорацій спостерігалось саме в 2014–2015 рр., і в абсолютному значенні зросла на 66 226 млн грн. Варто зазначити, що різке зростання прострочених банківських кредитів відбувалося в кризових умовах, що ускладнювались значною девальвацією гривні, зниженням капіталізації банків через необхідність формувати значні резерви за активними операціями.

Таблиця 3.1

#### Обсяги прострочених банківських кредитів корпоративним позичальникам у 2008–2015 рр.\*

Роки	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Показник</b>								
Обсяги наданих кредитних послуг (млн грн)	443665	462215	500961	575545	605425	691903	778841	817375
Обсяги прострочених кредитів (млн грн)	10286	52383	65576	54749	51962	51427	95324	161550
Частка прострочених кредитів у загальній кількості (%)	2,3	11,3	13,1	9,5	8,6	7,4	12,2	19,7

*Джерело.* Складено автором за даними Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Statist/elbul.htm>

Джерелом для кредитування корпоративних позичальників банку більшою мірою є залучені банківські ресурси. О. Лаврушин визначає

<sup>277</sup> Vergeliuk Y. Y. Introduction of standards of the Basel Committee as a factor of bank credit services development / Y. Y. Vergeliuk / European applied science. – 2. – 2013. – С.78–80.

ресурси банків як сукупність власних і залучених коштів, що є у їхньому розпорядженні, та використовується для проведення активних операцій<sup>278</sup>. Складовою частиною банківських ресурсів є запозичені ресурси. Проте можливості банківського забезпечення фінансових потреб економіки залежать від обсягів власних та залучених коштів банків. Ресурсний потенціал банку має бути достатнім для забезпечення кредитних, інвестиційних та інших операцій банку<sup>279</sup>. Таким чином, на сьогодні чітко окреслились гострі суперечності між зростанням ролі вкладів як джерел ресурсів банків, з одного боку, та зниженням привабливості банківських депозитів як способу збереження і примноження заощаджень, з іншого боку. Безумовно, значною мірою вказані суперечності лежать у площині загальної нестабільності в Україні<sup>280</sup>.

Визначальними орієнтирами розвитку банківської системи України є її векторна направленість у світову фінансову систему, що являється наслідком поглиблення глобалізаційних процесів. Підтвердженням цьому стала світова фінансова криза, наслідки якої присутні у фінансовій та економічній сферах і досі. Саме тому, превентивні заходи регулювання кредитних послуг повинні орієнтуватись не лише на стан фінансового ринку країни, а бути адаптованими до світових норм. Бо лише такі заходи дозволять побудувати стійку до загроз систему регулювання.

Так, сьогодні система державного регулювання банківської системи передбачає застосування захисних (протекційних) заходів та попереджувальних (превентивних) заходів. Останні передбачають використання функціональних та інституційних норм. У контексті глобалізаційних процесів на фінансовому ринку варто приділити увагу саме попереджувальним заходам. У дослідженнях американських науковців, зокрема Д. Нойбергер, зазначено, що превентивні заходи регулювання є першочерговим бар'єром, адже в разі виникнення кри-

---

<sup>278</sup> Банковское дело: учебник / под. ред. Лаврушина О. И. – М.: Кнорус, 2009. – 768с. – С. 200.

<sup>279</sup> Коваленко В. В. Функціональна достатність ресурсного потенціалу банків: методи оцінювання та напрями забезпечення: монографія / В. В. Коваленко, Ж. І. Трояник. – К.: УБС НБУ, 2010. – 158 с.

<sup>280</sup> Вядрова І. М. Формування ресурсної бази банків на основі заощаджень населення: теоретичні аспекти та українські реалії / І. М. Вядрова, І. О. Добровольська // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.business-inform.net/pdf/2015/9\\_0/301\\_307.pdf](http://www.business-inform.net/pdf/2015/9_0/301_307.pdf).

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

зових явищ спочатку спрацьовують саме вони, а аж потім застосовуються протекційні заходи<sup>281</sup>. До таких заходів науковець відносить: вимоги до власного капіталу, ліквідності та диверсифікації, надання інформації, заборону певних видів банківських операцій, інструкції щодо звітності, ліцензійні умови.

Так, досліджуючи концептуальні засади побудови багаторівневої системи антикризового управління банківською діяльністю, Леонов С. В. зазначає, що саме превентивне регулювання спрямоване на недопущення та попередження кризових явищ у банківській системі<sup>282</sup>. Впровадження в Україні вимог Базельського комітету більшою мірою стосується превентивних заходів регулювання, а також слугує засобом адаптації вітчизняної банківської системи до вимог, що диктують глобалізаційні процеси та є чинником убезпечення від ризиків для забезпечення диверсифікації кредитних послуг банків.

У зв'язку із фінансовою кризою 2008–2009 рр. Базельським комітетом було прийнято рішення про прийняття двох основних документів (далі Базель III) з метою підвищення фінансової стійкості банківських систем, зокрема:

1. «Базель III: Загальні регуляторні підходи щодо підвищення стійкості банків та банківських систем»<sup>283</sup>.

2. «Базель III: Міжнародні підходи щодо вимірювання ризику ліквідності, стандартів та моніторингу»<sup>284</sup>.

Запропоновані зміни носять масштабний характер, які можна згрупувати за такими напрямками<sup>285</sup>:

---

<sup>281</sup> Neuberger D. *Mikroökonomik der Bank*. – München: Verlag Vahlen, 1998. – 240 S.

<sup>282</sup> Леонов С. В. Концептуальні засади побудови багаторівневої системи антикризового управління банківською діяльністю / Леонов С. В., Афанасьєва О. Б. // *Ефективна економіка*. – №5. – 2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=567>.

<sup>283</sup> Basel Committee on Banking Supervision. *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking system*. – Bank for International Settlements, December 2010 (rev. June 2011) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>.

<sup>284</sup> Basel Committee on Banking Supervision. *Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*. – Bank for International Settlements, December 2010 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bis.org/publ/bcbs188.pdf>.

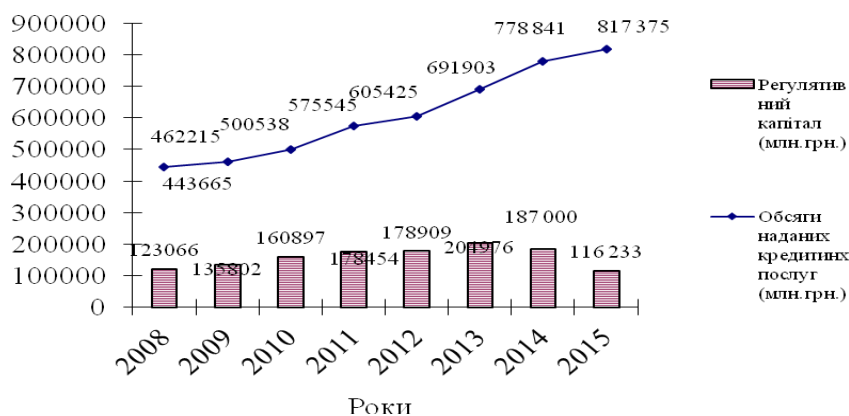
<sup>285</sup> Шпачук В. В. «Базель III»: етапи впровадження та методика оцінки / В. В. Шпачук // *Державне управління: удосконалення та розвиток* [Електронний

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

- підвищення якості та розміру капіталу;
- нові стандарти управління ліквідністю, підвищення покриття короткострокової ліквідності;
- підвищення стабільного довгострокового фінансування;
- повномасштабне охоплення ризиків та покриття ризиків;
- регулювання системних фінансових інститутів.

Роль фінансового ринку у перерозподілі фінансових ресурсів є провідною, саме тому вирішення проблем, пов'язаних із задоволенням потреб суб'єктів ринку у кредитних послугах, є дуже важливим. Застосування превентивних заходів регулювання дозволяють диверсифікувати кредитні послуги, при цьому ризики залишаються на допустимому рівні. Проведений аналіз засвідчує, що диверсифікація кредитних послуг банків відбувається з високими ризиками, або є недостатньою. Оптимізація цього процесу можлива при використанні саме превентивних заходів регулювання.

Розглянемо напрями та зміни, що найбільше сприятимуть диверсифікації кредитних послуг банків в Україні. Зокрема, зупинимось на запропонованих заходах, що спрямовані на підвищення якості та розміру капіталу.



**Рис. 3.1. Динаміка кредитів корпоративним позичальникам та регулятивний капітал банків України в 2008–2015 рр.**

Джерело: складено автором за даними Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Statist/elbul.htm>

\*\*Обсяги наданих кредитних послуг у 2015 р станом на 01.10.2015 р.



### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

Дані діаграми відображають динаміку кредитних послуг та обсягів регулятивного капіталу. Спостерігається позитивна динаміка наданих кредитних послуг, хоча приріст не значний. Так, у 2009 р. обсяги зросли на 4 %, у 2010 р. – на 8 %, у 2011 р. – на 15 %, у 2012 р. – на 5 %, у 2013 р. – на 14 %, у 2014 р. – на 12,6 %, у 2015 р. – на 5,0 %. Незначне зростання кредитів у 2015 р. є свідченням призупинення кредитування банками нефінансових корпорацій, що проявлялось в їх високій вартості та недоступності. Незважаючи на це частка кредитних послуг корпоративним позичальникам в загальних активах банківської системи залишається на рівні близько 50–60 % (таблиця 3.2), що є свідченням наявності більш вигідних пріоритетів при розміщенні банківських активів. Проте 2013 рік відзначився зниженням показника до 47,1 %. Пріоритетним у період посткризового відновлення вважається саме реальний сектор економіки, тому необхідним є спрямування ресурсів саме у цей сектор.

Що ж до достатності регулятивного капіталу, то тут також спостерігається позитивна динаміка до 2011 р., коли норматив достатності регулятивного капіталу знизився на 9,3 %. Така тенденція збереглася і у 2012 році – показник знову знизився на 4,4 %. Лише в 2013 р. спостерігалось незначне підвищення показника. 2015 рік відзначився значним падінням показника до 11,13 %.

Таблиця 3.2

#### Показники функціонування банківської системи України у 2008–2015 рр.

Роки	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Показник</b>								
Активи банків України	926086	880302	942088	1054280	1127192	1278095	1316852	1275359
Обсяги наданих кредитних послуг корпоративним позичальникам (млн грн)	443665	462215	500538	575545	605425	691903	778841	817375
Частка наданих кредитних послуг в активах, %	47,9	52,5	53,1	54,6	53,7	47,1	59,1	64,1
Регулятивний капітал	123066	135802	160897	178454	178909	204976	188949	116233

Норматив достатності регуляторного капіталу, Н2	14,01	18,08	20,83	18,90	18,06	18,26	15,60	11,13
---	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

*Джерело: складено автором за даними даними Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Statist/elbul.htm>*

Обсяг та достатність регулятивного капіталу слугує своєрідним індикатором рівня капіталізації банківської системи, що, в свою чергу, є фактором диверсифікації кредитних послуг. У цьому контексті доцільно розглянути рекомендації Базеля III. Запропонований Базельським комітетом підхід до визначення достатності капіталу мав такі основні переваги: простота; універсальність – може бути застосований банками різних типів; сприяє відмові від надмірного нарощування кредитів при мінімальному капіталі, перевага не обсягу кредитного портфеля, а його якості; дає можливість враховувати ризики позабалансових зобов'язань; дає змогу порівнювати банківські системи різних країн<sup>286</sup>.

Вимоги Базеля III є своєрідним доопрацюванням попередніх вимог (Базеля II). Так, передбачається поступове збільшення вимог до капіталу першого рівня. Зокрема, передбачається формування його лише із акцій та нерозподіленого прибутку, в свою чергу показник капіталу першого рівня повинен бути збільшений із 4 % до 6 %.

Ще однією вимогою є створення Контр-циклічного буферу капіталу (Countercyclical buffer), що дасть змогу підготувати своєрідний резерв під час стабільності економіки і використати під час розгортання кризових явищ. Досвід минулої кризи став причиною розробки такого заходу. Акцент, у цьому випадку робиться на тому, що негативні явища в реальному секторі здатні сколихнути стабільність банківської системи і ще сильніше сколихнути фінансовий сектор. Йдеться про забезпечення банківської системи з огляду на циклічність економіки в контексті інтенсивності кредитування, бо особливо негативний

<sup>286</sup> Коваленко В. В. Достатність капіталу банківської системи в умовах циклічного розвитку економіки / В. В. Коваленко, Д. С. Гайдукович // Стратегічні пріоритети. – 2014. – № 1 (30). – С. 48–58.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

ефект буде спостерігатися за тих самих умов і якщо попередній період характеризувався надмірною кредитною активністю.

Створення контр циклічного буферу капіталу дозволить певною мірою регулювати диверсифікацію кредитних послуг. Так, «консервуючи» кошти в спеціальному фонді, пропозиція кредитних послуг зменшується, при цьому економіка убезпечується від надмірного кредитування економіки, адже орієнтиром тут слугує ВВП. Коли ж ситуація в країні стабільна, а відношення кредитів до ВВП перевищує показник тренду на певний рік менше ніж на 2 %, то буфер капіталу в такому випадку не створюється.

Мінімальні вимоги до капіталу залишаються на рівні 8 % з урахуванням нового буфера капіталу. Причому в загальному капіталі розмір капіталу першого рівня (основний капітал) повинен становити 6 %, а капітал другого рівня (додатковий) – не більше 2 %. Таким чином змінюються акценти у структурі капіталу. Основний капітал, згідно з вимогами Базеля III повинен утричі перевищувати додатковий<sup>287</sup>.

Крім Контр-циклічного буферу капіталу, згідно з новими вимогами, необхідним є створення Буферу збереження капіталу. (Capital conservation buffer), розмір якого становитиме 2,5 % активів, зважених на ризик. Особливістю цього буферу є те, що в період стабільності економічної ситуації розмір його формується поверх існуючого мінімального розміру капіталу першого рівня, а під час кризи може зменшуватись, але лише в межах своїх розмірів. Тому разом із Буфером збереження капіталу власний акціонерний капітал повинен становити 7 %, на сьогодні ця вимога становить 2 %. Отже, очікується його збільшення більш ніж у три рази.

Перепоною для впровадження в банківську систему таких вимог є складність розрахунків та відсутність єдиної системи обліку ресурсів банківських систем у різних країнах. Дані таблиці 3.2 свідчать про те, що регулятивний капітал порівняно із пасивами, які формуються із залучених ресурсів, є незначним, що дає можливість банку оперувати саме залученими ресурсами, при цьому підтримувати рівень регулятивного капіталу на достатньому рівні. Тому збільшення вимог до регулятивного капіталу в Україні є об'єктивно правильним, адже сприятиме та пришвидшуватиме капіталізацію банків, тим самим

<sup>287</sup> Міщенко В. Базель III: нові підходи до регулювання банківського сектора / В. Міщенко, А. Незнамова // Вісник НБУ. – 2011. – № 1. – С. 4–9.

стимулюючи диверсифікацію кредитних послуг. Звичайно, впровадження рекомендацій Базеля III щодо капіталу витіснить малі банки із ринку, сприятиме монополізації ринку, адже не всі банки зможуть дотримуватись таких високих вимог через відсутність фінансового забезпечення цього процесу. Тим не менш, для України в сучасних умовах такі наслідки матимуть позитивний вплив, адже «очистять» банківську систему від нестабільних фінансових установ та банків, що створювались як інструмент обслуговування окремих підприємств, тим самим порушуючи справедливу конкуренцію.

Ще одним важелем Базеля III є зосередження макропруденційного нагляду на системоутворюючих банках, критерії визначення яких також розміщені в вимогах Базельського комітету. Що до таких банків передбачено застосування підвищених вимог не лише з боку капіталу, а й зі сторони підвищення рівня контролю за його діяльністю з боку державних органів. Кредитним обслуговуванням корпоративного сектора в Україні займаються великі банки, що актуалізує питання.

Для уніфікації інструментів та показників оцінки рівня достатності капіталу та ризиків також було запропоновано застосування показника левериджу, що визначається як відношення капіталу першого рівня згідно новими вимогами (вказано вище) до сукупної суми сукупних активів. Норматив показника складає 3 %. Регулярний моніторинг даного показника, а також із 2013 року встановлення його як обов'язкової до виконання вимоги, дасть змогу членам комітету проаналізувати його дотримання банками та у 2017 році ввести остаточні поправки що до цього показника.

Крім коефіцієнта левериджу, запропоновано ще 2 показники<sup>288</sup>: коефіцієнт чистого стабільного фінансування, який характеризує наявність довгострокових стабільних джерел фінансування і розраховується на один рік, та коефіцієнт ліквідного покриття.

Базельським комітетом встановлено, що недооцінка кредитного ризику стає причиною необхідності вдосконалення та уніфікації існуючих систем оцінки ризиків. Банкам рекомендовано визначати так званий ризик неправильного шляху (*wrong-way risk*), який поділяється на загальний, коли вірогідність дефолту контрагента корелює з

---

<sup>288</sup> Міщенко В. Базель III: нові підходи до регулювання банківського сектора / В. Міщенко, А. Незнамова // Вісник НБУ. – 2011. – № 1. – С. 4–9.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

загальноринковою ситуацією, і специфічний, коли ризик дефолту залежить від характеру операцій банку з цим контрагентом. Менеджменту банків рекомендовано визначати ризик неправильного шляху на основі моніторингу продуктових, галузевих та регіональних ризиків і постійно інформувати наглядову раду про тренди цих ризиків<sup>289</sup>.

Зрозумілим є те, що диверсифікація кредитних послуг банків можлива за умови усунення стримуючих факторів та створення сприятливої ситуації. Саме тому стратегічні напрями розвитку реального та фінансового секторів повинні збігатися із загальнодержавними програмами та стратегіями. На шляху євроінтеграції банківська система України також повинна відображати свою адаптацію до європейських вимог, що можливо лише за умови дотримання вимог Базельського комітету із банківського регулювання та нагляду. Що ж до реального сектора економіки, який на сьогоднішній день перебуває в кризовому стані, то необхідним є створення умов його кредитування в достатніх обсягах. У контексті вимог, що ставляться перед банківською системою, цього пожвавлення можна досягти шляхом адаптації цих вимог до умов України, а саме:

- визначення стратегічних пріоритетів розвитку України;
- реформації органів виконавчої влади таким чином, щоб забезпечити реалізацію превентивних заходів, запропонованих Базельським комітетом;
- реформування та вдосконалення діючих механізмів та інструментів грошово-кредитного регулювання, відповідного законодавчого відображення цих процесів;
- усунення різких диспропорцій між рівнем розвитку реального та фінансового секторів за участі державної підтримки.

Відповідно до результатів емпіричних досліджень, які здійснені західними експертами, передбачені програмою Базель III заходи щодо підвищення стандартів банківського капіталу, введення коефіцієнтів ліквідності, а також прийняття більш жорстких нормативів капіталу для великих міжнародних банків призведуть до зниження темпів зростання ВВП. Але, натомість, нові правила можуть сприяти підвищенню

---

<sup>289</sup> Брегеда О. Розвиток вимог Базельського комітету щодо міжнародних стандартів банківської діяльності / О. Брегеда, С. Савлук // Вісник НБУ. – 2010. – № 12. – С. 3–7.

стійкості світової економіки та зниженню ймовірності виникнення банківських криз<sup>290</sup>.

Відновлення кредитування реального сектора економіки через впровадження вимог Базельського комітету стане можливим за умов їх адаптації до законодавства України та умов функціонування банківського сектора. Поки повною мірою не виконуються навіть вимоги Базеля II. Зокрема, системоутворюючі банки України, що можуть бути визначені за допомогою запропонованих методик у поєднанні із визначенням стратегічно важливих галузей економіки, можуть створювати своєрідні фінансові комплекси, що через співпрацю із інститутами розвитку забезпечать кредитування потреб відновлення та модернізації економіки.

Запропоновані вимоги щодо формування капіталу першого рівня, а також утворення Контр-циклічного буферу капіталу та Буферу збереження капіталу для банків, що беруть на себе зобов'язання кредитувати галузі реального сектора економіки, отримуватимуть державну підтримку в частинах формування додаткових резервів для відповідних буферів у період посткризового відновлення економіки. Лише за умови державної підтримки ці заходи стануть стимулом для диверсифікації кредитних послуг.

Для успішного впровадження описаних вимог та їх реалізації як чинників диверсифікації кредитних послуг потрібен довгий період. Базельським комітетом його визначено із 2013 по 2019 роки. На початкових етапах його застосування можлива шокова реакція деяких елементів банківської системи, що спричинить припинення діяльності деяких банківських установ та здороження кредитних послуг. Але такий ефект може бути лише на початку, в довгостроковій перспективі очікується позитивний ефект.

Відповіддю світової спільноти на виклики тенденцій розвитку міжнародної фінансової сфери, зокрема кризові явища та фактори, що їх спричиняють, Базельським комітетом із банківського нагляду у грудні 2010 року було прийнято рішення про впровадження ряду заходів, спрямованих на: підвищення якості та адекватності капіталу банківської системи, створення можливості реагування на циклічні

---

<sup>290</sup> Коваленко В. В. Достатність капіталу банківської системи в умовах циклічного розвитку економіки / В. В. Коваленко, Д. С. Гайдукович // Стратегічні пріоритети. – 2014. – № 1 (30). – С. 48–58.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

коливання економіки, впровадження нових стандартів управління ліквідністю та ризиками банківської системи.

Можливості диверсифікації кредитних послуг банків, яка розглядається як розширення асортименту та об'єму кредитних послуг, що забезпечує оптимальне співвідношення між позитивним макроекономічним ефектом від кредитування та рівнем ризику, значно розширюються за умови ефективного використання превентивних заходів регулювання. Звичайно, підвищення вимог щодо капіталізації банків, збільшення ролі акціонерів у формуванні капіталу першого рівня створить передумови для безпечної диверсифікації кредитних послуг банків. Створення буферів контр-циклічного капіталу та збереження капіталу слугуватиме інструментом зниження кредитних ризиків. А поєднання цієї новації із державною підтримкою дозволить каталізувати розвиток пріоритетних секторів економіки, при цьому підтримка системоутворюючих банків вбереже від негативного ефекту бумерангу між реальним та фінансовим секторами, що мають місце в кризові та посткризові періоди. Уніфікація показників ліквідності та левериджу дасть змогу поліпшити систему моніторингу за діяльністю банківських установ.

Отже, на сьогодні існуюча система кредитного регулювання носить проциклічний характер, що проявляється в ігноруванні та заниженні оцінок ризиків у період підйому та їх завищенні в період криз. Цей принцип вкрай негативний для кредитування, адже в останньому випадку воно майже зупиняється. Саме тому превентивні заходи регулювання кредитних послуг, що базуються на впровадженні стандартів Базеля III, але адаптованих до умов України, створять передумови до реформування банківського сектора, сприятимуть усуненню ряду проблем, які стали стримуючими факторами пропорційного розвитку реального та фінансового секторів економіки та значно підвищать можливості диверсифікації кредитних послуг банків для корпоративних позичальників в Україні відповідно до фази його розвитку.

### 3.2. Перспективи управління активами інституційних інвесторів на фондовому ринку України в умовах глобалізації

Одним із домінуючих еволюційних процесів, що впливають на діяльність інституційних інвесторів та управління їх активами, є глобалізація, всеохоплюючий характер якої найбільш яскраво та динамічно проявляється саме на фондових ринках. Підкреслимо, що глобалізація взагалі, та фінансова глобалізація, зокрема, викликають неоднозначні оцінки в наукових колах щодо своїх кількісних та якісних параметрів, форм прояву та наслідків для глобальної та національних економіки. При цьому наукові підходи щодо цієї проблеми еволюціонували від беззаперечного схвалення наслідків глобалізації на зорі досліджень, до критичної переоцінки окремих з них зараз.

Аналізуючи найбільш поширені в науковій літературі підходи до питання сутності глобалізації та її наслідків<sup>291</sup>, підкреслимо кілька важливих моментів, які, на наш погляд, визначають необхідність дослідження цього питання в контексті розвитку послуг з управління активами інституційних інвесторів в Україні:

1. Абсолютна більшість дослідників визнають, що глобалізація є процесом об'єктивним та невідворотнім, відповідно, намагання окремих учасників ринку мінімізувати її вплив на власну діяльність приречені на невдачу.

2. Найбільш зрозумілим наслідком глобалізації є формування єдиного фінансово-економічного простору під впливом розвитку комп'ютеризації, засобів зв'язку та інформаційних технологій.

3. Зростає взаємозалежність як національних економік, так і їх окремих секторів, наслідком чого є підрив, а інколи і руйнування національного державного суверенітету.

4. Відповідно, держава та учасники ринку в процесі взаємодії повинні намагатися максимізувати вигоди від глобалізації та мінімізувати її деструктивний вплив. Тільки за таких умов можливим є стабільний

---

<sup>291</sup> Делягин М. Г. Мировой кризис: Общая теория глобализации [Текст]: Курс лекций. – 3-е изд., перераб и доп. – М.: ИНФРА-М, 2003. – С. 51.; Кастельс М. Информационная эпоха: экономика, общество и культура [Текст] / М. Кастельс / пер. с англ. – М.: ГУ ВШЭ, 2000. – С. 608; Rades / Ed. by F.H. Hahn, F.P.R. Brechling. – London: MacMillan, 1965. – Pp. 3–51.



### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

розвиток національної економіки країни в цілому та її окремих сегментів, посилення рівня міжнародної конкурентоспроможності.

Екстраполюючи наведені характеристики глобалізації на діяльність з управління активами інституційних інвесторів та перспективи її розвитку в Україні, можна виділити кілька найбільш важливих аспектів, представлених таким чином (рис. 3.2).



**Рис. 3.2. Сутнісні характеристики глобалізації для діяльності з управління активами<sup>292</sup>**

Об’єктивно виділені чинники впливу глобалізації на діяльність з управління активами інституційних інвесторів в Україні різні за своєю природою та каналами впливу на процеси на ринку фінансових послуг України, що буде продемонстровано далі.

Розвиток ринку послуг з управління активами інституційних інвесторів в Україні відбувається як під впливом внутрішніх факторів, так і в процесі поступової адаптації до існуючого зарубіжного досвіду. Роль міжнародного фактора визначається впливом глобалізації світового фондового ринку, уніфікацією регуляторних підходів, поширенням міжнародних стандартів надання та споживання фінансових послуг. На наш погляд, зважаючи на рівень розвитку українського ринку та рівень його інтеграції у глобальний фондовий ринок, більш

<sup>292</sup> Worldwide Investment Fund Asset and Flows//EFAMA / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.efama.org](http://www.efama.org) – Назва з екрана.

важливо видається саме детермінація можливостей використання міжнародного досвіду управління активами інституційних інвесторів на вітчизняних теренах, виділення особливостей та тенденцій такої діяльності, які можуть потенційно вплинути на вітчизняний ринок.

Зазначимо, що аналіз окремих національних ринків управління активами ускладнюється суттєвою різницею у правовому оформленні інституційних інвесторів, що, у свою чергу, визначає деталізацію у суб'єктній характеристиці основних груп споживачів послуги з управління активами. Зокрема, аналізуючи інститути спільного інвестування, слід враховувати суттєву різницю у їх назвах, а також відмінності у організації діяльності – взагалі, та в управлінні активами – зокрема, які притаманні окремим національним рынкам. Щодо недержавних пенсійних фондів та страхових компаній, то можна говорити про існування певної єдності в термінологічному апараті.

Тому важливо не тільки оцінити такий вплив, але й використати такі оцінки для визначення перспектив розвитку управління активами інституційних інвесторів в Україні в умовах посилення глобалізації.

Торкаючись такої характеристики глобалізації, як єдність світового ринку фінансових послуг, на наш погляд, процес формування єдиного світового ринку фінансових послуг доцільно розглядати, насамперед, в контексті діяльності надавачів фінансових послуг-нерезидентів на фондовому ринку України. Формалізовано форми виходу нерезидентів на вітчизняний фондовий ринок можна представити так:

– по-перше, діяльність нерезидентів на національних рынках фінансових послуг окремих країн шляхом створення відокремлених підрозділів, філій і т.п. (заснування);

– по-друге, через входження нерезидентів до структури власності осіб, які здійснюють управління активами інституційних інвесторів шляхом купівлі випущених ними титулів власності (акцій, часток і т.п.);

– по-третє, ведення транскордонної економічної діяльності на ринку фінансових послуг інших країн.

Зауважимо, що саме у сфері формування єдиного ринку найбільш яскраво проявляється конфліктний характер сучасної глобалізації, її протиріччя та диспропорції. З одного боку, утворюються міжнаціональні рынки, на яких скасовуються ті чи інші обмеження на надання певних фінансових послуг, з іншого – щодо виділених форм

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

виходу нерезидентів на національні ринки фінансових послуг зберігаються певні регуляторні обмеження з боку держави.

Наприклад, хоча Договором про заснування ЄС (ст. 49, гл. 3) скасовуються будь-які обмеження на вільне надання послуг у межах ЄС, а ст. 50 вказаного договору фінансовим установам надається право на «не заснування» в країнах внутрішнього ринку і надання послуг «через кордон», все ж, такий режим не є абсолютним, оскільки: по-перше, він може бути виключно тимчасовим; по-друге, навіть тривала гармонізація законодавства ЄС не призвела до поширення повної свободи на заснування фінансових установ на інших ринках; по-третє, трансграничне надання фінансових послуг у будь-якому випадку обмежене міркуваннями суспільного блага, які дають можливість вводити певні дискримінаційні заходи.

Якщо розглядати вказану проблему з погляду положень, зафіксованих у законодавстві України, можна зробити висновок про високий рівень «відкритості» національного ринку послуг з управління активами інституційних інвесторів (табл. 3.3).

Таблиця 3.3

#### Дискримінаційні заходи щодо діяльності нерезидентів на ринку послуг з управління активами інституційних інвесторів в Україні

№ з.п.	Особа, яка здійснює управління активами інституційного інвестора	Наявність та характер обмежень
1.	Компанія з управління активами	Відсутні
2.	Професійний адміністратор НПФ	Відсутні
3.	Страховик	Присутні. Обмежується перелік операцій страховика-нерезидента та його резидентура (країна реєстрації)

*Джерело: систематизовано автором за [Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» № 2299-III від 15 березня 2001 року [Електронний ресурс]// Законодавство України: [сайт]. Верховна Рада України; Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» № 1057-IV від 09 липня 2003 року [Електронний ресурс]// Законодавство України: [сайт]. Верховна Рада України. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi>. – Назва з екрана; Закон України «Про страхування» № 85/96-ВР від 7 березня 1996 року [Електронний ресурс]// Законодавство України: [сайт]. Верховна Рада України. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi>. – Назва з екрана].*

Як видно з табл. 3.3, з погляду управління активами інституційних інвесторів в Україні існують тільки обмеження щодо діяльності страховика, водночас для компаній з управління активами та адміністраторів НПФ будь-які обмеження з погляду діяльності нерезидентів відсутні. Таким чином, існують реальні можливості створення та функціонування компанії з управління активами зі 100 %-ним іноземним капіталом, або заснування іноземних управляючих компаній у певних формах на українському ринку (філії, представництва і т.п).

Проте офіційна статистика щодо присутності нерезидентів у структурі капіталу вітчизняних КУА та адміністраторів НПФ відсутня. У загальному існують підстави говорити, що в умовах існуючої системи оприлюднення інформації на фондовому ринку України визначити вплив нерезидентів на ринок послуг з управління активами інституційних інвесторів можливо тільки опосередковано.

Втім питання щодо доцільності входження нерезидентів до структури власності вітчизняних компаній з управління активами неоднозначне, і в таких інтеграційних процесах можна виділити як переваги, так і окремі недоліки, які представлені у табл. 3.4.

Таблиця 3.4

**Переваги та недоліки присутності нерезидентів  
у структурі власності вітчизняних КУА**

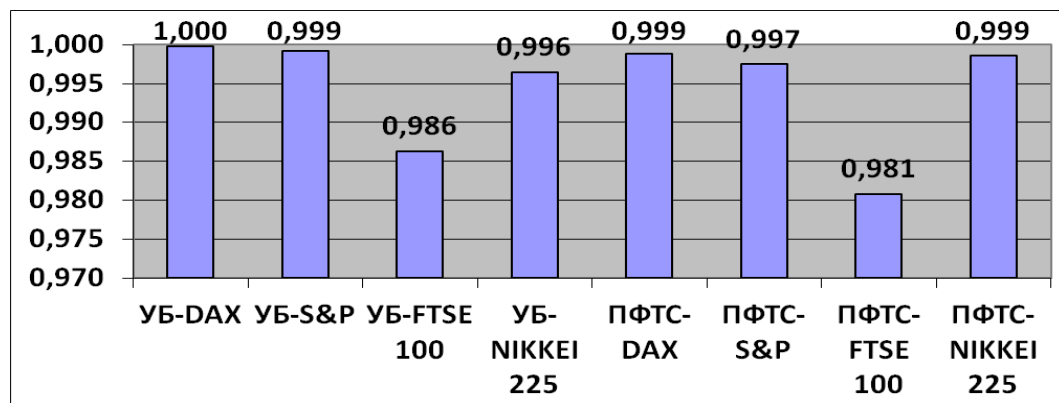
	<b>Переваги</b>	<b>Недоліки</b>
Необмежена присутність нерезидентів у структурі власності КУА	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Привнесення закордонного досвіду управління активами на вітчизняні терени.</li> <li>2. Збільшення капіталізації вітчизняного ринку послуг управління активами.</li> <li>3. Зростання конкуренції на ринку послуг з управління активами</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Зниження можливостей державного контролю за надавачами послуг з управління активами.</li> <li>2. Погіршення конкурентних умов для вітчизняних надавачів послуг з управління активами.</li> <li>3. Надмірна експансія надавачів фінансових послуг-нерезидентів, що посилить «підлеглість» вітчизняних інституційних інвесторів у глобальних інвестиційних процесах</li> </ol>

*Джерело: розроблено автором.*

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

Щодо глобального характеру ринків фінансових та реальних активів та взаємозалежності національних сегментів глобального ринку слід зазначити, що сучасний світовий фондовий ринок на початку XXI сторіччя фактично перетворився на єдине середовище, в якому в безперервному режимі взаємодіють мільйони суб'єктів. Подібна тіснота зв'язку визначає особливості управління активами інституційних інвесторів: по-перше, в частині зростання можливостей транскордонного інвестування з метою формування оптимального портфеля активів; по-друге, через необхідність вибору активів, множина яких не обмежується національними сегментами, а є значно ширшою, і включає в себе ті з них, що обертаються на закордонних ринках; по-третє, з урахуванням особливих взаємозв'язків між окремими національними фондовими ринками.

Разом з тим з викладеного вище логічно випливає питання про істотність взаємозв'язків на глобальному та українському фінансових ринках. З цією метою розрахуємо коефіцієнт кореляції між індексами найбільших організаторів торгівлі в Україні та індексами окремих національних ринків цінних паперів (рис. 3.3).



**Рис. 3.3. Коефіцієнти кореляції індексів провідних бірж світу та окремих українських організаторів торгівлі**

*Джерело: розрахунки автора за [Аналітика [Електронний ресурс] // Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua>. – Назва з екрану; OECD Economic Outlook // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.oecd.org](http://www.oecd.org) – Назва з екрана.]*

Аналіз даних рис. 3.3 дає можливість зробити висновок про надмірний рівень кореляції між провідними світовими індексами та індексами організаторів торгівлі в Україні. Фактично для більшості пар коефіцієнт кореляції наближається до максимально можливого

рівня +1. Отже, подібна ситуація несе в собі цілий ряд потенційних загроз як з погляду всього ринку фінансових послуг України, так і з позиції сфери послуг управління активами інституційних інвесторів. Ці загрози можна ідентифікувати таким чином:

– по-перше, зважаючи на незначну місткість вітчизняного ринку цінних паперів, будь-які катаклізми на глобальному ринку призводять до адекватних негативних проявів на ринку цінних паперів України;

– по-друге, в Україні на сьогодні відсутні реальні можливості для хеджування ризиків у діяльності з управління активами інституційних інвесторів, що створює нові потенційні загрози через зростання ризиків інвестиційного портфеля інституційних інвесторів;

– по-третє, в умовах надмірної залежності від зовнішніх процесів вітчизняні гравці зменшують власні потенційні можливості управління портфелем активів інституційних інвесторів;

– по-четверте, виникають можливості маніпулювання (зокрема цінового) з боку окремих учасників ринку цінних паперів з використанням інформації, яка надходить із закордонних фондових ринків.

– щодо такої характеристики глобалізації, як міжнародне регулювання ринків фінансових послуг, слід наголосити, що глобалізація фондових ринків висуває жорсткі вимоги і завдання стосовно регулювання діяльності з управління активами інституційних інвесторів через значний рівень міжнародного співробітництва у вказаній сфері. У контексті розвитку управління активами інституційних інвесторів в Україні надзвичайно актуальним завданням є прийняття та запровадження певних стандартів надання фінансових послуг, для яких є взірцем аналогічні стандарти розроблені цілим рядом міжнародних організацій (Банком міжнародних розрахунків, Міжнародним валютним фондом, Світовим банком і т.д.).

У контексті експансії надавачів фінансових послуг з країн з розвиненими фондовими ринками. Важливий аспект глобалізації – наявність у складі активів інституційних інвесторів фінансових інструментів, що емітовані нерезидентами. Для кожного із видів інституційних інвесторів українським законодавством встановлені обмеження щодо наявності в активах цінних паперів, емітентами яких є нерезиденти.

На наш погляд, інвестування активів інституційних інвесторів у цінні папери нерезидентів необхідно розглядати дещо ширше: по-перше,

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

в умовах обмеженої кількості інвестиційно привабливих фінансових інструментів в Україні такі інвестиції дають можливість покращити параметри портфеля; по-друге, подібні інвестиції засвідчують активну інвестиційну позицію вітчизняних інституційних інвесторів на глобальному ринку, сприяють їх перетворенню на активного суб'єкта глобалізації.

Саме другий аспект, на наш погляд, недостатньо активно обговорюється в Україні, що фактично мінімізує можливості експансії вітчизняних інституційних інвесторів на зовнішніх ринках. На нашу думку, між інвестиційною позицією країни в процесах у глобальній економіці та рівнем розвитку інституційних інвесторів існує чіткий зв'язок, який пояснюється важливим місцем цих фінансових інститутів в економічній експансії. Зокрема, якщо аналізувати показник портфельних інвестицій у світовій економіці, отримаємо такі дані (табл. 3.5).

Таблиця 3.5

#### Іноземні портфельні інвестиції в окремих країнах світу у 2014 році

Країна	Обсяг портфельних інвестицій (млн грн)
США	7 283 208
Великобританія	3 402 263
Німеччина	2 885 386
Франція	2 645 564
Люксембург	1 864 821
Нідерланди	1 806 381
Італія	1 570 003
Кайманові о-ви	1 489 024
Іспанія	1 289 579
Ірландія	1 184 148

*Джерело: складено автором за даними Міжнародного валютного фонду.*

Отже, можна зробити кілька важливих висновків щодо взаємозв'язку між інвестиційною позицією країни в глобальній економіці та рівнем розвитку інституційних інвесторів:

– на сучасному етапі розвитку діяльність інституційних інвесторів перетворилася в надзвичайно важливий механізм економічної експансії з боку розвинених країн на інші фондові ринки;

**Регулятивний потенціал фінансового ринку  
в умовах глобальних викликів**

– існує прямий зв'язок між рівнем розвитку системи інституційних інвесторів (зокрема, сконцентрованими активами) в окремій країні та її позицією в глобальних інвестиційних процесах;

– активізація експансії інституційних інвесторів на закордонні ринки є прямим наслідком мінімізації обмежень на інвестування в цінні папери, емітовані нерезидентами, та зняття інших обмежень на проведення трансграничних операцій інституційними інвесторами.

В Україні спостерігається відмінна ситуація – держава встановлює дискримінаційні заходи для інвестицій у подібні активи. Схематично вказані вимоги щодо цінних паперів нерезидентів України наведені в табл. 3.6.

Таблиця 3.6

**Кількісні та якісні обмеження щодо цінних паперів  
нерезидентів у складі активів інституційних інвесторів**

Вид інст. інвестора	Характер обмежень
Диверсифіковані ІСІ	Цінні папери, <i>доходи за якими гарантовано урядами іноземних держав</i> , не більше ніж 20 % загальної вартості активів ІСІ; акції та облігації іноземних емітентів, які <i>допущені до торгів на організованих фондових ринках іноземних держав</i> , не більше ніж 20 % загальної вартості активів ІСІ
НПФ	Цінні папери, <i>погашення та отримання доходу за якими гарантовано урядами іноземних держав</i> , при цьому встановлення вимог до інвестиційного рейтингу цих цінних паперів та визначення рейтингових компаній здійснюються НКЦПФР. Облігації іноземних емітентів з <i>інвестиційним рейтингом, визначеним НКЦПФР</i> . Акції іноземних емітентів, що перебувають в обігу на організованих фондових ринках та пройшли лістинг на одній з таких фондових бірж як Нью-Йоркська, Лондонська, Токійська, Франкфуртська, або у торговельно-інформаційній системі НАСДАК. Емітент цих акцій повинен провадити свою діяльність не менше ніж протягом 10 років і бути резидентом країни



### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

Продовження таблиці

<b>Страховики</b>	Акції, облігації іноземних емітентів та цінні папери іноземних держав-емітентів (не більше 10 %) включаються до суми прийнятних активів за умови відповідності таким вимогам: <i>суверенні рейтинги в національній валюті, в іноземній валюті, за короткостроковими зобов'язаннями, за довгостроковими зобов'язаннями країни, в якій державою здійснено випуск цінних паперів, мають бути не нижчі за один із таких: "A3" – "Moody's Investors Service" (США), "A" – "Standard &amp; Poor's" (США), "A" – "Fitch Ratings" (Великобританія); кредитний рейтинг іноземного емітента облігацій має бути не нижчий за один із таких: "A3" – "Moody's Investors Service" (США), "A" – "Standard &amp; Poor's" (США), "A" – "Fitch Ratings" (Великобританія); іноземний емітент акцій має провадити свою діяльність не менш ніж 2 роки; акції, облігації іноземних емітентів мають перебувати в обігу протягом останніх 12 місяців до дати розрахунку суми прийнятних активів на організованих фондових ринках та <i>пройти лістинг на одній із таких фондових бірж: Нью-Йоркська фондова біржа, Лондонська фондова біржа, Токійська фондова біржа, Німецька біржа або в торговельно-інформаційній системі НАСДАК.</i></i>
-------------------	--

*Примітка: Виділено якісні характеристики цінних паперів іноземних емітентів.*

Таким чином, якщо проаналізувати положення нормативно-правової бази, які регулюють питання валютного контролю в Україні в процесі інвестування в цінні папери, емітовані іноземними емітентами, слід зазначити наступне:

– спостерігається доволі жорсткий формат регуляторного впливу на інвестиції у цінні папери, емітовані іноземними емітентами через існування: по-перше, вимог щодо наявності генеральної ліцензії у торговців цінними паперами, які здійснюють подібні операції для інституційних інвесторів; по-друге, обов'язкового використання послуг уповноважених банків у разі формування грошових коштів, номінованих в іноземній валюті;

– без наявності генеральної ліцензії надання фінансових послуг інституційними інвесторами не допускається (у випадку, якщо в процесі надання виникають потреби у проведенні валютних операцій).

Це дає підстави стверджувати, що в Україні сформована, без перебільшення, доволі своєрідна модель регулювання процесів інвестування у фінансові інструменти, що емітовані іноземними емітентами. Вона фактично, призводить до збільшення кількості суб'єктів, що

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

обслуговують процес інвестицій, та, відповідно, здороження трансакційних витрат інвестування. Об'єктивно, існуюча модель валютного регулювання мінімізує головні переваги валютних цінностей як привабливого об'єкта інвестування для інституційних інвесторів.

Отже, можна говорити про існування на сучасному етапі деформованого впливу процесів глобалізації на розвиток послуг з управління активами інституційних інвесторів в Україні (рис. 3.4).



**Рис. 3.4. Деструктивний вплив глобалізації на послуги з управління активами інституційних інвесторів**

*Джерело: складено автором.*

Оцінюючи перспективи розвитку послуг з управління активами в Україні в умовах глобалізації, зазначимо, по-перше, немає жодних підстав стверджувати про можливе поширення практики входження іноземних інвесторів до структури капіталу вітчизняних КУА та адміністраторів НПФ. По-друге, що логічно витікає з попереднього, – найбільш важливим аспектом глобалізації повинен стати розвиток інвестицій ІСІ, НПФ та страховиків у цінні папери, емітовані іноземними емітентами. Подібний сценарій розвитку подій створить можливість для:

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

– підвищення якості сформованих портфелів інституційних інвесторів за рахунок включення до них якісних фінансових інструментів іноземних емітентів;

– урізноманітнить можливі інвестиційні стратегії інституційних інвесторів в Україні.

Разом з тим слід визнати, що для забезпечення більш активного використання цінних паперів іноземних емітентів в інвестиціях вітчизняних інституційних інвесторів доцільно змінити окремі положення законодавства, що стосуються регулювання таких інвестицій.

Таким чином, можна зробити висновок, що на сучасному етапі розвитку існують об'єктивні перепони на шляху інвестицій вітчизняних інституційних інвесторів у фінансові інструменти, що емітовані нерезидентами. Подібні перепони, не зовсім відповідають міжнародному досвіду, який засвідчує, що інституційні інвестори стали важливим механізмом економічної та фінансової експансії у глобальне середовище. При цьому діяльність інституційних інвесторів (зокрема, різноманітних хедж-фондів) набула таких характеристик:

– масштаби діяльності зумовили виникнення проблеми наднаціонального регулювання таких інституційних інвесторів, зокрема, на рівні Директив Європейського Союзу;

– експансія капіталу відбувається і через прямі і через портфельні інвестиції, що тільки підкреслює роль інституційних інвесторів у глобальних процесах;

– подібна ситуація об'єктивно стала наслідком створення сприятливого режиму для діяльності інституційних інвесторів взагалі, та у сфері міжнародних інвестицій – зокрема.

В Україні (як і на інших транзитивних ринках), як показав аналіз, спостерігається зворотній підхід у вигляді різноманітних обмежень на вивіз капіталу за кордон, що, на наш погляд, призводить до прояву таких негативних факторів:

1. Втрачається ефект збереження та примноження капіталу. Інституційні інвестори у своїй інвестиційній політиці орієнтуються на обмежену доступну множину активів, відповідно, знижується ефективність портфельного інвестування як для самих інституційних інвесторів, так і для кінцевих бенефіціарів.

2. Створюються невикордані бар'єри для експансії національного капіталу на глобальних ринках, погіршується конкурентоспроможність системи вітчизняних інституційних інвесторів.

3. Проявляється ефект «закритості» інвестиційної сфери, що призводить до погіршення як діяльності інституційних інвесторів, так і осіб, що здійснюють управління їх активами.

У кінцевому рахунку виділені фактори призводять до певної рольової трансформації українських інституційних інвесторів, які з суб'єкта глобалізації, перетворюються в об'єкт економічної експансії з боку нерезидентів.

Аналізуючи проблеми розвитку діяльності з управління активами інституційних інвесторів в Україні в умовах глобалізації, необхідно з цілого ряду причин окремо зупинитися на питаннях місця та ролі в таких процесах банківських установ.

Саме неоднозначність глобалізації, її складний та «мозаїчний» характер ускладнюють аналіз впливу на розвиток послуг з управління активами в Україні. Разом з тим, дослідження проявів глобалізації на рівні різних типів інституційних інвесторів показало, що на сьогодні говорити про значущість такого впливу занадто рано. Крім того, система оприлюднення інформації про діяльність надавачів послуги з управління активами не дає можливості чітко детермінувати місце та роль нерезидентів на вказаному сегменті ринку в Україні.

Діяльність інституційних інвесторів стала впливовим механізмом економічної експансії у глобальному середовищі. Масштаби їх інвестиційної діяльності зумовили виникнення проблеми наднаціонального регулювання. Сьогодні експансія капіталу у світі відбувається як через прямі, так і через портфельні інвестиції, а подібна ситуація об'єктивно стала наслідком створення сприятливого режиму для діяльності інституційних інвесторів взагалі, та у сфері міжнародних інвестицій, зокрема. В Україні спостерігається інший підхід, орієнтований на встановлення жорстких обмежень на вивіз капіталу та, відповідно, на інвестиції інституційних інвесторів у цінні папери, емітовані нерезидентами. Такі обмеження призводять до погіршення конкурентної позиції вітчизняних інституційних інвесторів на глобальних ринках, замкненості вітчизняної інвестиційної сфери, домінування зарубіжного капіталу інвесторів ключових інвестиційних процесів.

### **Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку**

Отже, на сучасному етапі розвитку фондового ринку України глобалізація чинить більшою мірою деструктивний вплив на ринок послуг з управління активами інституційних інвесторів. Існування необґрунтованих обмежень на інвестиції вітчизняних інституційних інвесторів в цінні папери нерезидентів не тільки штучно звужують множину доступних інвестиційних портфелів, але й призводять до значного погіршення конкурентної позиції вітчизняної системи інституційних інвесторів на глобальному фондовому ринку. У підсумку деструктивний вплив вказаних факторів викликає певну рольову трансформацію українських інституційних інвесторів, які з суб'єкта глобалізації перетворюються в об'єкт економічної експансії з боку нерезидентів.

#### **3.3. Удосконалення регуляторної політики у контексті розвитку строкового сегмента ринку цінних паперів України**

Підвищення ролі глобального ринку цінних паперів у забезпеченні міжнародного руху капіталу. Невід'ємна риса розвитку світової економіки зростання рівня інтернаціоналізації виробництва, поглиблення економічних зв'язків між національними ринками, розвиток міжнародної торгівлі та фінансова глобалізація обумовлюють потребу в нових інструментах інвестування та мінімізації ризиків. Цим визначається швидкий розвиток строкового сегменту ринку цінних паперів у світі, який упродовж останніх десятиріч перетворився на важливу складову міжнародного фінансового ринку.

Причинами популярності строкового ринку є широкі можливості ринку похідних інструментів для інвесторів, цілі яких на фінансовому ринку відрізняються. Крім того, операції на строковому ринку є більш вигідними порівняно з операціями на ринку базового активу. Це пов'язано не тільки з «ефектом важеля», але і з відсутністю трансакційних витрат, що виникають при проведенні операцій на ринку базового активу.

Завдяки процесу глобалізації світової економіки похідні фінансові інструменти з'являються у все більшій кількості на регіональних та національних фінансових ринках країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою.

Разом з тим у багатьох країнах, і Україна не є виключенням, у досвіді запровадження похідних фінансових інструментів має місце недостатня послідовність та відсутність системного підходу як у спробах формування ринків похідних цінних паперів, так і в намаганнях впроваджувати окремі види деривативів. До того ж, структурна перебудова національної економіки, загострення конкурентної боротьби за інвестиційні ресурси на міжнародних ринках капіталу, процеси глобалізації фінансових ринків потребують невідкладного впровадження державних програм розвитку основних галузей та сегментів національної економіки, до яких відносять і строковий сегмент ринку цінних паперів як невід'ємну частину фінансового ринку України.

Вітчизняний ринок цінних паперів розпочав своє становлення у 1991 році, коли прийняттям Закону України «Про цінні папери і фондову біржу», який втратив чинність у 2006 році з прийняттям Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»<sup>293</sup>, Україна на законодавчому рівні отримала інструменти та професійних учасників ринку цінних паперів.

Крім того, були прийняті закони загальногосподарського призначення, які послужили поштовхом для розвитку вітчизняного ринку цінних паперів. Серед основних законодавчих актів слід назвати: Закон України «Про власність» від 7 лютого 1991 р. № 697-ХІІ (втратив чинність у 2007 році); Закон України «Про підприємництво» від 7 лютого 1991 р. № 698-ХІІ<sup>294</sup>; Закон України «Про приватизацію державного майна» від 4 березня 1992 р. № 2163-ХІІ<sup>295</sup>; Закон України «Про банки і банківську діяльність» від 20 березня 1991 р. № 872-ХІІ (втратив чинність у 2001 році); Закон України «Про господарські товариства» від 19 вересня 1991 р. № 1576-ХІІ<sup>296</sup>; Закон України «Про обме-

---

<sup>293</sup> Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України: від 23.02.2006 р. № 3480-IV: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/page>.

<sup>294</sup> Про підприємництво: Закон України: від 7 лютого 1991 р. № 698-ХІІ: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?code=698-12>

<sup>295</sup> Про приватизацію державного майна: Закон України: від 4 березня 1992 р. № 2163-ХІІ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2163-12>

<sup>296</sup> Про господарські товариства: Закон України: від 19 вересня 1991 р. № 1576-ХІІ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1576-12>

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

ження монополізму та недопущення недобросовісної конкуренції у підприємницькій діяльності» від 18 лютого 1992 р. № 2132-ХІІ (втратив чинність у 2002 році) та ряд інших.

22 вересня 1995 року Постановою Верховної Ради України № 342/95-ВР була схвалена «Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України»<sup>297</sup>, головною метою якої визначено становлення цілісного, високоліквідного, ефективного і справедливого ринку цінних паперів в Україні, регульованого державою та інтегрованого у світові фондові ринки.

Проте формування регуляторної політики на ринку цінних паперів започатковано лише у 1996 році після прийняття Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» № 448/96-ВР від 30.10.1996 р.<sup>298</sup>

На сьогодні функції регулювання і контролю на ринку цінних паперів держава здійснює шляхом:

1. Формування спеціальних структур, потреба в яких зумовлена організацією реєстрації випусків цінних паперів і професійних учасників ринку цінних паперів;
2. Специфікою способів регулювання, пов'язаних з контролем за наданням великих масивів інформації;
3. Необхідністю постійної адаптації законодавства та підзаконних норм ринку цінних паперів, який швидко розвивається та змінюється.

Водночас становлення строкового сегменту ринку цінних паперів в Україні за всі роки реформ практично не відбулося. Укладання строкових контрактів майже не практикувалося ні на біржових, ні на позабіржових ринках. Однією з основних причин цього була відсутність комплексних досліджень сучасних теорії та практики їх функціонування у країнах Заходу.

Вже у 1999–2000 роках загострилися проблеми та недоліки існуючої правової бази щодо функціонування ринку цінних паперів

---

<sup>297</sup> Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України: схвалена Постановою Верховної Ради України: від 22.09.1995 р. № 342/95-ВР: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/342/95-%D0%B2%D1%80>

<sup>298</sup> Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України: від 30.10.1996 р. № 448/96-ВР: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.

загалом та його строкового сегменту зокрема. Тому вже у 2000 році основний регуляторний орган, на той час Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, а зараз Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку видала наказ «Про заходи щодо реформування регуляторної політики держави на фондовому ринку України»<sup>299</sup>. У ньому визначалися основні напрями вдосконалення державного регулювання, зокрема заходи щодо спрощення процедур ліцензування діяльності учасників ринку цінних паперів, реєстрації випусків цінних паперів та інформації про їх емісію, сертифікацію фахівців. Однак конкретних шляхів щодо становлення строкового сегменту ринку цінних паперів на той час запропоновано не було. Такий стан справ призвів до того, що торговельна практика використання деривативів, зокрема біржових ф'ючерсів та опціонів, вже понад десять років випереджає регуляторні заходи – законодавчо-нормативну базу.

На сьогодні існує ряд серйозних перешкод, які стоять на шляху процесу розвитку строкового сегменту ринку цінних паперів в Україні, серед яких найважливішими є:

- відсутність єдиного регулятора ринку похідних фінансових інструментів;
- відсутність необхідного нормативно-законодавчого забезпечення;
- низька фінансова грамотність населення України та відсутність культури інвестування.

Сучасна система регулювання вітчизняного ринку похідних фінансових інструментів, як і фінансового ринку в цілому, представлена трьома рівнями:

- органи загальної компетенції;
- органи спеціальної компетенції (Національний банк України, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Державна фіскальна служба України, Антимонопольний комітет України, Державна служба фінансового моніторингу України та інші);
- саморегулівні організації.

---

<sup>299</sup> Про заходи щодо реформування регуляторної політики держави на фондовому ринку України: Наказ Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 15.05.2000 р. № 147: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ua-info.biz/legal/basexp/ua-zmexwr.htm>.



### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

Два перших рівні являють собою систему державного регулювання ринку похідних фінансових інструментів, а останній – систему саморегулювання цього ринку. Кожній із зазначених підсистем регулювання строкового сегменту ринку цінних паперів притаманні відповідні завдання та методи функціонування, об'єкти, суб'єкти, методи, принципи, інструменти, сукупність яких являє собою механізм регулювання даного ринку<sup>300</sup>.

Загалом необхідність державного регулювання строкового сегменту ринку цінних паперів обумовлена такими причинами:

– сукупність інтересів, які проявляються через цей ринок, можуть входити в певні суперечності, що можуть викликати нестабільність функціонування даного ринку і фінансової системи в цілому, породжуючи потребу в регулюванні, яке б урівноважувало інтереси всіх учасників;

– на цьому ринку реалізуються національні інтереси держави;

– більшість учасників даного ринку не володіють достатніми знаннями для здійснення діяльності на ринку, тому виникає необхідність у правовому захисті їх інтересів, що може забезпечити тільки держава<sup>301</sup>.

Що стосується процесів державного регулювання як складової регуляторної політики, можна констатувати, що на сьогодні:

– не створено системи законодавчого захисту інвесторів, особливо тих, хто працює на строковому сегменті деривативів;

– відсутні правові стимули щодо запровадження хеджування ризиків;

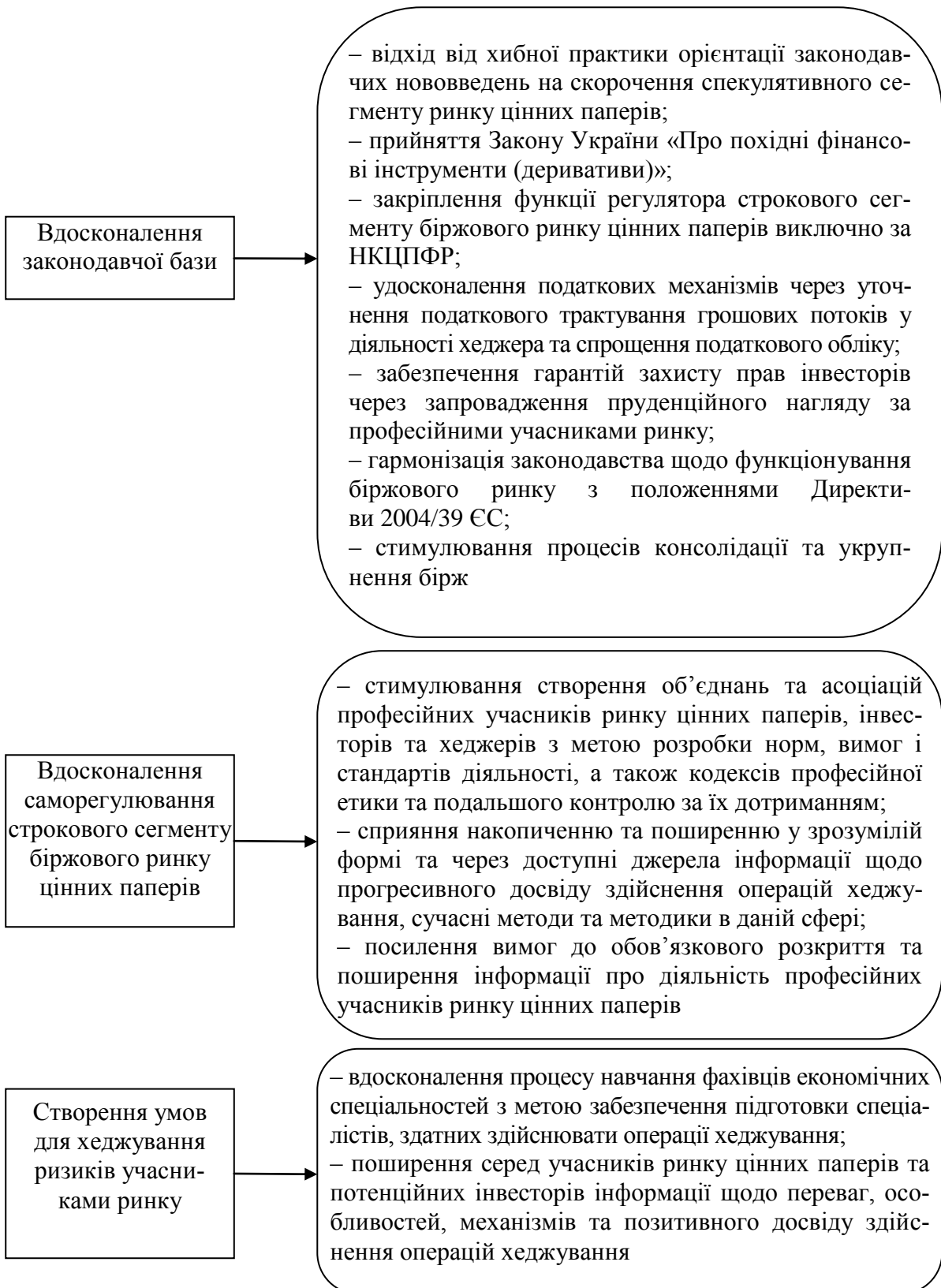
– у системі вищої економічної освіти майже не здійснюється підготовка спеціалізованих кадрів для здійснення операцій на строковому ринку загалом та з фінансовими опціонами зокрема.

Зазначене вище обумовлює потребу у обґрунтуванні комплексу заходів щодо вдосконалення регуляторної політики держави у сфері ринку цінних паперів з метою формування найбільш сприятливого середовища хеджування ризиків його учасниками. Комплекс відповідних пропозицій представлено на рис. 3.5.

<sup>300</sup> Сльнікова Ю. В. Механізм регулювання українського ринку похідних фінансових інструментів / Ю. В. Сльнікова. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://dspace.uabs.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/11800/2/Yelnikova%20%282%29.pdf>

<sup>301</sup> Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність / Т. В. Майорова. [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://pidruchniki.ws/12090810/investuvannya/uchasniki\\_rinku\\_tsinnih\\_papiriv\\_funktsiyi](http://pidruchniki.ws/12090810/investuvannya/uchasniki_rinku_tsinnih_papiriv_funktsiyi).

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів



**Рис. 3.5. Напрями вдосконалення регуляторної політики держави щодо формування умов для хеджування ризиків на строковому сегменті ринку цінних паперів**

*Джерело: розроблено автором.*

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

Особливу увагу, на наш погляд, необхідно акцентувати на програмних документах щодо розвитку ринку цінних паперів загалом, зокрема, Програмі розвитку фондового ринку на 2012–2014 роки<sup>302</sup>, розробленій Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Основною метою цієї програми було підвищення захисту прав інвесторів і формування конкурентоспроможного національного фондового ринку на основі поступового зменшення частки спекулятивної складової ринку з одночасним зростанням інвестиційно спрямованого сегменту в умовах фінансової глобалізації світової економіки. На жаль, зазначена програма так і залишилася не затвердженою, а передбачені нею заходи повною мірою не знайшли практичного втілення.

На сьогодні Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку розроблений проект Програми розвитку фондового ринку України на 2015–2017 роки «Європейський вибір – нові можливості для прогресу та зростання»<sup>303</sup>.

У даному проекті зазначено, що фондовий ринок повинен функціонувати як регульований елемент цілісної фінансової системи, синхронізований з банківським сектором і системою державних фінансів, а несистемний та різновекторний його розвиток неможливий. З метою впорядкування цього процесу повинна бути підготовлена чітка програма, яка має визначати основні напрями його подальшого реформування та суттєвої модернізації на всіх рівнях – правовому, інституціональному та технологічному.

Розробка проекту Програми розвитку фондового ринку України на 2015 – 2017 роки відбувалась на тлі фінальної стадії підписання Угоди про асоціацію з Європейським Союзом та її ратифікації, яка передбачає заохочення співробітництва між відповідними регуляторними та наглядовими органами, зокрема обмін інформацією, досвідом щодо фінансових ринків через обмін персоналом та спільне навчання.

У проекті Програми розвитку фондового ринку України на 2015–2017 роки зазначено, що за результатами реалізації проекту

---

<sup>302</sup> Програма розвитку фондового ринку на 2012–2014 роки [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.nssmc.gov.ua/user\\_files/content/58/1340015412.pdf](http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1340015412.pdf)

<sup>303</sup> Програма розвитку фондового ринку України на 2015–2017 роки «Європейський вибір – нові можливості для прогресу та зростання» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://nssmc.gov.ua/fund/development/plan>

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

---

Програми розвитку фондового ринку України на 2012–2014 роки було досягнуто таких результатів:

- залучення в середньому щорічно не менш як 100 млрд грн у цінні папери, зокрема як інвестиції не менше як 75 млрд грн (у 2013 році було залучено 142,03 млрд грн, зокрема як інвестиції – 141,77 млрд грн);

- збільшення до 300 млрд грн капіталізації лістингових компаній (у 2013 році рівень капіталізації лістингових компаній становив 311,73 млрд грн);

- збільшення до 400 млрд грн у рік обсягів торгів цінними паперами на біржовому ринку (у 2013 році становив 463,43 млрд грн);

- збільшення до 20 відсотків частки біржового ринку (в 2013 році – 27,69 %);

- підвищення співвідношення капіталізації біржового ринку до валового внутрішнього продукту до 40 відсотків (не досягнуто, у 2013 році був 21,43 %);

- збільшення до 50 млрд грн загальної номінальної вартості облігацій підприємств, що перебувають в обігу на фондовому ринку (не досягнуто, в 2013 році – 42,47 млрд грн);

- збільшення до 30 млрд грн вартості активів інвестиційних та пенсійних фондів (не досягнуто, в 2013 році – 12,23 млрд грн)<sup>304</sup>.

Констатуючи результати практичної реалізації програмних документів, слід зазначити про необхідність їх подальшого удосконалення, що витікає із проблем, які не були враховані розробниками, або актуалізувалися останніми роками, тому пропонується проект Програми розвитку фондового ринку України на 2015–2017 роки доповнити та уточнити:

- конкретними заходами щодо забезпечення можливостей доступу українських інвесторів до фінансових інструментів іноземних емітентів не лише тих, які володіють активами в Україні;

- визначити на законодавчому рівні поняття іноземних цінних паперів;

- удосконалити валютне регулювання операцій з іноземними цінними паперами щодо можливості торгівлі цими інструментами без

---

<sup>304</sup> Програма розвитку фондового ринку України на 2015–2017 роки «Європейський вибір – нові можливості для прогресу та зростання» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://nssmc.gov.ua/fund/development/plan>

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

отримання дозволів на здійснення операцій з валютними цінностями (потреба у цьому нововведенні виникає через те, що на сьогодні, не дивлячись на законодавчі обмеження, достатня кількість вітчизняних інвесторів торгує на зарубіжних біржових майданчиках через Internet).

У разі запізнілої реакції регуляторів можна отримати небажаний ефект – звуження ринку через вплив професійно підготовлених інвесторів. Унаслідок цього є загроза переходу фізичних осіб на зарубіжні електронні майданчики, що також призведе до впливу значного обсягу інвестиційних ресурсів.

На нашу думку, розпочати стимулювання розвитку строкового сегменту вітчизняного ринку цінних паперів і розробку механізмів захисту прав його учасників слід з удосконалення базових норм.

Аналіз нормативних джерел свідчить про різні підходи й напрями у визначенні поняття й сутності похідних фінансових інструментів. На сьогодні в українському законодавстві відсутній єдиний спеціальний законодавчий акт, який би регулював систему відносин, що виникають у процесі створення й використання похідних фінансових інструментів.

Тому передусім необхідним є прийняття Закону України «Про похідні фінансові інструменти (деривативи)». Історія внесення проектів даного закону на розгляд Верховної Ради України налічує вже більше п'яти років.

У січні 2014 р. на порядок денний роботи Кабінету Міністрів України було представлено проект Закону України «Про похідні фінансові інструменти (деривативи)», підготовлений Міністерством економічного розвитку і торгівлі України за підтримки Європейського банку реконструкції та розвитку. Рішення за цим проектом члени Уряду так і не ухвалили через наявність суттєвих зауважень з боку Департаменту фахової експертизи Кабінету Міністрів України та Міністерства юстиції України. Документ встановлює вимоги до похідних фінансових інструментів, їх випуску та обігу, організаторів торгівлі та торговців похідними фінансовими інструментами, а також порядок державного регулювання у цій сфері. У зв'язку з тим, що на сьогодні це лише проект закону, нормативно-правове регулювання у сфері випуску та обігу похідних фінансових інструментів базується на вимогах, які встановлені Цивільним кодексом України, законами України «Про

державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»<sup>305</sup>, «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг»<sup>306</sup>, Податковим кодексом України, іншими законами, а також прийнятими відповідно до них підзаконними нормативно-правовими актами.

Для уникнення подальших неузгодженостей та суперечностей до розробки пропозицій та змін до проекту Закону України «Про похідні фінансові інструменти (деривативи)» потрібно залучити всі зацікавлені регуляторні органи, а саме: НКЦПФР, Національний банк України, інші профільні міністерства та саморегулівні організації, в першу чергу фондові біржі.

Що ж стосується вдосконалення саморегулювання строкового сегмента біржового ринку цінних паперів, то практика залучення до розробки регулюючих норм осіб, які здійснюють відповідну практичну діяльність, широко використовується у світі, але, на жаль, фактично, не застосовується в Україні. Прийняття законодавчих актів передбачає лише громадське обговорення, яке частіше за все відбувається формально та практично не має наслідків для нормотворчого процесу.

Як свідчить світовий досвід, строковий сегмент ринку цінних паперів ефективно розвивається лише у випадку дотримання принципу оптимального державного регулювання, зміст якого полягає в тому, що держава втручається у діяльність учасників ринку лише у разі крайньої необхідності; в інших же випадках вона делегує частину своїх повноважень професійним учасникам ринку, які з метою виконання покладених на них обов'язків об'єднуються в саморегулівні організації.

Саморегулювання на ринку похідних фінансових інструментів – це нормативне регулювання ринкових відносин щодо похідних фінансових інструментів, яке здійснюється саморегулівними організаціями (інститутами)<sup>307</sup>.

---

<sup>305</sup> Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України від 30.10.1996 року № 448/96-ВР (із змінами та доповненнями) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: zakon.rada.gov.ua/go/448/96-вр

<sup>306</sup> Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: Закон України від 12.07.2001 року № 2664-III (із змінами та доповненнями) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: zakon.rada.gov.ua/go/2664-14.

<sup>307</sup> Гроші та кредит [Текст]: навч. посібник / [І. В. Алексєєв, М. К. Колісник, О. Й. Вівчар та ін.] – М.: Львів: Вид-во нац. Ун-ту «Львівська політехніка», 2004. – 168 с.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

На сьогодні існує три базових підходи до трактування поняття «саморегульована організація», а саме: це відокремлений ринок, доступ на який обмежений вимогами щодо професіоналізму й етики, обсягу торгівлі й капіталу тощо<sup>308</sup>; об'єднання учасників ринку<sup>309</sup>; недержавний інститут-регулятор<sup>310</sup>.

Наприклад, у США держава регулює ринок похідних фінансових інструментів з цінними паперами та фондовими індексами через Комісію з цінних паперів (Security Exchange Commission – SEC)<sup>311</sup>, Комісію з ф'ючерсної торгівлі товарами (Commodity Futures Trading Commission – CFTS)<sup>312</sup> та Орган цінової звітності щодо опціонів (The Options Price Reporting Authority – OPRA)<sup>313</sup>.

Згідно з документами основне завдання вищезазначених органів полягає в тому, щоб «захищати інвесторів і підтримувати цілісність ринку цінних паперів», контролювати діяльність головних учасників ринку, зокрема фондових бірж, брокерів і дилерів, консультантів з питань інвестицій, взаємних фондів. Закони і правила, що регулюють американську індустрію цінних паперів, ґрунтуються на ідеї про те, що всі інвестори – як великі інститути, так і приватні особи – повинні мати доступ до основної інформації, що стосується того чи іншого об'єкта капіталовкладень, перш ніж вони інвестують у нього свої кошти.

Важливе місце в регулюванні діяльності учасників строкового сегменту ринку цінних паперів США, зокрема ринку фінансових опціонів, належить Опціонній кліринговій корпорації (The Options Clearing Corporation – OCC)<sup>314</sup>, що з 1973 року є найбільшою в світі

---

<sup>308</sup> Гроші та кредит [Текст]: навч. посібник / [І. В. Алексеев, М. К. Колісник, О. Й. Вівчар та ін.]. – М.: Львів: Вид-во нац. Ун-ту «Львівська політехніка», 2004. –168 с.

<sup>309</sup> Науменкова С. В. Ринок фінансових послуг [Електронний ресурс]. С. В. Науменкова. – Режим доступу: [http://pidruchniki.ws/12281128/finansirovni\\_rozvitok\\_samo-regulyuvannya\\_rinku\\_finansovih\\_poslug](http://pidruchniki.ws/12281128/finansirovni_rozvitok_samo-regulyuvannya_rinku_finansovih_poslug).

<sup>310</sup> Еш С. М. Фінансовий ринок [Текст]: [навч. посібник] / С. М. Еш. – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 528 с.

<sup>311</sup> Офіційний сайт Security Exchange Commission [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.sec.gov/>

<sup>312</sup> Офіційний сайт Commodity Futures Trading Commission [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.cftc.gov/index.htm>

<sup>313</sup> Офіційний сайт The Options Price Reporting Authority [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.oprapdata.com/](http://www.oprapdata.com/)

<sup>314</sup> Офіційний сайт The Options Clearing Corporation [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.optionsclearing.com/](http://www.optionsclearing.com/)

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

---

кліринговою організацією торгівлі опціонами. OCC діє як гарант виконання контрактних зобов'язань, проводить кліринг опціонів на акції, індекси акцій, валюти, процентні ставки та ф'ючерси на акції. OCC є приватною установою, капітал якої належить Чиказькій, Американській, Філадельфійській та Тихоокеанській фондовим біржам. Також у процесі регулювання позабіржового ринку опціонів велике значення має Міжнародна Асоціація свопів і деривативів (International Swaps and Derivatives Association – ISDA)<sup>315</sup>. Вона включає 450 членів з 37 країн на п'яти континентах, її штаб-квартира розміщена в Нью-Йорку, відділення в Лондоні, Токіо та Сінгапурі. Стандарти цієї організації та звітну документацію використовують як розвинені країни, так і країни, що розвиваються.

Зазначені органи покликані забезпечити стабільність і фінансову цілісність на строкових сегментах ринків цінних паперів, а також знизити ризики торгівлі. Питання, що не створюють загрози стабільності ринку та дотриманню законних прав його учасників вирішуються біржами та об'єднаннями учасників ринку і закріплюють у вигляді відповідних правил, кодексів професійної етики тощо.

Отже, зарубіжна практика переконливо свідчить, що лише залучення до нормотворчості практиків відповідної галузі зі значним досвідом і бездоганною репутацією дозволяє встановити оптимальний розподіл регуляторних функцій та повноважень між державою та органами самоорганізації та саморегулювання, запровадити законодавство, яке стимулюватиме відповідний ринок.

Розвиток строкового сегмента вітчизняного ринку цінних паперів відбувається вкрай нерівномірно. На біржових сегментах ринку цінних паперів переважають російські технології укладання операцій та визначення теоретичних цін похідних фінансових інструментів.

Російська практика розвитку бірж повністю корелює зі світовою, це стосується зростання місткості, ліквідності, підвищення якості ціноутворення, обсягів угод, розширення асортименту контрактів. На сьогодні в Росії спостерігається випереджувальний розвиток строкового сегмента біржового ринку цінних паперів, зокрема індексних контрактів (ці контракти російські торговці запровадили на Українській біржі).

---

<sup>315</sup> Офіційний сайт International Swaps and Derivatives Association [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www2.isda.org/>



### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

Загалом у Росії розвитку ринку цінних паперів загалом і його строкового сегмента, зокрема, сприяв процес об'єднання у грудні 2011 року двох найбільших бірж: Російської електронної біржі РТС FORTS (63,9 % біржового обороту країни) та ММВБ (Московської міжбанківської валютної біржі (32 %) <sup>316</sup>. Таке злиття за рахунок концентрації попиту та пропозиції на всі види біржових активів (цінні папери, фондові та товарні індекси, валюту, сільськогосподарську сировину та енергоносії) дозволило залучити додаткових учасників торгів, зокрема хеджерів, за рахунок використання ними широкого спектру стратегій хеджування.

В Україні досі ще не об'єднуються навіть біржі, що перейшли під контроль російських інвесторів, які, як уже зазначалося, об'єдналися в Московську біржу. Українська біржа <sup>317</sup> (власник контрольного пакету 22,44 % акцій – Московська біржа як правонаступник РТС) та електронна біржа ПФТС <sup>318</sup> (власник 50,01 % акцій – Московська біржа як правонаступник ММВБ). Фондова біржа «Перспектива», будучи лідером обігу цінних паперів в Україні, взагалі залишається осторонь процесів злиття та поглинання <sup>319</sup>. У цьому контексті необхідно у Програмі розвитку фондового ринку визначити роль України у процесах консолідації біржової торгівлі, тому що тільки за умови активної участі держави можливе їх скерування в інтересах суспільства.

На нашу думку, варто стимулювати процеси укрупнення бірж через їх злиття, що надасть можливість сконцентрувати попит і пропозицію цінних паперів і строкових фінансових інструментів (деривативів), підвищити ліквідність та запровадити нові технології торгівлі, а не лише спостерігати за процесом експансії російського капіталу та технологій укладання ф'ючерсних та опціонних угод. Як перспективу, доцільно розглядати злиття з європейськими біржовими ринками. За цих умов регуляторна політика держави потребує суттєвого коригування.

<sup>316</sup> Офіційний сайт Московської біржі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://moex.com/s10>

<sup>317</sup> Офіційний сайт Української біржі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ux.ua>

<sup>318</sup> Офіційний сайт Фондової біржі ПФТС [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pfts.com/uk/>

<sup>319</sup> Офіційний сайт Фондової біржі «Перспектива» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://fbp.com.ua/NewsEntry.aspx?id=974>.

Україна не потребує 10-ти фондових бірж, про результати торгівлі 7 з яких не повідомляють світові агенції Bloomberg та Reuters, як не потрібні біржі, на яких не укладаються строкові контракти і, відповідно, відсутня можливість хеджування ризиків.

Операції на строковому сегменті ринку цінних паперів пов'язані зі значними ризиками розміщення та залучення вільних ресурсів. До тепер недостатньо вирішеними залишаються питання вироблення адаптованих методик застосування похідних фінансових інструментів як інструментів хеджування ризиків вітчизняного ринку цінних паперів. Це перш за все стосується вдосконалення державного регулювання цих процесів та з'ясування особливостей здійснення операцій хеджування.

На сьогодні законодавство України не стимулює хеджерів, оскільки не створено жодних методик їх ідентифікації серед торговців, не встановлено особливостей ведення їх обліку. Натомість зарубіжна біржова практика чітко акцентує увагу на цій функції біржової торгівлі. Поряд зі справедливим ціноутворенням хеджування ризиків було і залишається основною метою торговців, що засновують біржі та працюють на них.

Хеджування як досить складний та ефективний спосіб управління ризиками не могли оминати увагою науковці.

Так, Дж. Кейнс вважав, що у країнах з нестійким валютним ринком можна досягти пом'якшення валютних коливань за рахунок впровадження валютних ф'ючерсів.

Дж. Хікс, у свою чергу, ввів у науковий обіг поняття «економіка теперішнього стану», яку ми називаємо економікою спотових контрактів (Spot Economy) та економікою майбутніх цін (Futures Economy).

Обидва класики оперували поняттям «хеджування», зазначаючи, що саме завдяки спекулянтам строкового ринку хеджери мають змогу компенсувати свої цінові ризики на ринку основного активу.

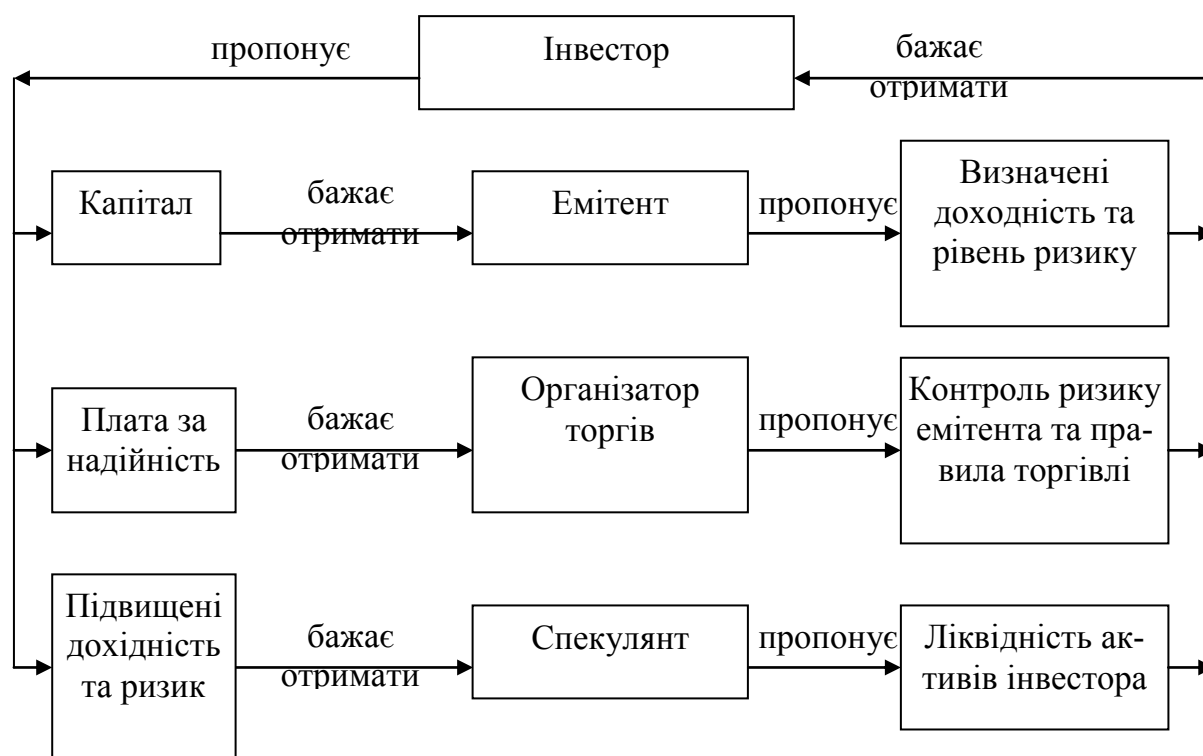
Дати пояснення такій точці зору можна, розглядаючи ринок цінних паперів через призму інтересів його основних суб'єктів (учасників), що відображено на рис. 3.6.

Основними ризиками вкладення коштів у цінні папери є кредитний (ризик невиконання зобов'язань емітентом чи несумлінної роботи посередника) та ціновий (ризик зниження вартості активів унаслідок цінових коливань).

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

Кредитний ризик прямо пов'язаний із ефективністю діяльності емітента та сумлінністю роботи посередника. У сучасних умовах він усувається організаторами торгів через процедури лістингу, правила та умови допуску посередників до участі в торгах.

Основним способом управління ціновим ризиком, що закладений у саму природу ринку цінних паперів, є ліквідація ризикових активів інвестора через їх продаж. У свою чергу, продаж можливий лише за умови наявності достатнього числа осіб, бажаючих виступити покупцями.



**Рис. 3.6. Концептуальна функціональна структура ринку цінних паперів**

*Джерело: розроблено автором.*

Таким чином, інвестори, виходячи на ринок цінних паперів, пред'являють попит на доходність, надійність контрагентів і ліквідність. Як товар, який пропонується в обмін на надійність, дохід і ліквідність, виступає право володіння та користування капіталом інвестора, а також плата за послуги посередників і організатора торгів.

Емітент пропонує ринку деякий рівень доходності в обмін на право володіння та користування капіталом інвестора. Організатор торгів і торговельні посередники пропонують інвестору деякий рівень надійності

його вкладень – через розробку і контроль дотримання емітентами мінімальних рівнів платоспроможності, фінансової стійкості та прибутковості, а також через чітку регламентацію власної діяльності.

Задоволення попиту інвесторів на ліквідність, як правило, неможливе за рахунок діяльності самих інвесторів. Адже за приблизно однаковими цільовими орієнтирами та обмеженнями важко розраховувати на відмінну поведінку (зайняття позиції покупця (продавця) проти домінуючого серед інвесторів прагнення продати (купити) активи).

Останніми роками в українському законодавстві чітко прослідковується суцільне прагнення до скорочення обсягів спекулятивних операцій, що свідчить про неправильне розуміння сутності ринку цінних паперів. Діяльність спекулянтів створює цей ринок, оскільки їх висока активність дозволяє забезпечувати достатню активність та ліквідність ринку. Ці дві характеристики є необхідними передумовами виходу на ринок інвесторів. За цих умов можна стверджувати, що активність спекулянтів є основою та рушійною силою ринку цінних паперів.

Лише наявність спекулянтів на ринку дозволяє інвесторам розраховувати на відкриття учасниками ринку протилежних позицій. Тому цільовим орієнтиром державного регулювання повинно бути не зниження спекулятивної складової ринку цінних паперів, а стимулювання активності інвесторів до операцій на ньому. У контексті вирішення цієї проблеми важливо створити дієві механізми забезпечення прозорості ринку та захисту прав його учасників.

Крім того, на сьогодні необхідно мотивувати біржові майданчики щодо подальшого розвитку послуг інтернет-трейдингу (торгівлі в режимі реального часу) як інструмента залучення інвестицій від роздрібного інвестора.

Зростання кількості фізичних осіб як учасників ринків цінних паперів є світовою тенденцією. Приватний інвестор за своєю інформаційною та технічною оснащеністю майже наблизився до професійних торговців цінними паперами, а деякі фізичні особи почали займатися цим видом діяльності як основним. За таких умов державна регуляторна політика повинна захищати такого інвестора від недобросовісного та неналежного здійснення діяльності професійними учасниками ринку цінних паперів.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

Запропоновані нами заходи мають адаптувати вітчизняне законодавство щодо біржової торгівлі цінними паперами до законодавства Європейського Союзу, зокрема до вимог Директиви 2004/39/ЄС щодо ліцензування та регулювання біржових ринків, допуску фінансових інструментів до обігу, призупинення та вилучення фінансових інструментів з обігу, щодо прозорості проведення біржових торгів, а також порядку обслуговування біржових операцій з цінними паперами.

Варто зазначити, що інвестиційні стратегії з похідними фінансовими інструментами є складними та потребують використання математичного апарату, тому що зміни на цьому ринку відбуваються досить швидко. Тому саме фінансова грамотність як складова вдосконалення регуляторної політики держави щодо розвитку строкового сегменту ринку цінних паперів набуває великого значення. У Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку для розв'язання цих проблем розроблено ряд документів. Зокрема, багато робиться щодо вдосконалення підготовки фахівців для фондового ринку загалом як щодо змісту навчання, так і підвищення якості контролю (фінальних тестових завдань). Однак цього недостатньо, потрібно підвищити рівень базової інвестиційної підготовки кадрів у системі вищої економічної освіти, для чого ввести до блоку нормативних дисциплін освітньо-професійних програм бакалаврів і магістрів з напрямів «Економіка та підприємництво» та «Менеджмент» такі дисципліни, як «Ринок цінних паперів» та «Біржова справа». Також пропонується запровадити цикл просвітницьких телепередач, як це роблять на бізнес-каналах учасники ринку FOREX. На самих біржах необхідно формувати відповідний інформаційний контент для хеджерів, починаючи із навчальних матеріалів, закінчуючи правилами реєстрації, сумами маржевих внесків тощо.

На нашу думку, для вирішення перешкод, які стоять на шляху ефективного та динамічного розвитку вітчизняного строкового сегмента ринку цінних паперів, необхідно:

– сформуванню законодавчу базу, що регулюватиме операції з деривативами шляхом прийняття законопроекту «Про похідні (деривативи)», що сприятиме розвитку не лише ринку деривативів, а й усього фінансового ринку в Україні:

– розширити лінійку фінансових інструментів;

- удосконалити системи обліку операцій з цими фінансовими інструментами;
- розвивати матеріальну базу, технології торгівлі, регулятивну та інформаційну інфраструктури;
- створити система поінформованості населення про можливості строкового сегменту ринку цінних паперів;
- підвищувати психологічну підготовленість суб'єктів господарювання до виконання операцій з деривативами шляхом проведення тренінгів та семінарів;
- розробити теоретичні рекомендації щодо механізму використання деривативів у діяльності підприємств;
- створити висококваліфіковані робочі груп з питань методології з залученням спеціалістів з організації біржової торгівлі і західних фахівців-практиків строкового ринку.

Практична реалізація запропонованих заходів дозволить усунути ряд важливих перешкод, що стримують ефективний розвиток строкового сегмента ринку цінних паперів.

### **3.4. Організація емісії та обігу облігацій з іпотечним покриттям на фінансових ринках країн світу: значення для України**

Емісія та обіг іпотечних цінних паперів на сьогодні є предметом активних дискусій в економічній літературі. Це пов'язано насамперед з тією роллю, яку ці фінансові інструменти відіграли у виникненні поточної фінансової кризи. Проте значення мають і масштаби цих інструментів впровадження у національні фінансові системи, що розбудовуються.

У вітчизняній економічній літературі досить традиційним є підхід до розгляду іпотечного ринку з позиції його класифікації на моделі<sup>320</sup>, <sup>321</sup>, <sup>322</sup>. Тим не менш, розмежування моделей функціонування

---

<sup>320</sup> Прокопенко В. Ю. Фінансово-кредитні інструменти розвитку ринку нерухомості: [монографія] / В. Ю. Прокопенко. – Х.: Контраст, 2012. – 416 с.

<sup>321</sup> Онишко С. В. Іпотечні інструменти на ринку нерухомості: світовий досвід та висновки для України / С. В. Онишко, В. Ю. Прокопенко Економіка і регіон. – 2012. – № 2 (33). – С. 156–163

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

іпотечного ринку (зокрема, «європейської» і «американської») певною мірою умовне. У межах глобалізації й інтеграції фінансових ринків елементи обох моделей перетинаються: зокрема, іпотечні цінні папери європейського типу впроваджуються в США. Тобто в багатьох випадках обидві моделі функціонують паралельно або використовуються ті моделі, які включають окремі елементи обох. У зв'язку з цим, не заперечуючи коректності виділення моделей функціонування іпотечного ринку, важливо сконцентруватися на центральному елементі, а саме – фінансових інструментах, що асоціюються з цими моделями.

Вивчення практики емісії та обігу облігацій з іпотечним покриттям (mortgage covered bond), характерних для європейських держав, є особливо актуальним, оскільки саме з цим типом іпотечних цінних паперів найчастіше пов'язують можливість відновлення довіри інвесторів до іпотечного ринку.

Облігації з іпотечним покриттям є одним із різновидів більш широкого класу цінних паперів, назву яких можна перекласти як «облігації з покриттям» (covered bonds). При цьому термін «облігації з покриттям» є загальним найменуванням типу цінних паперів. Самі цінні папери, що емітуються в окремих державах, можуть носити й інші найменування, наприклад, заставні листи в Німеччині та Польщі, житлові облігації у Франції тощо.

Незважаючи на те, що в Європейському Союзі існує тенденція до уніфікації законодавства у фінансовій сфері, параметри облігацій з іпотечним покриттям значно відрізняються залежно від країни, в якій вони емітуються. Так, ст. 24 (8) Директиви Європейського Парламенту та Ради Європейського Союзу 2009/65 / ЄС про координацію законів, підзаконних актів та адміністративних положень щодо підприємств колективного інвестування в переказні цінні папери містить лише загальні вимоги до фінансових інструментів, які можуть вважатися облігаціями з покриттям. Серед них:

- емітент є кредитною установою;
- наявність законодавства про спеціальний публічний нагляд за емітентом, призначений захищати власників облігацій;

---

<sup>322</sup> Лютий І. О. Іпотека: сучасні концепції, тенденції суперечності розвитку: [монографія] / І. О. Лютий, В. І. Савич, О. М. Калівошко. – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 548 с.

– кошти, отримані від емісії облігацій, повинні інвестуватися в активи, які протягом усього терміну дії цінних паперів здатні покрити вимоги, що виникають з облігацій, і які у разі неплатоспроможності емітента будуть використані, в першу чергу, для погашення основної заборгованості за облігаціями і нечисленними відсотками<sup>323</sup>.

Крім ознак, викладених вище, дослідники виділяють й інші ключові ознаки облігацій з покриттям. Так, С. Шварц виділяє дві ключові характеристики цього типу цінних паперів:

– вони мають забезпечення (як правило, – високоякісні активи, наприклад іпотечні кредити, державний борг);

– держателі цих цінних паперів мають право вимоги до емітента у разі недостатності забезпечення (особливість відома як «dual recourse», право подвійної вимоги).

Крім того, цей автор вказує, що стандартною для облігацій з покриттям є також наявність динамічного покриття (низькоякісні активи в його структурі замінюються високоякісними), перебування покриття у складі активів емітента з його виділенням (наприклад, надання йому спеціального режиму у разі банкрутства)<sup>324</sup>.

Європейська рада облігацій з покриттям визначає такі ознаки, що характеризують ці цінні папери:

– емісія облігацій здійснюється кредитною установою, перебуває під публічним контролем, або власник облігацій має право вимоги до такої установи;

– власники облігацій мають першочергове право вимоги до пулу активів, що виступають забезпеченням порівняно з іншими кредиторами кредитної установи;

– кредитна установа зобов'язана постійно забезпечувати суму активів у пулі, достатню для забезпечення вимог усіх власників облігацій;

---

<sup>323</sup> Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02009L0065-20130620>

<sup>324</sup> Schwarcz, Steven L. The Conundrum of Covered Bonds / Steven L. Schwarcz // Business Lawyer. – 2011. – No 66. – pp. 561–586.



### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

– зобов'язання кредитної установи щодо пулу покриття перебувають під наглядом публічної чи іншої незалежної установи<sup>325</sup>.

Таким чином, основними ознаками облігацій з покриттям (зокрема, облігацій з іпотечним покриттям) є особливий емітент (кредитна установа), наявність специфічного покриття (пул активів перебуває на балансі установи, однак окремо виділений з його активів з метою першочергового забезпечення вимог власників облігацій з покриттям), особливий порядок нагляду за операціями щодо забезпечення достатнього розміру покриття.

Слід також звернути увагу на риси, які відрізняють облігації з іпотечним покриттям від цінних паперів з іпотечним забезпеченням. Однією з ключових відмінностей є наявність у власника першого типу цінних паперів права вимоги безпосередньо до кредитної установи і, відповідно, відсутність передачі кредитного ризику при їх емісії<sup>326</sup>. Іншими словами, застосовується методика, відома як балансова сек'юритизація<sup>327</sup>. Ця відмінність, у свою чергу, призводить до виникнення й інших характерних рис облігацій з іпотечним покриттям. Так, у зв'язку з тим, що кредитні ризики залишаються за емітентом цінних паперів, метою емісії облігацій з іпотечним забезпеченням є лише рефінансування виданих кредитів. З іншого боку, цінні папери з іпотечним забезпеченням дозволяють емітенту знизити ризики за рахунок їх передачі інвесторам<sup>328</sup>, виходячи з цього, облігації з іпотечним покриттям з погляду останніх вважаються більш надійним інструментом.

Класичними облігаціями з іпотечним покриттям вважаються німецькі заставні листи (Pfandbriefe). Тут варто зазначити, що саме ні-

---

<sup>325</sup> European Covered Bond Council. 2014 ECBC European Covered Bond Fact Book. – 564 p. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ecbc.hypo.org/Content/Default.asp?PageID=367>

<sup>326</sup> European Central Bank. The Impact of the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme on the Primary and Secondary Markets / John Beirne, Lars Dalitz, Jacob Ejsing, Magdalena Grothe, Simone Manganelli, Fernando Monar, Benjamin Sahel, Matjaž Sušec, Jens Tarpking and Tana Vong // Occasional Paper Series – January 2011. – No 122. – 36 p. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://ssrn.com/abstract\\_id=1646280](http://ssrn.com/abstract_id=1646280).

<sup>327</sup> Корженевская В. Методики секьюритизации / В. Корженевская // Бан-каскійвеснік. – 2010. – № 28 (501). – С. 20–25.

<sup>328</sup> Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/coverbondsintheeufinancialsystem200812en\\_en.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/coverbondsintheeufinancialsystem200812en_en.pdf)

мецьке законодавство здійснило найбільший вплив на розвиток правових режимів обігу іпотечних цінних паперів в європейських країнах. Сьогодні німецький ринок такого класу фінансових інструментів є одним із найбільш активних у Європі. Відповідно, більшість дослідників, виділяючи характерні ознаки облігацій з іпотечним покриттям, орієнтуються саме на німецьку практику. Разом з тим слід взяти до уваги, що фінансові інструменти не є статичним явищем. Так, однією з ознак іпотечних цінних паперів європейського типу протягом тривалого часу вважалася спеціалізація емітента. Тим не менш, у 2005 році в Німеччині ця вимога була скасована; від емітента потрібна лише наявність спеціальної ліцензії.

У зв'язку з цим в європейських країнах склалися різні моделі функціонування та обігу облігацій з іпотечним покриттям. Так, О. Штёкер виділяє п'ять моделей емісії та обігу даних фінансових інструментів:

- модель спеціалізованої кредитної установи;
- модель універсальної кредитної установи;
- модель спеціалізованої фінансової установи;
- модель компанії спеціального призначення;
- модель централізованого емітента <sup>329</sup>.

Модель спеціалізованих кредитних установ є найстарішою і в певному сенсі «класичною». У межах цієї моделі право на емісію облігацій з іпотечним покриттям надається виключно спеціалізованим кредитним установам (як правило, іпотечним банкам). Спеціалізація означає обмеження кола операцій емітента облігацій з покриттям наданням кредитів, допустимих для включення до пулу активів для покриття (як правило, іпотечні кредити, кредити органам публічної влади, кредити, забезпечені заставою повітряних і водних судів), придбанням прав вимоги за цими кредитами і емісією облігацій з відповідним покриттям. Статус спеціалізованої кредитної установи на сьогодні обов'язковий для емісії облігацій з іпотечним покриттям у Польщі, Угорщині, Люксембурзі. У Данії з 2007 року, крім іпотечних облігацій (Realkreditobligationer), емітентом яких можуть бути винятково спеціалізовані кредитні установи, передбачено звернення іпотечних

---

<sup>329</sup> Stöcker O. Covered bond models in Europe: fundamentals on legal structures / Otmar Stöcker // Housing Finance International: The Quarterly Journal of the International Union for Housing Finance. – Winter 2011. – pp. 32–40.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

облігацій з покриттям (Særligt Dækkede Realkreditobligationer), емітентом яких можуть виступати як спеціалізовані іпотечні, так і універсальні банки<sup>330</sup>. Модель спеціалізованої кредитної установи протягом тривалого часу була характерна також для Німеччини, проте в 2005 році з прийняттям нового законодавства про заставні листи ця вимога перестала бути обов'язковою.

Модель універсальної кредитної установи може реалізовуватися різними шляхами:

- право на емісію надається всім універсальним банкам (наприклад, у Болгарії, Греції, Іспанії, Литві, Португалії, Словаччини, Чехії);
- для емісії потрібна наявність спеціальної ліцензії (наприклад, в Австрії, Данії, Фінляндії, Німеччині).

У зв'язку з відсутністю вимог до спеціалізації діяльності кредитної установи для цієї моделі характерною є чітка деталізація способу виділення покриття зі складу інших активів фінансової установи, в першу чергу, щодо процедури банкрутства. Зокрема, в Німеччині у разі неплатоспроможності емітента передбачено функціонування пулу покриття як окремого фонду, очолюваного управителем. При цьому навіть у разі відкликання банківської ліцензії емітента банківська ліцензія подібного фонду діє до повного погашення заборгованості, що виникла у зв'язку з емісією та розміщенням облігацій із покриттям.

Модель спеціалізованої фінансової установи передбачає, що функція кредитора та емітента іпотечних цінних паперів розділяється за рахунок створення спеціалізованої фінансової установи.

Яскравим прикладом подібної моделі є житлові облігації, що випускаються у Франції (*obligation foncière*). Їх емітентом можуть виступати товариства житлового кредиту (*société de crédit foncier*), для яких передбачено спеціальний режим діяльності. Відповідно до французького законодавства товариства житлового кредиту є спеціалізованими кредитними установами, винятковими цілями діяльності яких є:

- надання чи придбання гарантованих кредитів, зобов'язань юридичних осіб публічного права, а також цінних паперів і фінансових інструментів, визначених законодавством;

---

<sup>330</sup> Lov om ændring af lov om finansiel virksomhed og forskellige andre love [Електронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.retsinformation.dk/forms/r0710.aspx?id=27608>

– емісія житлових облігацій з метою рефінансування зазначених категорій кредитів;

– емісія житлових облігацій з метою рефінансування зазначених категорій кредитів, зобов'язань, цінних паперів і фінансових інструментів, що надають їх власникам привілеї, визначені законодавством, а саме право на виплати переважно перед іншими кредиторами товариства житлового кредиту<sup>331</sup>.

Дозвіл на здійснення діяльності надається Установою банківського контролю, нагляд за виконанням умов діяльності здійснюється цією ж установою.

Хоча це прямо не встановлено законодавством, на практиці товариства житлового кредиту створюються «материнськими» банками і входять до їх фінансових груп. Це відрізняє такі компанії від спеціалізованих емітентів, характерних для «американської» моделі іпотечних цінних паперів. Іншою ключовою відмінністю є те, що нагляд за діяльністю емітента здійснюється в рамках загального банківського нагляду, водночас як у США нагляд за емітентами здійснюється в рамках окремої системи.

Модель компанії спеціального призначення (Special Purpose Vehicle, SPV) використовується в таких державах, як Великобританія, Італія, Нідерланди. При цій моделі емітентом виступає універсальна кредитна установа, проте з метою здійснення емісії створюється юридично відособлена компанія спеціального призначення, активи якої, що використовуються як покриття, передаються для управління.

Ключовою відмінністю даної моделі від моделі спеціалізованої фінансової установи є те, що компанія спеціального призначення не виступає емітентом, а лише гарантує здійснення виплат за облігаціями. Як і у випадку попередньої моделі, кредитна установа виступає в ролі материнської компанії що до SPV.

При моделі централізованого емітента (Швейцарія, Австрія, Франція) банківські установи є учасниками компанії-емітента (Pfandbriefbank і Pfandbriefzentrale в Швейцарії, Pfandbriefstelle в Австрії, Caisse de Refinancement de l'Habitat у Франції); у разі необхідності рефінансування

---

<sup>331</sup> Code monétaire et financier. Version consolidée au 17 novembre 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do;jsessionid=F7931F483E02B0726AC24D2CA8E0E1BE.tpdjo09v\\_2?cidTexte=LEGITEXT000006072026&dateTexte=20141202](http://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do;jsessionid=F7931F483E02B0726AC24D2CA8E0E1BE.tpdjo09v_2?cidTexte=LEGITEXT000006072026&dateTexte=20141202)

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

іпотечних кредитів вони продаються або передаються емітенту, який формує з них покриття для емісії цінних паперів.

У підсумку можна зазначити, що кожна з названих моделей має свої недоліки і переваги. Так, модель спеціалізованої кредитної установи відрізняється надійністю і відносною простотою з позиції нагляду. З іншого боку, вимога спеціалізації значно обмежує коло потенційних емітентів іпотечних цінних паперів. Зокрема, в Чехії та Словаччині, що використовують модель емісії універсальними кредитними установами, впровадження іпотечних цінних паперів було набагато ширшим, ніж при застосуванні моделі емісії іпотечних цінних паперів спеціалізованими кредитними установами (Польща та Угорщина).

Серед переваг моделі спеціалізованої фінансової установи слід відзначити високий рівень спеціалізації, простоту в організації нагляду за діяльністю, чітке розмежування фондів у разі неплатоспроможності та низький рівень витрат. Стосовно недоліків, то наводиться той факт, що, незважаючи на юридичну відокремленість емітента, він фактично є частиною універсального банку, а також відсутність спеціалізації «материнського» банку<sup>332</sup>. У зв'язку з близькістю до цієї моделі модель компанії спеціального призначення має схожі переваги і недоліки.

Запровадження цих двох моделей передбачає досить високий рівень розвитку фінансового ринку в цілому та іпотечного – зокрема, що знижує ефективність їх впровадження в державах, де такі ринки перебувають лише на стадії формування. З іншого боку, модель централізованої установи є досить привабливою для подібних держав, оскільки дозволяє здійснювати масштабні емісії цінних паперів при зниженні їх вартості за рахунок ефекту масштабу.

Тим не менш, слід звернути увагу на ряд істотних ризиків, пов'язаних з діяльністю подібних емітентів. Так, монополізація емісії створює високі політичні ризики і ризики опортуністичної поведінки, що, в свою чергу, створює необхідність створення ефективної системи контролю за діяльністю емітента. Крім того, впровадження моделі централізованого емітента вимагає наявності достатньої кількості зацікавлених у її функціонуванні кредитних установ, що працюють на ринку іпотечного кредитування. У зв'язку з цим, хоча впровадження

<sup>332</sup> Lassen, T. Specialization of Covered Bond Issuers in Europe / Tim Lassen // Housing Finance International. – 2005. – Vol. 20 Issue 2. – pp. 3–12.

цієї моделі і є доцільним, особливо в державах з іпотечним ринком, що розвивається, обмеження використання саме цієї моделі недоцільно.

Найбільш доцільними для використання в Україні є дві з наведених вище моделей: модель універсальних кредитних установ і модель централізованого емітента. Перша модель у цілому застосовується і сьогодні у формі іпотечних облігацій. Впровадження другої моделі можливо шляхом реформування Державної іпотечної установи із залученням до її діяльності зацікавлених комерційних банків і поступовим зменшенням впливу держави на її діяльність.

### **3.5. Удосконалення механізму сек'юритизації фінансових активів в Україні**

Механізм сек'юритизації фінансових активів є загальновизнаним та найбільш ефективним фінансовим інструментом залучення довгострокового фінансування, який дозволяє рефінансувати портфель кредитів із залученням більш дешевих коштів, а також знизити та диверсифікувати кредитні ризики портфеля, що визначає його роль у реалізації регулятивного потенціалу фінансового ринку.

Слід зазначити, що появі механізму сек'юритизації на українському ринку кредитування сприяли такі фактори, як підвищення кредитних рейтингів України та українських емітентів, сприятлива макроекономічна ситуація, що передувала світовій фінансовій кризі, динамічне зростання важливих показників економіки та ВВП. Однак початок фінансової кризи другої половини 2007 року обмежив можливості залучення коштів іноземних інвесторів, а також можливості проведення угод сек'юритизації. Фінансовим установам України довелося або відмовитись від планів сек'юритизації, або відстрочити угоди до фінансової стабілізації кон'юнктури ринку та світової економіки. Таким чином, на сьогодні існує гостра необхідність диверсифікації джерел залучення коштів для розвитку іпотечного кредитування. І це, в свою чергу, потребує мінімізації перешкод на шляху сек'юритизації фінансових активів.

Перш ніж оцінити наслідки обмеження масштабів використання механізму сек'юритизації для вітчизняного ринку кредитування, важливо звернутися до більш детальної характеристики цього механізму.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

Справа в тому, що ряд зарубіжних авторів звинувачують сек'юритизацію та її учасників у всіх «перекосах» і диспропорціях світової економіки, які і призвели до кризи<sup>333</sup>. Сьогодні в засобах масової інформації і на сторінках наукових журналів можна зустріти тези не лише щодо жорсткого регулювання, але й щодо заборони проведення сек'юритизації<sup>334</sup>. Проте аналіз на подій на фінансових ринках у 2006–2008 роках дозволяє стверджувати те, що нерідко звинувачення у бік сек'юритизації не відповідають дійсності і висловлюються без урахування суті і можливостей цієї форми фінансування. Як справедливо зазначає А.Б. Фельдман, «безперспективно оцінювати генезис кризи з вузьких позицій, зав'язаних на якій-небудь одній обставині, будь то суб'єктивні помилки, непомірна жадібність або інструменти строкового ринку»<sup>335</sup>.

Дж. Стіглиц у своїй праці «Круте піке»<sup>336</sup> відзначив, що значною перевагою сек'юритизації активів є диверсифікація ризиків, але водночас несиметрична інформація руйнувала ефект диверсифікації. Це пов'язано з тим, що при переупаковці кредитів банк позбавляється не тільки від ризиків, але і від стимулів піклуватися про якість сек'юритизованого портфеля. Це і стало небезпечним для всієї фінансової системи.

Криза довгострокової та короткострокової ліквідності, банкрутство найбільших світових установ визначили негативне відношення учасників ринку до угод і продуктів сек'юритизації за рахунок їх ролі в розвитку фінансової кризи. Проте саме за рахунок використання механізму сек'юритизації можливе залучення необхідного фінансування на вигідних умовах, однак на основі подальшого розвитку цього механізму. При цьому класичні угоди сек'юритизації є життєздатними в умовах кризи, а відокремлення ризиків продукту від установ-оригінацій до інвесторів також має свої переваги. Обов'язково

---

<sup>333</sup>Смирнов Л. Кредитный пузырь и перколяция финансового рынка / Л. Смирнов // Вопросы экономики. – 2008. – № 10; Суэтин А. О причинах современного финансового кризиса / А. Суэтин // Вопросы экономики. – 2009. – № 1.

<sup>334</sup>Флассбек Х. В ожидании умного регулирования / Х. Флассбек // Эксперт. – 2010. – № 2.

<sup>335</sup>Фельдман А. Б. Современный экономический кризис и производные финансовые инструменты / А. Б. Фельдман // Вопросы экономики. – 2009. – № 5.

<sup>336</sup>Стиглиц Дж. Крутое пики / Дж. Стиглиц // Эксмо. – 2011. – 510 с.

має відбуватись розподіл пулу активів на транші за умови викупу молодших траншів самою установою-оригінатором. Механізм класичної сек'юритизації успішно працював, втім широке використання продуктів синтетичної сек'юритизації та збільшення високоризикових іпотечних активів обумовили неконкурентоспроможність угод сек'юритизації. Одночасно з цим масштаби необхідного фінансування є величезними, але їх можна забезпечити шляхом сек'юритизації за стійкості кредитних продуктів та диверсифікації ризиків.

Для відновлення попиту на продукти сек'юритизації, підвищення привабливості таких угод для всіх учасників необхідно усунути негативні ефекти сек'юритизації, що проявились під час спаду світової економіки. Перш за все необхідно переглянути якість стандартів оцінки продуктів сек'юритизації, які повинні базуватись на всебічному аналізі ризиків самого продукту, ринкового ризику. Значну роль відіграє побудова якісної, адекватної системи оцінки як позичальника, так і нерухомості, що купується, а також розвиток взаємовідносин з інвесторами з метою спрощення продуктів сек'юритизації та підвищення прозорості механізмів.

Розвиток ринку сек'юритизації в Україні пов'язаний з багатьма макроекономічними факторами, а відображення впливу світової фінансової кризи на вітчизняний ринок сек'юритизації зробило майже недоступними транскордонні угоди. На сучасному етапі розвитку потреби в житловій нерухомості значно більші, ніж заощадження населення, що і визначає попит на іпотечні житлові кредити. Фактичне призупинення іпотечного кредитування фінансовими установами в Україні з другої половини 2008 року обумовлене відсутністю належного фінансування, починає змінюватись поступовим відновленням іпотечних програм. Однак потреба у фінансуванні залишається гострою, що робить надзвичайно актуальним подальший розвиток механізму сек'юритизації фінансових активів.

Інноваційний характер сек'юритизації фінансових активів спричинив появу досить масштабних екстерналій, які мали ефект мультиплікатора фінансової кризи. Водночас розширення обсягів сек'юритизації фінансових активів понад допустимі межі зробило неможливим належний контроль цього ринку з боку державних органів. Виникнення екстерналій засвідчило економічну неефективність взаємодії учасників ринку сек'юритизації фінансових активів, тому функція уникнення або мінімізації



### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

прояву негативних зовнішніх ефектів має бути покладена на державу. Необхідно посилити контроль державних органів за здійсненням сек'юритизації на основі пруденційного підходу, що вимагає створення особливого правового середовища.

Проведення перших угод сек'юритизації в Україні випередили її нормативну регламентацію, що, можливо, стало додатковим фактором поряд із кризою, який вплинув на припинення подібних угод. Тому для підвищення ефективності відновлення використання сек'юритизації фінансових активів вітчизняними оригінаторами необхідно застосувати пруденційний підхід при розробці відповідних державних заходів.

Спираючись на уроки кризи, досвід провідних країн світу, які вже мають ефективно функціонуючий ринок сек'юритизації фінансових активів, та враховуючи реалії вітчизняної економіки, ключовими моментами, які потребують розробки системи заходів, направлених на активізацію сек'юритизації фінансових активів в Україні, є такі:

1. Розробка спеціального законодавства щодо регулювання сек'юритизації фінансових активів.
2. Внесення змін до системи оподаткування в контексті оподаткування операцій із сек'юритизації фінансових активів.
3. Подальший розвиток системи банківського нагляду в контексті вимог Базельського комітету.
4. Розширення внутрішньої інвестиційної бази та створення умов для залучення іноземних інвесторів.
5. Розвиток вітчизняних рейтингових агентств.

Щодо зарубіжного досвіду, то він свідчить, що багато розвинених країн світу також не поспішали з його створенням (наприклад, Росія витратила 7, а Японія – 6 років). При цьому особливістю є те, що законодавство було «не проти» сек'юритизації, а просто не містило в собі відповідних положень щодо можливостей її реалізації.

Як відомо, державне регулювання може здійснюватись у двох формах: чим більше регулювання, тим краще (регулятивна концепція), і чим менше такого втручання, то тим краще (концепція дерегуляції). Одним зі способів забезпечення регулятивного підходу є реалізація принципу «спочатку закон», а потім відносини. Недоліком цього принципу є заборона на появу нових відносин (цей підхід називають ще *ex ante*, тобто з самого початку). Протилежний підхід орієнтований

на те, що суспільство вправі самостійно створювати нові відносини, головне, щоб такі відносини не суперечили базовим принципам законодавства. Держава ж при такому підході втручається лише після того, як відбулося порушення. Такий підхід має назву *ex post*. Можна сказати, що в першому випадку (*ex ante*) двері для нових відносин (зокрема, а сек'юритизації) зачинені, в іншому випадку (*ex post*) можливості (двері) відкриті <sup>337</sup>.

В Україні в частині регламентації сек'юритизації фінансових активів, на нашу думку, існує підхід державного регулювання *ex post*. Закон України «Про іпотечні облігації» дозволяє проведення на території України як балансової, так і позабалансової сек'юритизацій шляхом випуску звичайних та структурованих іпотечних облігацій <sup>338</sup>. Так, у ст. 3 цього закону зазначається, що емітентом звичайних іпотечних облігацій є іпотечний кредитор, який несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпотечними облігаціями іпотечним покриттям та всім іншим своїм майном. У свою чергу, емітентом структурованих іпотечних облігацій є спеціалізована іпотечна установа, яка несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпотечними облігаціями лише іпотечним покриттям. Незважаючи на те, що цей закон набув чинності ще у 2005 р. та створено законодавчу базу для укладання сек'юритизаційних угод, до сьогодні практика сек'юритизації іпотечних активів в Україні не набула широкого розповсюдження. Мають місце лише окремі випадки сек'юритизації. Крім того, фактично передбачено застосування механізму сек'юритизації лише іпотечних активів. Так, передбачена можливість передачі фінансовими установами прав вимог за забезпеченими іпотекою грошовими зобов'язаннями боржника (іпотечних активів) спеціалізованим іпотечним установам, які мають право здійснювати емісію структурованих іпотечних облігацій, виконання яких забезпечено таким іпотечним покриттям. Тобто законодавче регулювання сек'юритизації фінансових активів в Україні не регламентує цей процес повним обсягом.

---

<sup>337</sup> Ю. Е. Туктаров. Секьюритизация и законодательство.

[http://www.lecap.ru/upload/information\\_system\\_15/2/2/9/item\\_229/information\\_items\\_property\\_443.pdf](http://www.lecap.ru/upload/information_system_15/2/2/9/item_229/information_items_property_443.pdf)

<sup>338</sup> Про іпотечні облігації: Закон України: від 22.12.2005 № 3273-IV // Відомості ВРУ. – 2006. – № 16. – С. 134.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

Наступним кроком держави у створенні сприятливого організаційно-правового середовища для сек'юритизації фінансових (іпотечних) активів стало створення у 2012 р. Публічного акціонерного товариства Агентство щодо рефінансування житлових кредитів (АРЖК) за підтримки чотирьох державних банків: Ощадбанк, УкрЕксім Банк, Укргазбанк та банк Київ. Це агентство перейняло найкращий світовий досвід і було створено за аналогією відомих світових компаній. Його фінансовим інструментом є звичайні іпотечні облігації, які є надійним способом інвестування коштів, гарантіями зобов'язань за якими є іпотечне забезпечення.

У подальшому наміри щодо законодавчої підтримки розвитку сек'юритизації фінансових активів неодноразово відображувались у проектах різноманітних державних програм (наприклад, Проект державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні на 2008–2012 роки, Програма розвитку фондового ринку України на 2012–2014 роки тощо), але переважна частина цих документів так і залишилися проектами.

Наступною законодавчою ініціативою у сфері сек'юритизації фінансових активів стала розробка у 2013 році Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку та подання на розгляд Верховної Ради України (у 2014 році) проекту Закону України «Про внесення змін до деяких законів України щодо створення механізмів убезпечення фінансових активів».

Незважаючи на те, що в пояснювальній записці до проекту закону вказано, що основними його завданнями є врегулювання питання за провадження сек'юритизації активів, відмінних від іпотечних<sup>339</sup>, проте в цьому документі містяться й загальні положення сек'юритизації. Це визначення основних понять, процедура створення та діяльності спеціальної фінансової установи, процедура формування та обслуговування виділених активів, процедура ліквідації спеціальної фінансової установи. На нашу думку, враховуючи те, що вищезазначений законопроект досі не прийнятий Верховною Радою України і зважаючи на недостатню регламентацію в ньому деяких аспектів сек'юритизації, вважаємо, що ключовими моментами при розробці законопроекту повинні стати:

- 1) визначення основних понять;

<sup>339</sup> Офіційний сайт НКЦПФР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://nssmc.gov.ua/law/18672>

- 2) розширення переліку активів, які можуть бути сек'юритизовані;
- 3) принцип дійсного продажу активів (true sale);
- 4) принцип віддалення від банкрутства емітента (тобто SPV);
- 5) субординація випуску (траншування);
- 6) стандартизація угод сек'юритизації.

Зокрема, враховуючи багатогранність процесу та широкий спектр учасників сек'юритизації, до переліку основних понять необхідно додати і такі, як: класична та синтетична сек'юритизація, сервісер, адміністратор грошових потоків, довірена особа тощо.

З метою деталізації переліку активів, які можуть бути сек'юритизовані, потрібно включити ще банківські кредити (іпотечні, автомобільні, споживчі, малому та середньому бізнесу та ін.), майбутні страхові премії, активи лізингових компаній, активи державних органів влади (податкові надходження, валютні надходження тощо), активи підприємницьких структур (майбутня виручка, дебіторська заборгованість), активи від інтелектуальної власності.

Важливим моментом сек'юритизації фінансових активів є можливість ізолювати сек'юритизовані активи від можливих претензій кредиторів до оригінатора у випадку її банкрутства. Якщо така ізоляція буде неефективною, цінні папери SPV не зможуть отримати кредитний рейтинг, вищий за рейтинг самого оригінатора. Це негативно вплине на ціну позикового залученого фінансування. Враховуючи те, що сек'юритизація фінансових активів з позиції структурування та адміністрування є набагато складнішою та витратнішою, ніж, наприклад, випуск незабезпечених єврооблігацій, збільшення вартості залученого позикового фінансування може зробити сек'юритизацію економічно необґрунтованою для оригінатора.

Цей момент є досить важливим, адже якщо договір купівлі-продажу сек'юритизованого пулу активів буде визнаний недійсним, а продані активи будуть повернуті компанії-оригінатору, це призведе до того, що позикове фінансування, надане SPV, перестане бути забезпеченим. Разом з тим вимога SPV до оригінатора (кошти, сплачені оригінатору при купівлі пулу сек'юритизованих активів) також буде незабезпеченою і задовольнятиметься в загальному порядку відповідно до діючого законодавства<sup>340</sup>.

---

<sup>340</sup> [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.ufin.com.ua/analit\\_mat/rzp/108.htm](http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/108.htm)

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

Принцип віддалення від банкрутства емітента (SPV) полягає в тому, що після продажу активів SPV ризик його банкрутства має бути мінімальним. Мінімізації цього ризику може сприяти введення таких норм щодо SPV, як:

- обмежена правоздатність;
- обмеження добровільної ліквідації (введення можливості добровільної ліквідації лише після виконання зобов'язань за облігаціями, або за згодою 90 % власників облігацій);
- передача повноважень одноосібного виконавчого органу управляючій компанії, а бухгалтерського обліку – спеціалізованій організації;
- обмеження кола осіб, які можуть подавати заяви про визнання SPV банкрутом (заява про банкрутство може подаватись лише акредитованим представником власників облігацій на основі рішення загальних зборів);
- обмеження на наявність штату працівників, що означає зменшення кількості потенційних кредиторів (але цю норму треба вивчати в контексті норм законів про працю);
- договірні обмеження на звернення конкурсного кредитора в суд із заявою про банкрутство.

Субординація випуску (траншування) передбачає розподіл емісії цінних паперів, забезпечених активами на декілька траншів (умовно «старший-молодший», або А-Б-В). Виплати щодо молодших траншів здійснюються після задоволення вимог власників облігацій старших траншів. Старші транші, як правило, мають вищий рейтинг. Така субординація передбачає, що менш привілейовані папери (молодші транші) виступають як забезпечення для більш привілейованих паперів (старші транші). Дотримуючись цього принципу, SPV розподіляє фінансові потоки від пулу активів між класами емітованих цінних паперів молодшої, середньої та старшої категорії, які відрізняються рівнем ризику, дохідності та термінами погашення. Молодші транші можуть викупатись оригінатором.

Необхідність стандартизації угод сек'юрітизації фінансових активів обумовлена високим рівнем правової невизначеності, відсутністю достатнього досвіду здійснення угод з боку учасників та державних регуляторів, гострою нестачею капіталу в умовах необхідності переходу до вимог Базеля III.

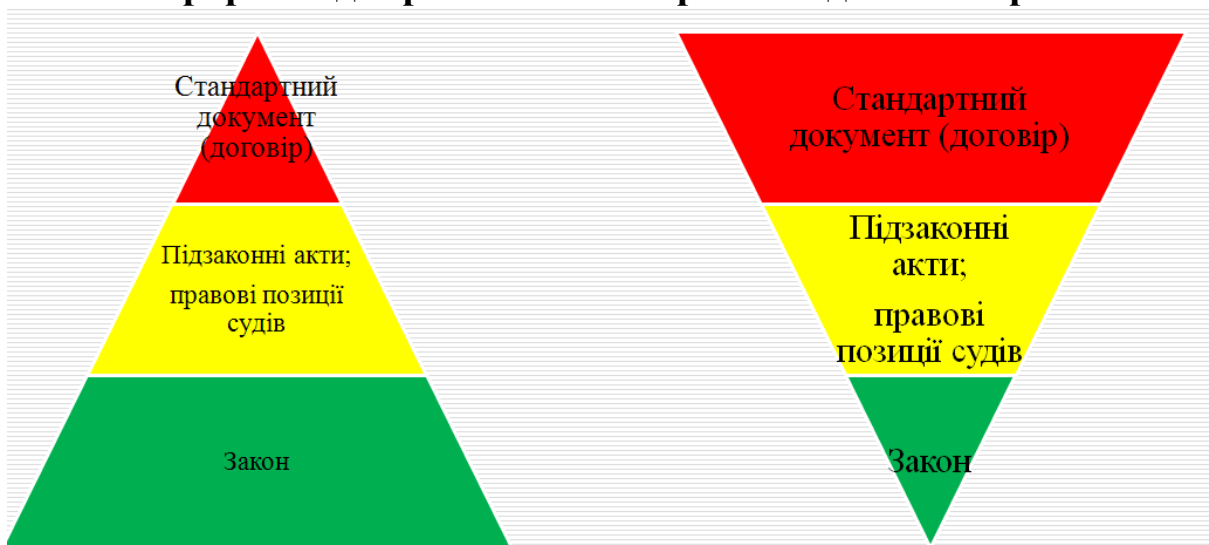
Елементами стандартизації угод сек'юритизації фінансових активів повинні стати такі документи:

- стандартний договір продажу пулу активів SPV;
- стандартний договір обслуговування кредитного портфеля;
- стандартний договір SPV з управляючою компанією;
- типовий статут SPV;
- типові рішення про емісію облігацій SPV (за траншами);
- рекомендації щодо структурування угоди і вимоги до активів;
- рекомендації з бухгалтерського обліку.

Стандартні документи (договори) повинні містити основні договірні умови, які широко використовуються банками та відповідають діючому законодавству і кращому світовому досвіду. Для їх формулювання необхідно долучити представників судової системи, юристів, банкірів, представників державних органів. Але ці документи не є обов'язковими до використання фінансовими установами, вони можуть змінювати та адаптувати положення стандартних документів (договорів), при цьому розуміючи те, що приймають на себе правові ризики недійсності внесених змін.

Якщо уявити собі місце стандартних документів (договорів) у вигляді ієрархії джерел правових норм та за об'ємом рекомендованих правил, то це набуде такого вигляду (рис. 3.7).

### **За ієрархією джерел за обсягом рекомендованих правил**



**Рис. 3.7. Місце стандартних документів (договорів) у вигляді ієрархії джерел правових норм та за обсягом рекомендованих правил**

*Джерело: складено автором.*

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

Таким чином, сек'юритизація фінансових активів як правовий інститут являє собою систему норм, спрямованих на зниження правових та економічних ризиків, які виникають при рефінансуванні сукупності грошових вимог шляхом розміщення цінних паперів. Такі параметри сек'юритизації фінансових активів, як масштаб, час і надійність, змушують переглядати діюче та створювати нове законодавство.

Важливим кроком у створенні інфраструктури сек'юритизації фінансових активів є розвиток системи банківського нагляду.

Підписання Україною угоди про асоціацію з ЄС вимагає відповідної модернізації системи банківського нагляду. Фінансовому сектору необхідно якнайшвидше підтягнутись до вимог та стандартів системи Базель III, які з 2019 року стануть обов'язковими в усіх країнах ЄС.

Теоретично Україна може і не виконувати правила Базельського комітету з питань банківського нагляду – в тексті Угоди з ЄС таких вимог немає. Проте саме перехід на ці стандарти дозволить очистити банківський сектор та залишити на ринку тільки тих гравців, які здатні витримати жорстку конкуренцію за клієнта. Україні вже сьогодні потрібно думати про стратегічний розвиток банківського сектору на найближчі десять років<sup>341</sup>.

Система Базель III була створена з урахуванням уроків фінансової кризи 2008 року, яка продемонструвала недостатню фінансову стійкість банківської системи навіть розвинених країн. Реальна банківська практика, накопичення досвіду реалізації ризиків сек'юритизації зумовили необхідність зміни регулюючих підходів щодо банківського нагляду. З'явилась необхідність посилення вимог наглядового органу до розкриття інформації, зокрема за операціями сек'юритизації.

У зв'язку з цим комітет Базеля з банківського нагляду розробив нову Угоду – Базель III<sup>342</sup>, направлену, зокрема, на забезпечення додаткового рівня захисту від модельного ризику, на стримування системних ризиків. Угода визнає, що основним джерелом втрат міжнародних банків в умовах останньої кризи стали торгові портфелі і операції

<sup>341</sup> Мамедов С. Базель III як банківська карта євроінтеграції [Електронний ресурс] / С. Мамедов. – Режим доступу: <http://www.eurointegration.com.ua/experts/2014/07/8/7024038/>

<sup>342</sup> Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems – revised version June 2011, BCBS, May 2011 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.bis.org/bcbs>

сек'юритизації. У зв'язку з цим змінюються підходи до оцінки ризиків сек'юритизації, вводяться заходи щодо посилення вимог до капіталу під кредитні ризики, обумовлені фінансуванням у результаті операцій сек'юритизації.

Для вирішення проблеми системних ризиків і їх взаємозв'язку Базель III передбачає серед інших заходів такі вимоги щодо операцій сек'юритизації:

– забороняється включати в розрахунок базового капіталу першого рівня (Common Equity Tier 1) очікувані суми прибутку від продажу в результаті операцій сек'юритизації (Gain on sale related to securitisation transactions);

– сек'юритизаційні вимоги, що забезпечують банку позиції перших збитків, віднімаються по 1 250 % з капіталу першого і з капіталу другого рівнів (згідно з Базелем II було 50 %);

– посилюються і ускладнюються вимоги щодо визначення вартості застави. Так, при стандартизованому підході оцінки ризиків сек'юритизації для оцінки забезпечення застосовується дисконт від 2 % (за рейтингом забезпечення від AAA до Aa-/a-1) до 24 %, якщо рейтинг забезпечення Bb+ і нижче, забезпечення за сек'юритизацією вважається не прийнятним;

– з 01.01.13 вирахування з базового капіталу першого рівня за правами на іпотечне обслуговування, що перевищує встановлені розміри, здійснюються у розмірі 20 % від розрахункової величини. З кожним роком розмір вирахування збільшуватиметься на 20 %, досягнувши 100 % розрахункової величини на початок 2018 р.;

– при переході на нові стандарти у період 2013–2014 рр. здійснювався тільки наглядний моніторинг за виконанням нових вимог, і починаючи з 01.01.15, банки зобов'язані розкривати відповідну інформацію.

Зміна нормативних правових вимог щодо банківських ризиків при сек'юритизації активів передбачається в рамках концепції стійкого розвитку банків і банківських систем. На думку розробників Базеля III, це повинно сприяти, якщо не запобіганню банківським кризам, то максимальній нівеляції несприятливих кризових наслідків на національні банківські системи, економіки окремих країн і світового господарства в цілому.



### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

Україна не повинна стояти осторонь процесу модернізації системи банківського нагляду, в основі яких – підходи Базельського комітету. У зв'язку з цим Національним банком України прийнято постанову Правління від 12.05.2015 № 312 «Про затвердження Змін до Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні» (далі – Постанова № 312), яка передбачає впровадження сучасного європейського досвіду та для наближення до стандартів управління капіталом Базель III і положень Директиви ЄС про вимоги до капіталу (CRD IV). Норматив достатності основного капіталу для банків буде запроваджено на рівні 7 %, починаючи з 01.01.2019. Досягнення такого рівня достатності основного капіталу до кінця 2018 року для 20 найбільших за розміром активів банків передбачено Меморандумом про співпрацю між Україною та МВФ<sup>343</sup>.

Організація угоди, її структуризація і підготовка юридичної документації, забезпечення процесу управління грошовими потоками передбачають значні витрати для організатора угоди і первинного власника активів, що сек'юритизуються. Проте якість проведення таких процедур – один із ключових чинників для отримання кращого рейтингу і зниження вартості залучених коштів. При цьому об'єм більшої частини цих витрат є відомим і фіксованим на момент організації угоди<sup>344</sup>.

Частиною роботи над оцінкою витрат на сек'юритизацію фінансових активів є визначення податкового навантаження на структуру угоди після виділення (продажу) активів та випуску цінних паперів.

Одним із ключових питань структуривання та реалізації угод сек'юритизації фінансових активів є передбачуваність податкових наслідків як для емітента та оригінатора, так і для майбутніх інвесторів. Це означає, що організатори структури угоди з упевненістю повинні гарантувати:

1) діяльність сторін-учасників угоди не призведе до додаткового податкового навантаження на грошові потоки, які забезпечують виплати інвесторам;

<sup>343</sup> Офіційний сайт НБУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу:

[http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/printable\\_article;jsessionid=56BA15F4778AC7B995E3A249838DAB1E?art\\_id=17537272&showTitle=true](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/printable_article;jsessionid=56BA15F4778AC7B995E3A249838DAB1E?art_id=17537272&showTitle=true)

<sup>344</sup> Джантуханова Эстелла. Налоговые аспекты при подготовке и проведении сделки секьюритизации / Эстелла Джантуханова // Рынок ценных бумаг. – 2008. – № 12. – С. 22–25.

2) розмір додаткових податкових зобов'язань буде прийнятним для оригінатора.

Слід зазначити, що додаткові податкові платежі, що виникають у структурі угоди, зазвичай перекладаються на оригінатора на основі договірних зобов'язань з відшкодування стягнених податків інвесторам.

Прийнятність податкових затрат та ризиків розглядається не лише в інтересах оригінатора, але й з позицій інвесторів. При виході на прийнятний рівень податкових затрат підвищується привабливість та рейтинг емітованих цінних паперів для інвестора та, відповідно, знижується вартість залучених коштів.

Згідно із світовою практикою основна проблема в угодах сек'юритизації пов'язана з подвійним оподаткуванням доходу за сек'юритизованими активами: спочатку на рівні SPV, а потім на рівні оригінатора. У більшості випадків нейтральність оподаткування SPV досягається такими шляхами:

- реєстрація SPV у сприятливій податковій юрисдикції;
- використання транспарентної компанії (інвестиційний траст та ін.) (Pass-through structures);
- SPV є самостійним платником податків, але його оподатковуваний дохід мінімальний, оскільки його виплати є від'ємною витратою (тобто оподатковуваний дохід SPV – це мінімальна різниця між доходом за переданими йому активами і витратами на виплату купона) (pay-through structures).

В Україні необхідно розробити та запровадити норми, які б забезпечували податкове стимулювання розвитку сек'юритизації фінансових активів, а саме:

- передбачити звільнення SPV від сплати податку на прибуток (досвід країн США);
- зменшити сукупний оподатковуваний дохід громадян України та інших фізичних осіб на суму їхніх витрат на купівлю цінних паперів, забезпечених активами;
- зменшити або звільнити від оподаткування доходи, отримані від цінних паперів, забезпечених активами.

Світова фінансова криза виявила також недоліки в існуючій системі діяльності рейтингових агентств, які є необхідною умовою формування ефективного ринку сек'юритизації фінансових активів. На сьогодні в Україні для визначення рейтингу цінних паперів, забезпечених

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

активами, залучаються тільки міжнародні рейтингові агентства – Standard & Poor's, Fitch Ratings або Moody's Investors Service.

Однак їхні послуги є досить дорогими для невеликих банків, а рейтинги не завжди є об'єктивними. Необхідно враховувати, що відомі світові рейтингові агентства розглядають позичальників та емітентів з боку північноамериканських інституційних інвесторів і недостатньо враховують специфіку країн, що розвиваються. При цьому основним аналітичним джерелом присвоєння рейтингу для них є статистичні бази, накопичені насамперед на розвинених ринках.

Очевидно, що отримання міжнародних рейтингів є обов'язковим для розміщення цінних паперів, забезпечених активами на зарубіжних фондових майданчиках. Однак за намірами здійснювати операції, орієнтовані на українських інвесторів, більш ефективним буде залучення національних рейтингових агентств.

В Україні на сьогодні зареєстровано 6 рейтингових агентств: «ІВІ-Рейтинг», «РЮРІК», «ЕКСПЕРТ-РЕЙТИНГ», «Кредит-Рейтинг», «Українське кредитно-рейтингове агентство», «Стандарт-Рейтинг». Основною їх перевагою над міжнародними рейтинговими агентствами є розуміння специфіки та реалій українського ринку, що забезпечить більшу об'єктивність, а також здешевлення таких послуг. Узагальнені переваги та недоліки використання послуг вітчизняних і міжнародних рейтингових агентств при сек'юритизації фінансових активів представлені у таблиці 3.7.

Як свідчить таблиця 3.7, вітчизняні рейтингові агентства мають більше конкурентних переваг на українському ринку, тому в майбутньому вони можуть зайняти стійку нішу на ринку сек'юритизації фінансових активів. Перш за все в їхніх послугах будуть зацікавлені невеликі банки, які не можуть дозволити собі залучення міжнародних рейтингових агентств та державні регулятори, яким зручніше буде відслідковувати процедуру та об'єктивність присвоєння рейтингів сек'юритизованим цінним паперам.

Важливим елементом системи заходів щодо регулювання та створення інфраструктури сек'юритизації фінансових активів є розвиток внутрішньої та зовнішньої інвестиційної бази. Адже саме участь інвесторів у сек'юритизації фінансових активів дозволяє досягати очікуваного ефекту від її реалізації.

**Порівняння переваг та недоліків використання послуг  
вітчизняних та міжнародних рейтингових агентств при  
сек'юритизації фінансових активів\***

Тип агентства	Переваги	Недоліки
Вітчизняні	1) орієнтація при визначенні рейтингу на специфіку та реалії вітчизняного ринку; 2) невисока вартість послуг; 3) оперативність при внесенні змін до вже присвоєних рейтингів; 4) можливість контролю їх діяльності з боку вітчизняних регуляторів; 5) високий рівень зацікавленості в розвитку українського фондового ринку	1) висока ймовірність невизнання іноземними інвесторами; 2) відсутність досвіду присвоєння рейтингів сек'юритизованим цінним паперам; 3) можливість залучення лише для внутрішніх угод
Міжнародні	1) значний досвід у присвоєнні рейтингів сек'юритизованим цінним паперам; 2) визнання іноземними і вітчизняними інвесторами та державними органами; 3) можливість залучення як для транскордонних, так і для внутрішніх угод	1) висока вартість послуг; 2) нерозуміння специфіки та реалій вітчизняного ринку

*Джерело: складено автором.*

Для інвестора результат сек'юритизації – це інноваційний інвестиційний продукт з певним набором активів і достатньо передбачуваними надходженнями. Інвестори, які купують сек'юритизовані цінні папери, отримують такі переваги:

– нижчий рівень ризику і захищеність від ризику банкрутства первинного кредитора;

– цінні папери, забезпечені активами, дозволяють інвесторам вибирати транші, які мають різні характеристики ризику і прибутковості, що надає можливість інвесторам оптимізувати структуру своїх портфелів;

– сек'юритизовані цінні папери історично менш схильні до ціннових змін порівняно з корпоративними облігаціями;

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

---

– за цінними паперами, забезпеченими активами, пропонується вища ставка порівняно з державними облігаціями, які мають такий самий рейтинг;

– зменшення інформаційних витрат (якщо при купівлі звичайних цінних паперів інвестору необхідно знайти і проаналізувати інформацію про менеджмент компанії, перспективи бізнесу та історію, то при купівлі цінних паперів, забезпечених активами, інвестор може обмежитися аналізом інформації про структуру угоди, про пул кредитів і про осіб, які обслуговують цю угоду).

У загальному вигляді система державних заходів щодо вдосконалення регулювання та створення інфраструктури сек'юритизації фінансових активів з урахуванням її сутнісних ознак, функцій та можливих ризиків на основі використання пруденційного підходу представлена на рисунку 3.8.

Зважаючи, що реалізація запропонованих заходів потребує тривалого часу, пропонується така хронологія їх втілення (рис. 3.9). При визначенні часових горизонтів реалізації заходів держави щодо вдосконалення регулювання і створення інфраструктури сек'юритизації фінансових активів в Україні враховано критерії, досягнення яких дозволить підвищити ефективність їх реалізації.

Крім того, для реалізації запропонованих заходів, у т.ч. для розробки відповідних документів, необхідно створити робочу групу, що складатиметься з представників державних регуляторів, банкірів, аналітиків, науковців, які на основі кращих зарубіжних практик сек'юритизації фінансових активів розпочнуть цей важливий процес.

У цілому вдосконалення механізму сек'юритизації фінансових активів на основі запропонованих рекомендацій сприятиме подальшому зміцненню конкурентних позицій української банківської системи як важливої умови розвитку вітчизняної економіки та підвищення добробуту населення країни.



**Рис. 3.8. Система заходів держави щодо вдосконалення регулювання та створення інфраструктури сек'юритизації фінансових активів\***

*Джерело: складено автором.*

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

<b>Критерій пере-ходу</b>	<b>2016 рік</b> Прийняття закону «Про сек'юритизацію»	<b>2018 рік</b> Розробка та прийняття нормативних актів НБУ	<b>2019 рік</b> Запровадження елементів стандартизації сек'юритизації	<b>2020 рік</b> Розвиток вітчизняної індустрії рейтингових агентств
	– стабілізація політичної та економічної ситуації в країні	– досягнення 20-ма найбільшими за розміром активів банками рівня достатності капіталу згідно з вимогами НБУ	– напрацювання досвіду проведення угод сек'юритизації різних видів активів (здійснення мінімум 5-ти угод на рік)	– ефективне проведення сек'юритизації різних видів активів; – наявність достатнього емпіричного досвіду щодо присвоєння рейтингів сек'юритизованим цінним паперам

**Рис. 3.9. Часові горизонти реалізації заходів держави щодо вдосконалення регулювання та створення інфраструктури сек'юритизації фінансових активів в Україні\***

*Джерело: складено автором.*

### 3.6. Оподаткування на ринку цінних паперів у світлі протистояння глобальним викликам

Розвиток ринків цінних паперів супроводжується частими коливаннями, а обвали фондового ринку часто є першими ознаками початку нових криз. Якщо у кінці XIX – початку XX століття ситуація на фондових ринках корелювала з реальною ситуацією в економіці, то сучасний етап розвитку світової економіки засвідчує наявність розриву між цими складовими економіки. Як результат, зростання активності на ринках цінних паперів не завжди означає позитивний вплив на розвиток нефінансових секторів економіки, а популяризація комбінованих фінансових інструментів ще поглиблює ризик фінансових криз внаслідок популяризації віртуальних фінансових інструментів без реального еквівалента вартості. У світлі останніх подій серед вчених набула популярності думка щодо необхідності серйознішого регулювання ринку цінних паперів, у т.ч. і за допомогою податкових важелів.

Оподаткування на ринку цінних паперів є однією з найбільш обговорюваних проблем протягом останнього десятиріччя. Після глобальної фінансової кризи інтерес до цього питання зріс ще більше, оскільки багато економістів вважають, що саме ринок цінних паперів виступив якщо не основним фактором, то каталізатором фінансової кризи. Представники фінансових відомств окремих держав підняли питання про необхідність запровадження оподаткування фінансових транзакцій, обігу цінних паперів або ж зробити більш жорстким оподаткування фінансових результатів від операцій з цінними паперами, особливо у фінансовому секторі. Слід зазначити, що ряд країн успішно імплементували ці ідеї у свою практику і продовжують їх розвивати.

У цьому контексті зарубіжний досвід податкового регулювання операцій з цінними паперами є корисним для України. Водночас його просте копіювання може виявитися не тільки неефективним, але і шкідливим. За схожими проявами проблем можуть критися різні причини їх формування, а тому застосування однакових регуляторних важелів у різних економіках не завжди матимуть однаковий ефект. Виходячи з цього важливо не тільки дослідити зарубіжний досвід податкового регулювання розвитку ринку цінних паперів (табл. 3.8), але і оцінити, як застосування подібних важелів працюватиме в Україні. Важливо враховувати не тільки очікувані позитивні ефекти, але і ризики, які неминуче відрізнятимуться від ризиків тих країн, які уже мали досвід застосування подібних інструментів.

Таблиця 3.8

**Податкові важелі регулювання обігу цінних паперів та стимулювання інвестицій у зарубіжній практиці**

<b>Податкові важелі</b>	<b>Країни</b>
<b>1</b>	<b>2</b>
<b>Юридичні особи-резиденти</b>	
Звільнення дивідендів, отриманих від інших осіб-резидентів від сплати податку на прибуток	Австралія, Австрія, Аргентина, Бразилія, Великобританія, Венесуела, Гонконг, Греція, Індія, Індонезія, Мексика, Норвегія, ПАР, Чилі
Звільнення дивідендів від податку на прибуток за умови, що платник податків володів не менше, ніж певною часткою або сумою капіталу емітента, і не менше, ніж протягом встановленого періоду часу	Данія, Люксембург, Нідерланди, Швеція, Швейцарія, Японія



**Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів  
у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку**

Продовження таблиці

1	2
Звільнення від податку на прибуток дивідендів, які реінвестуються	Польща, Португалія, Тайвань
Повне безумовне звільнення позитивних курсових різниць за цінними паперами від податку на прибуток	Бельгія, Малайзія, Мексика, Панама, Сінгапур, Тайвань
Звільнення позитивних курсових різниць від податку на прибуток за умови, що платник податків володів не менше, ніж певною часткою або сумою капіталу емітента, і (або) не менше, ніж протягом встановленого періоду часу	Австрія, Данія, Гонконг, Люксембург, Нідерланди, Панама, ПАР, Швейцарія (Панама – тільки за акціями, які пройшли лістинг, ПАР – за умови, якщо суми від продажу акцій залишаться в обороті підприємства)
Знижені ставки податку на прибуток при обкладенні позитивних курсових різниць (або заміна податку на прибуток іншим податком за зниженою ставкою)	Канада, Франція (роздільне оподаткування за короткостроковими і довгостроковими інвестиціями), Іспанія, Бразилія, Венесуела, Греція, Індія, Індонезія (за акціями, що пройшли лістинг і що обертаються на фондовій біржі)
Звільнення від оподаткування сум, направлених на фінансування опціонних програм	США (не більше 15% від суми заробітної плати)
Звільнення від оподаткування 50 % прибутку, якщо не менше 50 % акціонерного капіталу сформовано через опціонні програми	США
Перенесення негативних курсових різниць на декілька років вперед та їх зарахування у період, коли курсова вартість акцій підвищується	Канада, Швеція
Цільові податкові пільги, спрямовані на стимулювання: – інвестицій у цінні папери окремих галузей економіки; – прямих довгострокових інвестицій, що передбачають придбання великих частин власності; – спеціальних інвестиційних планів; – виводу цінних паперів на організовані ринки	Індустріальні країни Європи, Індія
<b>Юридичні особи-нерезиденти</b>	
Звільнення дивідендів, отриманих від резидентів, від податку на прибуток	Аргентина, Гонконг Франція (якщо дивіденди реінвестуються в економіку Франції)

**Регулятивний потенціал фінансового ринку  
в умовах глобальних викликів**

Продовження таблиці

1	2
Звільнення від сплати податку на прибуток прибутку від операцій з цінними паперами за умови, що нерезидент володіє не менше 10 % акцій відповідної компанії не менше ніж 5 років	Австралія
<b>Фізичні особи-резиденти</b>	
Повне безумовне звільнення дивідендів, отриманих від юридичних осіб, від прибуткового податку	Аргентина (тільки за дивідендами, отриманими від резидентів), Бразилія, Венесуела, Мексика
Знижені ставки прибуткового податку при обкладенні дивідендів (або заміна прибуткового податку іншим податком за зниженою ставкою). Надання податкових кредитів за прибутковим податком, виплачуваним з дивідендів	Данія, Канада, Норвегія, Панама, ПАР, Польща, Тайвань, Швеція
Повне звільнення позитивних курсових різниць від прибуткового податку за певних умов	Нідерланди (якщо акції продаються як портфельні інвестиції і операції з ними не належить до продажу бізнесу), Греція (за акціями, що пройшли лістинг), Панама (за акціями, що пройшли лістинг), Туреччина (в межах встановленого грошового ліміту), ПАР (якщо продаються довгострокові інвестиції і операція носить капітальний характер)
Знижені ставки прибуткового податку при обкладенні позитивних курсових різниць (або заміна прибуткового податку іншим податком за зниженою ставкою)	Канада, Німеччина, Швеція, Японія (у тому числі додаткове стимулювання вкладень в акції малого бізнесу), Бразилія, Португалія
Знижені ставки прибуткового податку за умови, що платник податків володів не менше, ніж певною часткою або сумою капіталу емітента, і (або) не менше, ніж протягом встановленого періоду часу. Знижені (при дотриманні певних умов) ставки прибуткового податку при обкладенні позитивних курсових різниць	Австрія Греція (якщо акції не мають лістингу на фондовій біржі), Нідерланди (якщо акції продаються не як портфельні інвестиції, а як продаж бізнесу)
Повний або частковий залік негативних курсових різниць у зменшення доходів (або позитивних курсових різниць) при обкладенні прибутковим податком	Канада, Швеція

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

Продовження таблиці

1	2
Виключення з оподаткованої бази за прибутковим податком сум інвестицій (або доходів від продажу) в певні (бажані) акції і частки пайових фондів при їх первинному розміщенні. Виключення з оподаткованої бази доходів від продажу акцій, якщо вони перебували у власності зверх певного терміну	Індія, Мексика, Чилі, Чехія
Податкові пільги фізичним особам під спеціальні інвестиційні плани	Великобританія
Звільнення від оподаткування доходів, отриманих від участі в опціонних планах, при перепродажу акцій не раніше ніж через три роки	США
Включення до бази визначення суми податкової знижки сум відсотків за кредитом, направленою на придбання акцій	Японія

*Джерело: систематизовано авторами за матеріалами статті В. Петрова, заступника генерального директора ММВБ, та Деніса Гейнца – Інформаційно-аналітична служба ММВБ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.ufin.com.ua/analit\\_mat/drn/035.htm](http://www.ufin.com.ua/analit_mat/drn/035.htm)*

При цьому податкові важелі регулювання здійснення операцій на ринку цінних паперів та стимулювання інвестицій за кордоном були розділені на три групи: для юридичних осіб-резидентів, для юридичних осіб-нерезидентів, для фізичних осіб-резидентів. Кожен із наведених важелів мав на меті сприяти активізації інвестиційної діяльності та підвищення ефективності регулювання ринку цінних паперів.

Як видно з табл. 3.8, більшість країн застосовує практику звільнення від оподаткування податком на прибуток дивідендів, отриманих від резидента. На нашу думку, стимулюючим таким важіль можна назвати умовно. Якщо законодавством передбачено нарахування і сплата авансового внеску при виплаті дивідендів, то звільнення від оподаткування дивідендів у одержувача є просто усуненням подвійного оподаткування. Якщо йдеться про повне безумовне звільнення дивідендів від оподаткування податком на прибуток, тоді такий захід можна вважати вагомим стимулом здійснення інвестицій через акції.

Звільнення від оподаткування податком на прибуток дивідендів за умови володіння певною часткою капіталу емітента та за умови володіння такою часткою не менше певного періоду часу направлене на консолідацію капіталу. У випадку України такий захід недоцільний,

оскільки акції прибуткових українських підприємств фактично розділені між кількома власниками, що перетворює акціонерну власність в Україні у квазіакціонерну. Однак такий стимул можна застосовувати до іноземних інвесторів із визначенням мінімальної та максимальної частки володіння акціями і встановлення мінімального терміну володіння ними.

Звільнення від оподаткування курсових різниць є не стільки податковим стимулом, скільки усуненням перешкод при здійсненні інвестиційної діяльності, оскільки оподаткування курсових різниць податком на прибуток фактично є оподаткуванням штучного прибутку. За умови активного ринку цінних паперів диференційоване оподаткування курсових різниць (наприклад, звільнення від оподаткування курсових різниць, які виникли за довгостроковими інвестиціями) є стимулюючим важелем у частині розвитку ринку цінних паперів та нарощування його податкового потенціалу.

Звільнення від оподаткування дивідендів, які виплачуються нерезидентам, за своїм змістом не є пільговим інструментом. Прибутки нерезидентів оподатковуються за правилами країни місця реєстрації резидента. Тому звільнення від оподаткування за межами території реєстрації є технічним елементом, який спрощує декларування і сплату податку на прибуток нерезидентом за місцем його реєстрації.

Звільнення від оподаткування дивідендів, які виплачуються фізичним особам, може виступати дієвим інструментом стимулювання інвестицій, особливо трансформації неорганізованих заощаджень населення в організовані. Однак водночас зростає ризик використання схем виплати дивідендів у схемах ухилення від сплати податків.

Багато західних економістів негативно ставляться до оподаткування дивідендів та інших доходів від капіталу, обґрунтовуючи це тим, що таке подвійне оподаткування підвищує податкове навантаження на капітал та стимулює фізичних осіб більше споживати, ніж заощаджувати. З метою зниження податкового навантаження на капітал для активізації інвестицій через механізми ринку цінних паперів у світовій практиці застосовують такі основні важелі:

1. Зменшення ставок податку на прибуток. Для України такий захід не буде ефективним через високий рівень тіньової економіки та значні масштаби ухилення від сплати податку на прибуток. Тобто замість регуляторного ефекту є ризик суттєвої втрати фіскальної ефективності податку на прибуток.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

---

2. Ліквідація спеціальних податкових кредитів та виключень. Західні економісти мотивують таку пропозицію тим, що спеціальні податкові кредити зменшують ресурсну базу ринку цінних паперів. В Україні практика надання спеціальних податкових кредитів не набула широкого застосування, її елементи застосовуються у частині оподаткування доходів фізичних осіб (можливість отримати податкову знижку по податку на доходи фізичних осіб особам, які здійснюють внески на довгострокове страхування життя або пенсійні плани). Проте, на нашу думку, застосування податкових кредитів у сфері оподаткування прибутків юридичних осіб могло б надати поштовх розвитку ринку цінних паперів в Україні.

3. Звільнення від оподаткування інвестиційних доходів. Такий захід має як переваги, так і суттєві ризики, головний з них – використання такого інструменту у схемах ухилення від сплати податків та легалізації коштів, зароблених злочинним шляхом. Так, до 01.01.2015 в Україні існувала практика оптимізації податків та легалізації коштів через ІСІ, оскільки виплата дивідендів на користь фізичних осіб – інвесторів ІСІ оподатковувалась за ставкою 5 %, а прибутки, акумульовані в ІСІ, не оподатковувалися податком на прибуток.

4. Компенсація сплачених відсотків (через механізм податкових знижок). Такий захід потенційно може мати позитивний ефект, оскільки надасть можливість збільшити рівень фінансової свободи потенційних покупців цінних паперів та зменшити їх фінансові ризики.

5. Надання податкових знижок при здійсненні капітальних інвестицій. Застосування такого інструменту, на нашу думку, є актуальним для України, оскільки дозволить не тільки сприяти розвитку ринку цінних паперів, але і забезпечити фінансування капітальних вкладень, що сприятиме оновленню основних засобів у національній економіці.

Слід зазначити, що будь-які зміни в оподаткуванні матимуть як прямий, так і непрямий вплив на розвиток ринку цінних паперів. Прямий вплив змін в оподаткуванні операцій на ринку цінних паперів та доходів від їх здійснення позначається на рівні відсоткової ставки, непрямий вплив проявляється через структурні зміни у всій економіці (передусім, через перерозподіл фінансових потоків та капіталу між секторами економіки). Збалансування прямого і непрямих впливів забезпечить підвищення стійкості ринку цінних паперів до глобальних викликів, що позитивно позначиться на економічному розвитку в цілому.

Загалом наслідки змін в оподаткуванні на ринку цінних паперів можна відслідкувати за трьома основними групами операцій. Перша група включає боргові угоди, доходи за якими підлягають поточному оподаткуванню, включаючи банківські кредити, державні й корпоративні облігації. Друга група включає в себе державні та муніципальні цінні папери, відсотки за яких можуть не потрапити під поточне оподаткування. Третя – акції публічних компаній.

Передусім зміни в оподаткуванні позначаються на тих операціях і активах, які підпадають під поточне оподаткування. Зниження рівня оподаткування на доходи від корпоративних облігацій призведе до падіння попиту на банківські кредити, що сприятиме збільшенню пропозиції кредитних ресурсів за нижчою ставкою. У цьому проявляється підвищення ефективності регулювання ринку цінних паперів, оскільки сектор нефінансових корпорацій отримує більший доступ до дешевших ресурсів. Аналогічний вплив матиме скасування (якщо вони діяли) податкових кредитів на сплату відсотків за користування банківськими кредитами (як для юридичних, так і для фізичних осіб, зокрема і за іпотечними кредитами). Такий захід є непрямим важелем підвищення вартості кредитів, що робить їх менш привабливими та спричиняє зниження попиту на них.

Пільгове оподаткування банківських кредитних операцій, що використовуються як джерело коштів при довгостроковому інвестуванні в корпоративні цінні папери, найбільш поширене в країнах із розвиненим банківським сектором. У цьому випадку держава зацікавлена в ефективнішому використанні ресурсів банківської системи, зокрема, й для перерозподілу потоків капіталу на користь пріоритетних галузей економіки. В європейських країнах такі заходи активно використовуються в Італії, Ірландії та Фінляндії. В Японії при оподаткуванні дивідендів за акціями інвестор має право вилучити з оподаткованої суми відсотки за кредитом, що узятий для придбання таких акцій<sup>345</sup>.

Безпечнішим інструментом можна вважати застосування виключень з податкової бази суми інвестицій в цінні папери, вводячи паралельно обмеження на здійснення спекулятивних операцій. Це дає змогу залучити кошти приватних осіб у фінансовий сектор, тра-

---

<sup>345</sup> За матеріалами статті В. Петрова, заступника генерального директора ММВБ, та Деніса Гейнца – Інформаційно-аналітична служба ММВБ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.ufin.com.ua/analit\\_mat/drn/035.htm](http://www.ufin.com.ua/analit_mat/drn/035.htm)

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

неформувати їх в інвестиції, при цьому уникаючи ризику використання таких операцій у схемах ухилення від сплати податків.

Зважаючи на необхідність стимулювання інвестиційної діяльності, доцільним є застосування цільових інвестиційних пільг, які поширені практично в усіх індустріальних країнах Європи. Наприклад, можна застосовувати пільги до цільових інвестицій у цінні папери підприємств окремих галузей, спеціальні інвестиційні плани, залучення цінних паперів на організовані ринки.

У частині залучення неорганізованих заощаджень населення на фондовий ринок України вагоме значення має проведення реальної, а не формальної пенсійної реформи. Це стимулюватиме населення вкладати кошти у довгострокові пенсійні плани, що стане поштовхом для розвитку НПФ та ІСІ, які, у свою чергу, зможуть виступити сильними гравцями на ринку цінних паперів, стимулюючи його зростання та створюючи можливість для фінансування реального сектора економіки і зростання його податкової бази.

Якщо узагальнити зарубіжний досвід у частині підвищення фективності регулювання операцій на ринку цінних паперів, то не можна залишити поза увагою ті заходи, які застосовуються у сфері оподаткування доходів фізичних осіб. У цілому результати реформування оподаткування доходів фізичних осіб від здійснення операцій на ринку цінних паперів можна систематизувати таким чином:

1. Зменшення граничної ставки оподаткування.
2. Збільшення виключень з бази оподаткування податком на доходи фізичних осіб.
3. Зменшення податкових знижок.
4. Виведення з-під оподаткування інвестиційних доходів.
5. Надання податкових знижок у випадку здійснення організованих заощаджень.
6. Надання податкової знижки при отриманні відсотків за муніципальними цінними паперами.
7. Оподаткування тільки кінцевої винагороди при здійсненні операцій з цінними паперами.

Як видно з переліку, світова практика застосовує різні підходи, навіть діаметрально протилежні, що свідчить про намагання врахувати специфіку економіки кожної країни. Слід зазначити, що зменшення граничної ставки оподаткування навряд чи матиме стимулюючий

ефект для фізичних осіб в Україні щодо вкладання коштів у операції, пов'язані з ринком цінних паперів. Специфіка поточної економічної ситуації вимагає стимулювати тих фізичних осіб, які мають кошти для заощаджень, вкладати їх не у купівлю іноземної валюти та зберігання вдома, а вкладання у розвиток ринку цінних паперів як прямо, так і опосередковано. Тому, на нашу думку, найбільш прийнятним заходом податкового стимулювання в частині оподаткування доходів фізичних осіб може стати застосування спеціальних податкових знижок з податку на доходи фізичних осіб.

Застосування спеціальних податкових знижок має декілька переваг порівняно з простим зниженням граничної ставки оподаткування доходів фізичних осіб. По-перше, застосування знижки є непрямим стимулом до легалізації оплати праці, оскільки податкова знижка може бути застосована тільки до тієї суми ПДФО, яка була сплачена з офіційної заробітної плати. По-друге, застосування податкової знижки передбачає отримання частини грошових коштів назад, сплачених у вигляді податку, що психологічно позитивно впливає на поведінку платника податку. У такий спосіб можна стимулювати довгострокові вкладення доходів громадян, наприклад у договори довгострокового страхування життя та недержавні пенсійні плани, при цьому існуючі обмеження доцільно скасувати. Застосування податкової знижки такого типу надасть можливість знизити податкове навантаження для багатьох домогосподарств, які мають середні доходи. Також така податкова знижка може бути застосована у випадку придбання акцій з метою отримання інвестиційного доходу. Така практика існує в Японії. Там при вкладання коштів у цінні папери більше ніж на 3 роки з третього року володіння цінними паперами надається податкова знижка на суму витрат, понесених при їх купівлі.

Також у багатьох країнах були спроби (або піднімається питання) щодо необхідності запровадження спеціального оподаткування операцій з цінними паперами. Однак запровадження такого податку може мати ряд негативних наслідків. Один із основних ризиків полягає у тому, що запровадження такого податку на одному фінансовому ринку означає, що операції з нього перемістяться на ті ринки, де такого податку немає. Тобто ефективне функціонування такого податку передбачає запровадження перехресного оподаткування операцій з цінними паперами на різних ринках. Такого ефекту можна досягти



### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

тільки тоді, коли у фіскальної служби буде доступ до інформації про операції з цінними паперами резидентів на закордонних ринках. Або ж альтернативним варіантом може виступати досвід Чилі, де відбувається оподаткування вхідних фінансових потоків<sup>346</sup>. Проте для України такий досвід є неприйнятним, оскільки це створить додаткові перешкоди для іноземних інвесторів.

Другою проблемою є те, що оподаткування кожної операції з цінними паперами можна розцінювати як додаткове оподаткування капіталу. Для того щоб уникнути такого ефекту, мають оподатковуватись не всі операції з цінними паперами, а лише кінцевий результат від їх здійснення. Проте такий варіант оподаткування є ефективним лише на розвинених ринках цінних паперів. На решті ринків він не матиме впливу, наприклад, на обсяги операцій, які здійснюються поза фондовими біржами, або ж на обсяги спекулятивних операцій.

Як зазначають зарубіжні фахівці, податок на операції з цінними паперами може бути нейтральним, якщо він не впливає на рішення інвестора щодо формування портфеля інвестицій за рахунок різних активів. Якщо запроваджується спеціальний податок на операції з цінними паперами, то інвестори можуть надавати перевагу продажу тих цінних паперів, які не оподатковуються. Це може негативно позначитися на тенденціях формування фінансового забезпечення економічних агентів<sup>347</sup>. Однак саме цю властивість можна використати з метою регулювання процесів формування портфелів цінних паперів.

Виходячи з міркувань, викладених вище, в Україні запровадження такого податку має сенс з точки зору регулювання обсягів операцій, які здійснюються на біржах і поза ними. Тобто одна з основних проблем – досягнення нейтральності спеціального податку на операції з цінними паперами не є настільки значимою для України, як урегулювання операцій на фондовому ринку. Однак актуальним залишається питання, які саме операції мають оподатковуватися та за якими ставками, як це позначиться на ціні цінних паперів та обсягах їх торгівлі.

Як свідчать результати досліджень зарубіжних фахівців, проведених у Швеції та Великобританії, запровадження спеціального податку

<sup>346</sup> Habermeier K. Securities Transaction Taxes and Financial Markets / K. Habermeier, A. Kirilenko. IMF Staff Papers. Vol. 50, Special Issue. – PP. 165–180.

<sup>347</sup> Habermeier K. Securities Transaction Taxes and Financial Markets / K. Habermeier, A. Kirilenko. IMF Staff Papers. Vol. 50, Special Issue. – PP. 165–180.

на операції з цінними паперами не впливало на волатильність цін на ринку цінних паперів. Про це, зокрема, йдеться у працях Р. Ролла<sup>348</sup>, С. Умлауфа<sup>349</sup>, В. Сапорта та К. Кана<sup>350</sup>, Ч. Джонса та П. Сегуїна<sup>351</sup>. Також багато досліджень присвячені проблемі впливу спеціального податку на операції з цінними паперами, на обсяги торгів цінними паперами. Як свідчать дослідження С. Умлауфа<sup>352</sup>, після того, як ставка податку у Швеції була піднята з 1 до 2 %, 60 % продажів акцій 11 найбільш популярних компаній перемістилися на Лондонську біржу. Загалом на Лондонську біржу перемістилося більше 30 % торгів цінними паперами, а у 1990 р. ця цифра сягнула 50 %. Відповідно до досліджень Дж. Кемпбл та Ф. Кеннета<sup>353</sup> тільки 27 % торгів Еріксон (найактивнішого фондового ринку Швеції) здійснювалися у Швеції. Водночас результати досліджень Ш. Ху свідчать про відсутність впливу змін в оподаткуванні на обсяги торгів цінними паперами на ринках Азії<sup>354</sup>.

Також вчені досліджували, яким чином запровадження спеціального оподаткування впливало на динаміку цін цінних паперів. Результати досліджень С. Умлауфа<sup>355</sup> свідчать, що шведський індекс акцій впав на 2,2 % в один день, коли було оголошено запровадження

---

<sup>348</sup> Roll, Richard, 1989, «Price Volatility, International Market Links, and Their Implications for Regulatory Policies», *Journal of Financial Services Research*, Vol. 3, pp. 211–46.

<sup>349</sup> Umlauf, Steven R., 1993, «Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market», *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, pp. 227–40.

<sup>350</sup> Saporta, Victoria, and Kamhon Kan, 1997, «The Effects of Stamp Duty on the Level and Volatility of U.K. Equity Prices», Working Paper (London: Bank of England).

<sup>351</sup> Jones, Charles M., and Paul J. Seguin, 1997, «Transaction Costs and Price Volatility: Evidence from Commission Deregulation», *American Economic Review*, Vol. 87, pp. 728–37.

<sup>352</sup> Umlauf, Steven R., 1993, «Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market», *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, pp. 227–40.

<sup>353</sup> Campbell, John Y., and Kenneth A. Froot, 1995, «Securities Transaction Taxes: What About International Experiences and Migrating Markets», in *Securities Transaction Taxes: False Hopes and Unintended Consequences*, ed. by Suzanne Hammond (Chicago: Catalyst Institute).

<sup>354</sup> Hu, Shing-yang, 1998, «The Effects of the Stock Transaction Tax on the Stock Market—Experiences from Asian Markets», *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 6, pp. 347–64.

<sup>355</sup> Umlauf, Steven R., 1993, «Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market», *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, pp. 227–40.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

податку на операції з цінними паперами, однак наступного дня він знову зріс на 2 %. У Великобританії індекс фондової біржі впав на 3,3 % при підвищенні ставки податку з 1 до 2 %<sup>356</sup>.

Практично в усіх досліджуваних країнах надходження від спеціального податку на операції з цінними паперами були невисокими. Так, у Швеції надходження від досліджуваного податку становили 820 млн шведських крон у 1984 р., 1,17 млрд шведських крон – у 1985 р., 2,63 млрд шведських крон – у 1986 р. Це становило 0,37 %; 0,45 %; та 0,96 % від податкових надходжень відповідних років. Після підвищення ставки податку удвічі надходження зросли до 3,74 млрд шведських крон у 1987 р. та до 4,01 млрд шведських крон у 1988 р. Це становило, відповідно, 1,17 і 1,21 % від загального обсягу податкових надходжень<sup>357</sup>. Фактично збільшення ставки податку на 100 % призвело до підвищення його фіскальної ефективності тільки на 22 %. Таким чином, як свідчить світовий досвід, очікувати на високу фіскальну ефективність від запровадження такого податку не варто (що, власне, підтвердив і досвід України), однак, з іншого боку, регуляторні властивості цього податку також не варто недооцінювати.

Ще однією з основних проблем запровадження такого податку є легкість його уникнення, якщо сусідні країни такого податку не мають. Наприклад, іноземні інвестори легко уникають сплати такого податку, здійснюючи операції з цінними паперами на біржах Лондону чи Нью-Йорку, а вітчизняні інвестори мають можливості уникнути сплати податку, здійснюючи операції через офшорні компанії. Цієї проблеми можна уникнути, якщо оподатковуватимуться не всі операції з цінними паперами, а лише та частина їх обігу, яка потребує регулювання. Фіскальна ефективність від стягнення спеціального податку на відчуження цінних паперів в Україні була невисокою, однак його регуляторний ефект був очевидний – відбулося впорядкування процесу визначення біржового курсу цінних паперів, збільшилися обсяги торгівлі цінними паперами на біржі тощо.

Однією з основних проблем збалансування розвитку ринку цінних паперів є його відірваність від реального сектора економіки. Вона

<sup>356</sup> Saporta, Victoria, and Kamhon Kan, 1997, «The Effects of Stamp Duty on the Level and Volatility of U.K. Equity Prices,» Working Paper (London: Bank of England).

<sup>357</sup> Habermeier K. Securities Transaction Taxes and Financial Markets / K. Habermeier, A. Kirilenko. IMF Staff Papers. Vol. 50, Special Issue. p 170.

проявляється передусім у недостатньо активній участі ринку цінних паперів, у формуванні та нарощуванні капіталу вітчизняних підприємств. Така ситуація склалася внаслідок домінування на ринку цінних паперів спекулятивних операцій порівняно з інвестиційними. Спекулятивні операції є однією з причин поширення і поглиблення кризових явищ в Україні. Саме тому ми вважаємо, що запровадження оподаткування операцій з цінними паперами має бути направлене на мінімізацію обсягів спекулятивних операцій. Запровадження такого оподаткування вимагає диференціації учасників ринку цінних паперів на спекулянтів та інвесторів.

Обґрунтування напрямів оподаткування фінансових операцій у цілому та операцій з цінними паперами зокрема вимагає чіткого розмежування сутності інвестиційних та спекулятивних операцій. Слід зазначити, що українське законодавство не дає окремого визначення спекулянтів, а відтак, визнає їх повноправними інвесторами. Спекулятивні операції направлені на отримання прибутку за рахунок перепродажу цінних паперів за вищою ціною порівняно з ціною придбання. При цьому при купівлі цінних паперів невизначено, коли вони будуть продані, оскільки їх держатель очікуватиме кращу ціну для себе. Якщо ж операція інвестиційного характеру, то держатель цінних паперів отримує дохід внаслідок отримання всіх грошових потоків, передбачених такими цінними паперами (наприклад, для облігацій – це виплати всіх відсотків та погашення основної суми заборгованості).

Для спекулянта здійснення операцій спекулятивного типу, безумовно, приносить більшу вигоду порівняно з інвестиційними операціями, оскільки прибуток він отримує набагато швидше. Досить часто фахівці називають високий ризик однією із характеристик спекулятивних операцій, виправдовуючи таким чином здійснення спекулятивної діяльності. Дійсно, спекулятивні операції характеризуються високим ризиком, а висока прибутковість компенсує втрати від такого ризику. В умовах української економіки здійснення інвестиційних операцій характеризується не меншим рівнем ризику. Однак віддача від них, якщо і компенсує ризики, то не так швидко, як при здійсненні спекулятивних операцій. У такій ситуації втрачається сенс здійснення інвестиційної діяльності.

Якщо оцінювати ситуацію, то здійснення спекулятивних операцій само по собі не має негативного впливу на економіку. Негативний

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

вплив має місце, коли накопичений спекулятивний капітал не трансформується в інвестиційний у тій країні, де був накопичений. Негативні наслідки очевидні, коли накопичений спекулятивний капітал трансформується в інвестиційний за межами країнами. Якщо це явище стає масовим, то відбувається формування розриву між фінансовим і нефінансовим сектором економіки, який постійно зростає, в економіці утворюється дефіцит інвестиційних ресурсів, що негативно позначається на розвитку економіки. Ризики спекулятивних операцій на ринку цінних паперів для формування і реалізації його податкового потенціалу систематизовані у табл. 3.9.

Як видно з табл. 3.9, спекулятивний розвиток ринку цінних паперів у довгостроковій перспективі негативно позначається передусім на тенденціях інвестування, що негативно позначається на розвитку сектора нефінансових корпорацій внаслідок дефіциту довгострокових фінансових ресурсів. Тому пропонуємо, якщо акції продаються більш ніж через рік, такі операції не оподатковувати, решта продаж у межах року має оподатковуватися, щоб збільшити інвестиційні тенденції в економіці та зменшити спекулятивні.

Однак, крім спекулятивних операцій, проблема виникає у сфері оподаткування операцій з цінними паперами, які мають ознаки фіктивності. Оскільки саме такі операції використовуються у схемах ухилення від сплати податків та зменшують податковий потенціал ринку цінних паперів. Іноді спекулятивні операції та операції, що мають ознаки фіктивності, практично переплітаються, тому розмежувати їх часто вкрай складно.

Слід зазначити, що у попередній редакції Податкового кодексу України п.170.2.6 (чинна до 01.01.2015 р.) були передбачені окремі регулюючі норми, направлені на стримування здійснення операцій з цінними паперами, які мають ознаки фіктивності. Зокрема, було передбачено, що з метою оподаткування податком на прибуток доходи за такими операціями враховувалися повністю, а витрати – ні. Однак така норма мала вибіркоче застосування, вона поширювалася лише на операції фізичних осіб із цінними паперами та деривативами, що мають ознаки фіктивності, тоді як для юридичних осіб ніяких обмежень щодо повноти врахування витрат на придбання таких цінних паперів (деривативів) законодавство не передбачало. У чинній редакції аналогічні норми відсутні.

Таблиця 3.9

**Ризики спекулятивних операцій на ринку цінних паперів**

Критерій	Інвестиційні	Спекулятивні	Ризики
Пріоритети	Орієнтування на отримання стабільного доходу протягом тривалого періоду часу	Очікування отримання доходу за рахунком швидкої зміни цін	Висока волатильність ринку, недостатність ліквідності, швидке поширення кризових явищ
Активи, які найчастіше виступають об'єктами операцій	Державні облігації, активи з фіксованим доходом або низькою волатильністю	Похідні цінні папери, іноземна валюта, інші активи з високою волатильністю	Утворення «пухирів» на ринку цінних паперів, зростання ризику швидкого поширення криз
Сфера акумулювання	Банківські установи, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії	ІСІ, інші трастові фонди, утворені фізичними особами	Формування дефіциту довгострокових інвестиційних ресурсів в економіці
Характер прийняття рішення	Фундаментальний аналіз, рейтингові оцінки	Технічний аналіз	Зниження якості аналізу тенденцій на ринку цінних паперів, низька довіра до рейтингів
Ставлення до ризику	Управління ризиком з використанням інструментів страхування та хеджування	Прийняття ризику як невід'ємної складової операцій	Зростання ризику нестабільності ринку цінних паперів, непривабливість його для інвесторів через низький розвиток інструментів хеджування

*Джерело: побудовано на основі<sup>358</sup>.*

На наш погляд, операції з цінними паперами, які мають ознаки фіктивності, потребують додаткового регулювання. Ми погоджуємося з позицією А. Федоренко, що, враховуючи ту обставину, що рівень правозастосування в Україні залишає бажати кращого, а податкові органи нерідко інтерпретують норми законодавства з фіскальним ухилом, наявність невизначеності в питаннях оподаткування операцій із цінними паперами, що мають ознаки фіктивності, може стати причиною

<sup>358</sup> Humennyi A. Tax on securities transactions: fiscal and regulatory capacity in Ukraine / A. Humennyi // Independent auditor (EBSCO). – 2015. – № 13 (III). – Pp. 53.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

потенційних конфліктів на фондовому ринку, які слід попереджати усіма доступними засобами, зокрема й шляхом удосконалення окремих положень законодавства<sup>359</sup>.

Ознаки фіктивності визначені Положенням про встановлення ознак фіктивності емітентів цінних паперів та включення таких емітентів до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності від 10.07.2015 № 980<sup>360</sup>. Слід зазначити, що ознаки фіктивності, викладені у цьому положенні, стосуються емітента, а не операцій з цінними паперами. Ознаки фіктивності емітента не мають прямого відношення до ознак фіктивності операцій з цінними паперами, особливо якщо вони здійснюються без участі емітента. Однак загрозу ефективності механізму реалізації податкового потенціалу ринку цінних паперів становлять саме ознаки фіктивності операцій з цінними паперами, у результаті чого відбувається руйнування податкового потенціалу ринку цінних паперів. Такі факти можуть мати місце, якщо операції з цінними паперами використовуються у схемах ухилення від сплати податків або у схемах легалізації коштів, отриманих злочинним шляхом.

Якщо уважно проаналізувати наведені у положенні 980 критеріїв, то більшість емітентів українських цінних паперів мають ознаки фіктивності. Зокрема, критерій щодо складу активів емітента не враховує специфіку його діяльності. Якщо йдеться про фінансову установу, то переважання у складі активів фінансових інвестицій та дебіторської заборгованості є нормальним явищем. Те саме можна сказати про критерій рівня заробітної плати (який залежить від галузі і від регіону) та критерій кількості найманих працівників (не коректно вважати за ознаку фіктивності передачу частину роботи на аутсорсинг). Ще більші сумніви щодо доцільності віднесення до ознак фіктивності викликає критерій реєстрації емітента у приміщенні житлового фонду. Якщо йдеться про новоствореного емітента, то відсутність власної комерційної нерухомості є цілком природною. На наш погляд, зазначені критерії недоцільно відносити до переліку ознак фі-

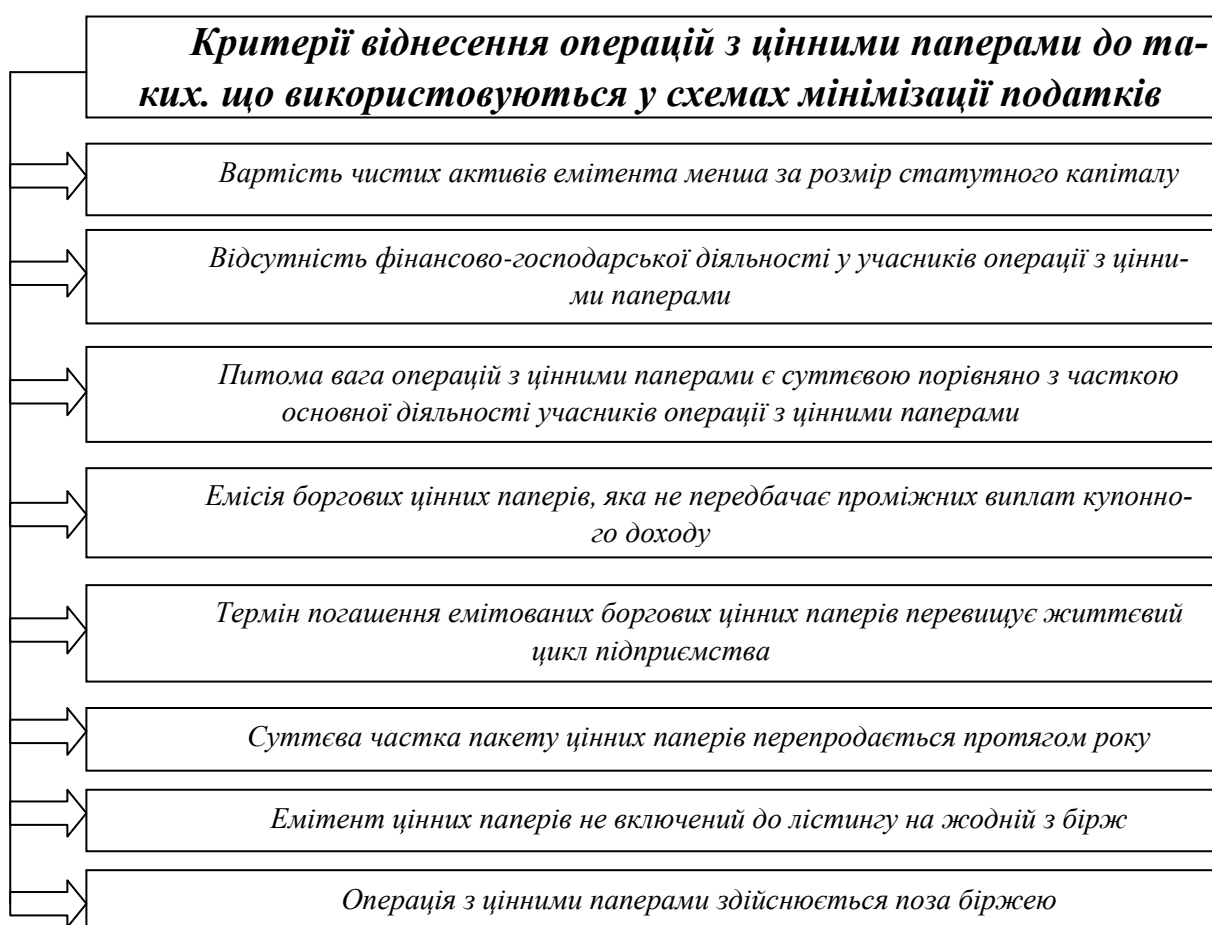
<sup>359</sup> Федоренко А. Оподаткування операцій з цінними паперами та деривативами, що мають ознаки фіктивності: проблеми і шляхи розв'язання / А. Федоренко // Економічний простір. – 2013. – С. 54–66

<sup>360</sup> Положенням про встановлення ознак фіктивності емітентів цінних паперів та включення таких емітентів до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності від 10.07.2015 № 980 <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0861-15>

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

ктивності не тільки операцій з цінними паперами, але і до критеріїв ефективності емітента.

Оскільки на ефективність механізму реалізації податкового потенціалу ринку цінних паперів негативно впливає передусім використання операцій з цінними паперами у схемах ухилення від сплати податків, то при визначенні критеріїв фіктивності необхідно враховувати саме ознаки участі у схемах ухилення від сплати податків. До таких критеріїв, насамперед, слід віднести (рис. 3.10).



**Рис. 3.10. Ознаки операцій, які можуть використовуватись у схемах оптимізації податків**

*Джерело: побудовано авторами.*

Регулювати здійснення операцій з цінними паперами, які мають ознаки фіктивності адміністративними способами недоцільно. На наш погляд, достатній регуляторний потенціал мають спеціальні податки, які додатково дадуть можливість також збільшити надходження до бюджету.



### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

При здійсненні операцій з цінними паперами, які мають дві або більше ознак фіктивності, наведених вище, пропонуємо застосовувати спеціальний податок на відчуження цінних паперів. На сучасному етапі розвитку економіки важливо не тільки досягти збільшення обсягів операцій з цінними паперами, які здійснюються на біржі, але і забезпечити консолідацію ринку, на якому функціонуватиме кілька (або навіть і одна) сильних фондових бірж. Для досягнення цієї мети пропонуємо організувати Державну фондову біржу, операції з цінними паперами (по яких розраховано біржовий курс) на якій не будуть оподатковуватися. Операції, які будуть здійснюватися на існуючих фондових біржах пропонуємо оподатковувати, але ставка оподаткування має бути нижча, ніж та, яка буде застосовуватися до операцій з цінними паперами, які здійснюються поза біржею. Слід зазначити, що податок на відчуження цінних паперів не варто відносити до категорії акцизних, оскільки за своїм економічним змістом це є податок на фінансові операції.

Однією з основних проблем повернення до практики справляння спеціального податку на відчуження цінних паперів є визначення його оптимальної ставки. Незважаючи на його низьку фіскальну ефективність, надходження від податку мають покривати витрати на його адміністрування та забезпечувати необхідний регуляторний ефект.

На основі інформації про надходження спеціального податку на відчуження цінних паперів та обсягів торгів акціями на фондовій біржі та поза нею нами були розраховані коефіцієнти еластичності обсягів торгів до обсягу сплаченого податку (табл. 3.10).

Таблиця 3.10

**Еластичність обсягів торгів цінними паперами на фондовій біржі до обсягів сплаченого спеціального податку на відчуження цінних паперів**

Період	1 кв	2 кв	3 кв	4 кв
2013	1,05	1,1	1,12	1,3
2014	1,2	1,4	1,5	1,54

*Джерело: побудовано за даними.<sup>361</sup>*

<sup>361</sup> Humennyi A. Tax on securities transactions: fiscal and regulatory capacity in Ukraine / A. Humennyi // Independent auditor (EBSCO). – 2015. – №13 (III). – Нр. 53.

Як видно з розрахунків, коефіцієнт еластичності перевищує одиницю, що свідчить про регуляторну ефективність спеціального податку на відчуження цінних паперів. Виходячи із значень коефіцієнта еластичності, існує потенціал підвищення ставок спеціального податку на відчуження цінних паперів приблизно в 1,4 раза (виходячи із коефіцієнтів еластичності за 2014 р.). Оскільки метою спеціального оподаткування операцій з цінними паперами в Україні є зменшення обсягів позабіржової торгівлі та збільшення, відповідно, біржової, то максимальним має бути податкове навантаження саме на операції з цінними паперами, які здійснюються поза біржею. Слід зазначити, що ставка 0,1 %, яка діяла в Україні і застосовувалася до операцій з продажу поза фондовою біржею цінних паперів, що перебувають у біржовому реєстрі, мала низьку і фіскальну, і регуляторну ефективність. Як свідчить зарубіжний досвід, ставка такого податку має бути не менше, ніж 0,5 % від обсягу операцій з цінними паперами. Зазначимо, що податкове регулювання обігу цінних паперів у Польщі дало змогу забезпечити частку продажу цінних паперів на фондовій біржі на рівні 90 %. Про доцільність оподаткування операцій з цінними паперами, які здійснюються на позабіржовому ринку, йдеться у статті В. Бондарчук<sup>362</sup>, де зазначається, що таке оподаткування сприятиме активізації біржової торгівлі.

Спеціальний податок на відчуження цінних паперів також має справлятися з деривативів. Оскільки дериватив являє собою контракт, який у момент укладання не має цінності, то застосовувати ставку оподаткування, встановлену у відсотках до розміру операції, неможливо. Як видно з табл. 3.11, у попередній редакції Податкового кодексу України ставка була встановлена, виходячи із розміру неоподаткованого доходу громадян. На нашу думку, застосування такої величини, як базової ставки, для нарахування податку некоректне. По-перше, сама величина давно вже втратила свою актуальність. По-друге, її застосування ставить на порядок денний порядок індексації ставки податку. Виходячи з цього, вважаємо, що ставку оподаткування деривативів

---

<sup>362</sup> Бондарчук В.М. Податкові новації та проблеми розвитку фондового ринку [Електронний ресурс] / В.М. Бондарчук // Україна фінансова / Українське агентство фінансового розвитку. – Режим доступу: <[http://www.uфин.com.ua/analit\\_mat/rzp/161.htm](http://www.uфин.com.ua/analit_mat/rzp/161.htm)>.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

вативів, укладених поза фондовою біржею, необхідно прив'язати до величини мінімальної заробітної плати. Оскільки деривативи часто використовуються не тільки з метою хеджування ризиків, але і з метою спекуляцій, то ставка оподаткування має бути достатньо високою (не менше 50 % від мінімальної заробітної сплати, встановленої на 1 січня поточного року) для деривативів, укладених поза фондовою біржею. Підсумовуючи ставки спеціального податку на операції з відчуження цінних паперів пропонуємо встановити таким чином (табл. 3.11).

Таблиця 3.11

#### Ставки податку на відчуження цінних паперів

Ставка	Операція
0 %	від суми операції з продажу на Державній фондовій біржі цінних паперів, за якими розраховується біржовий курс, відповідно до вимог, встановлених Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, за погодженням з центральним органом виконавчої влади, що забезпечує формування та реалізує державну, податкову і митну політику
0 %	від суми операції з деривативами на фондовій біржі (Державній і недержавних)
0,5 %	відсотка від суми операції з продажу на недержавних фондових біржах цінних паперів, що перебувають у біржовому реєстрі
1,5 %	від суми операції з продажу цінних паперів на недержавних фондових біржах, що не перебувають у біржовому реєстрі
2 %	від суми операції з продажу цінних паперів поза фондовою біржею
50 % мінімальної заробітної плати, яка діяла на 1 січня поточного року	за укладений дериватив (контракт) поза фондовою біржею

*Джерело: побудовано за даними<sup>363</sup>.*

Повернення до практики справляння податку на відчуження цінних паперів сприятиме поступовому збільшенню обсягів торгів на фондових біржах та зменшенню торгів на неорганізованих ринках. Крім того, відбудеться зменшення обсягів спекулятивних операцій, а

<sup>363</sup> Humennyi A. Tax on securities transactions: fiscal and regulatory capacity in Ukraine / A. Humennyi // Independent auditor (EBSCO). – 2015. – № 13 (III). – Pp. 54.

також операцій з цінними паперами, які використовуються у схемах ухилення від сплати податків. У цілому такі заходи забезпечать стабілізацію розвитку ринку цінних паперів та зменшать його уразливість до глобальних викликів. Це дасть можливість забезпечити фінансову стабільність не тільки для фінансового сектора економіки, але і для сектора не фінансових корпорацій та сектора домогосподарств.

### **3.7. Сутність і правила застосування тонкої капіталізації в системі руху глобальних фінансових потоків**

Процеси формування глобальної економіки та глобальної фінансової системи, що відбуваються останніми десятиріччями, призводять до скорочення впливу національних урядів на соціально-економічний розвиток країни, контроль за переміщенням грошових мас і застосовуваними схемами мінімізації податкового навантаження.

Транснаціональний грошовий оборот, пов'язаний з потребами розширення виробництва на глобальному просторі, реалізується у формі фінансових відносин. Специфічною особливістю цих фінансових потоків є їх нееквівалентний характер. Вони формуються в результаті реалізації вироблених у рамках транснаціональних виробничих комплексів матеріальних і нематеріальних цінностей і подальшого самостійного багатоланкового незалежного руху, незалежно від їх матеріально-речової основи. Наявність різних ставок та умов оподаткування у різних юрисдикціях, можливість виведення з-під оподаткування отриманого прибутку з використання офшорів, заміна одних фінансових інструментів та категорій іншими в умовах глобалізації економіки створює для платників додаткові можливості для застосування нових і більш досконалих схем мінімізації податкового навантаження.

Формування фінансової системи за межами державних кордонів прискорило рух фінансових потоків, які отримали можливість швидко інтегруватися в глобальні фінансові потоки. Це дозволяє підприємствам уникнути державного національного податкового контролю в межах своїх юрисдикцій, виконувати підміну сутності здійснюваних операцій шляхом їх інтерпретації та документального оформлення як іншого фінансового інструменту, приховувати розміри отриманого прибутку з використанням ланцюга посередників, зареєстрованих у різних юрисдикціях, використання норм міжнародного законодавства

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

про усунення подвійного законодавства. Сукупність застосовуваних підприємствами міжнародних схем приховування прибутку та мінімізації податкового навантаження створює загрози для національних економік, призводить до недоотримання коштів до національних бюджетів, необхідних для фінансування соціальних потреб і виконання функцій державою, накопичення надприбутків окремими структурами, недобросовісної конкуренції як у реальному секторі економіки, так і на ринку фінансових капіталів.

Однією з найбільш поширених схем мінімізації податкового навантаження в рамках міжнародного руху капіталів є так звана «тонка капіталізація».

Звернемось до сутності принципів тонкої капіталізації в площині її застосування з метою мінімізації податкового навантаження всередині групи компаній. Джерелами фінансування підприємства є власні та залучені кошти. Тонка капіталізація являє собою ситуацію, коли підприємство фінансується через стосовно високий рівень залученого капіталу порівняно з власним капіталом. Чому тонка капіталізація впливає на рівень податкового навантаження підприємства? Те, як підприємство капіталізоване, часто справляє істотний вплив на обсяг його оподаткованого прибутку. Практично у всіх країнах податкове законодавство дозволяє зменшувати оподаткований прибуток на суму відсотків сплачених за користування позиковими коштами. Таким чином, чим вищий рівень заборгованості підприємства, тим нижчим буде його оподатковуваний прибуток. З цієї причини борг часто є більш економічно обґрунтованим у плані оподаткування способом фінансування, ніж внесення коштів до власного капіталу підприємства.

Отже, поняття тонкої капіталізації тісно пов'язане зі структурою капіталу та формами фінансування компанії. Материнська компанія може фінансувати дочірню за допомогою трьох методів: участі у власному капіталі, боргового фінансування та використання нерозподіленого прибутку<sup>364</sup>. Особливості видів фінансування компанії наведені в табл. 3.12.

Кожен з типів фінансування підприємства несе за собою різні податкові наслідки. Так, проценти відносяться до складу витрат та

---

<sup>364</sup> Farrar J. Debt-equity limitations in thin capitalization rules: Canadian evidence / Farrar J., Mawani A. // (CAAA) 2008 Annual Conference Paper [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://ssrn.com/abstract=1080639>

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

зменшують базу оподаткування податку на прибуток, в той час коли дивіденди сплачуються з чистого прибутку після вирахування всіх податків, тому боргове фінансування є вигіднішим. У результаті значна частка прибутку підприємства виводиться з-під національного оподаткування у випадку, якщо фінансування здійснюється за рахунок позики від пов'язаних осіб.

Таблиця 3.12

### Особливості видів фінансування компанії

Боргове фінансування	Акціонерне фінансування
Відсотки сплачуються періодично та незалежно від фінансових результатів	Акціонер отримує пропорційну частину прибутку (за наявності)
Борг повертається після закінчення строку позики	Повернення інвестицій шляхом продажу акцій
Відсутність відповідальності за діяльність компанії	Відповідальність за діяльність компанії своєю часткою в капіталі
Вища мобільність капіталу	Зміна вартості частки разом зі зміною вартості компанії
Альтернатива акціонерному фінансуванню	Право на управління компанією

*Джерело: побудовано на основі*<sup>365</sup>.

Тонка капіталізація ілюструє ситуацію, коли боргове фінансування компанії є стосовно вищим порівняно з фінансуванням за допомогою участі в капіталі<sup>366</sup>.

Ознаками тонкої капіталізації можуть бути:

- надання «змішаних» позик, що дають кредитору право конвертувати їх у частки участі в капіталі позичальника;
- включення в договір умови про залежність розміру відсотків від суми прибутку позичальника;
- надання позики з метою фінансування довгострокових інвестицій;

<sup>365</sup> Кривий, В.І. Правила тонкої капіталізації: зарубіжний досвід та перспективи впровадження в Україні [Електронний ресурс] / В.І. Кривий // Ефективна економіка. – 2014. – № 8. – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3261>

<sup>366</sup> Настанови ОЕСР щодо трансфертного ціноутворення для транснаціональних компаній та податкових служб [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://sfs.gov.ua/pro-sfs-ukraini/struktura-/apar/12-departament-mijnarodnih-zvyazkiv/povidomlennya/80820.html>

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

---

- надання суми позики пропорційної частці участі кредитора в капіталі позичальника або як умови такої участі;
- надання позики для покриття істотних збитків;
- низька кредитоспроможність позичальника, на підставі чого можна зробити висновок, що за аналогічних умов незалежними кредиторами позика не була б надана.

Транснаціональні групи прагнуть структурувати свої механізми фінансування таким чином, щоб максимізувати ці переваги. З одного боку, вони структурують показники співвідношення власних та залучених коштів компаній, що входять у групу з метою максимального використання переваг в оподаткуванні, враховуючи різні ставки на механізми прибуткового оподаткування в різних країнах, з іншого боку, вони також можуть впливати і на рівень податкового навантаження кредитора, який отримує відсотки за користування кредитом (позикою). У цьому випадку важливим показником є співвідношення відсоткової ставки за кредитом та ставки корпоративного податку, що встановлена в юрисдикції реципієнта, наприклад, домовленості можуть бути структуровані таким чином, що встановлена відсоткова ставка за користування кредитом є значно більшою за ставку корпоративного податку.

Найбільші можливості використання механізму тонкої капіталізації в цілях мінімізації податків мають ТНК. Так, група, що складається з материнської і дочірньої компаній, розташованих у різних державах, може сплачувати менші суми податку в разі переведення прибутку дочірньої компанії в материнську у формі відсотків, які зменшують базу оподаткування податку на прибуток дочірньої компанії, ніж у випадку виплати дивідендів. Якщо ж до групи включені проміжні холдингові компанії, які базуються в низькоподаткових юрисдикціях, то це дозволить поєднати таку перевагу з можливістю мінімізації податку на отриманий дохід за відсотками.

Цей механізм використовується для досягнення максимальної гнучкості руху фінансових коштів у рамках ТНК з найменшими для неї податковими витратами залежно від податкового законодавства юрисдикції базування її структурних елементів, а також наявності або відсутності міжнародних договорів про уникнення подвійного оподаткування між відповідними країнами.

Таким чином, тонку капіталізацію можна розглядати як стратегію транснаціональної компанії щодо здійснення прямих іноземних інвестицій. Коли компанія ініціює діяльність в іншій країні, то зазвичай утворює місцеве підприємство для таких цілей. Розширення діяльності такого підприємства здійснюється за допомогою акціонерного та/або боргового фінансування. Боргове фінансування надає змогу знизити податок на прибуток. Тому інвестиції в країни з високим рівнем оподаткування здійснюються під виглядом боргового фінансування на відміну від інвестицій у країни з низьким рівнем оподаткування. Таке розподілення надає змогу знизити глобальні податкові витрати і є стимулом інвестувати у юрисдикції з високим рівнем оподаткування.

Для запобігання надмірного зменшення оподаткованого доходу за рахунок виплати процентів за кредитами уряди окремих країн встановлюють законодавчі обмеження в оподаткуванні, що знижують привабливість використання боргового фінансування між пов'язаними особами. Одним із типових обмежень є заборона для включення до податкових витрат повністю або частково суми відсотків за кредитами (позиками), отриманими від нерезидентів – пов'язаних осіб.

У цілому у світовій практиці основними способами боротьби із застосуванням схем мінімізації податкового навантаження за допомогою правил тонкої капіталізації є:

- введення обмежень щодо включення до податкових витрат усієї суми відсотків;
- зворотна перекваліфікація відсотків у дивіденди з одночасною відмовою в прийнятті суми «перекваліфікованих дивідендів» у зменшення оподаткованого прибутку;
- рядом країн міжнародні угоди про уникнення подвійного оподаткування, що встановлюють знижені податкові ставки, застосовуються з урахуванням правил тонкої капіталізації.

В світовій практиці існують такі основні законодавчі підходи до визначення максимальної суми нарахованих процентів, що включаються до витрат:

- 1) принцип «витягнутої руки», використання якого в контексті регулювання трансфертного ціноутворення детально описано Настановами ОЕСР щодо трансфертного ціноутворення для транснаціональних



### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

компаній та податкових служб<sup>367</sup>. Сума оподаткованого прибутку, отриманого підприємством, яке бере участь в одній чи більше контрольованих операціях, вважається таким, що відповідає принципу «вितягнутої руки», якщо умови зазначених операцій не відрізняються від умов, що застосовуються між непов'язаними особами у зіставних неконтрольованих операціях. З іншого випадку, з метою оподаткування податком на прибуток підприємство повинно при здійсненні контрольованих операцій збільшувати об'єкт оподаткування на суму перевищення ціни, визначеної, згідно з принципом «вितягнутої руки», над контрактною ціною, або на суму перевищення ціни придбання товарів, робіт послуг над ціною, визначеною згідно з принципом «вितягнутої руки». Недоліком цього підходу є те, що він складний і затратний для адміністрування;

2) спеціальний порядок встановлення фіксованого співвідношення, яке приймається за об'єктивні ринкові умови:

а) встановлення допустимого співвідношення позикового і власного капіталу (debt-to-equity ratio);

б) встановлення співвідношення суми нарахованих відсотків до іншої змінної – оподаткованого прибутку або показника ЕВІТДА (Earnings stripping rule).

Проценти на «надмірну заборгованість», тобто суму боргу, що перевищує фіксовані співвідношення, не включаються до витрат для цілей оподаткування або оподатковуються як дивіденди.

Перевага підходу в тому, що він забезпечує високу визначеність, знижує витрати на адміністрування податків для компаній і податкових органів, простий для впровадження. Недоліком є те, що визначення фіксованого співвідношення не завжди враховує економічні реалії діяльності і галузеву специфіку компанії<sup>368</sup>.

Механізми запобігання застосуванню правил тонкої капіталізації на українських підприємствах закладені нормами Податкового кодексу

<sup>367</sup> Настанови ОЕСР щодо трансфертного ціноутворення для транснаціональних компаній та податкових служб [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://sfs.gov.ua/pro-sfs-ukraini/struktura-/aparal/12-department-mijnarodnih-zvyazkiv/povidomlennya/80820.html>

<sup>368</sup> Кривий В.І. Правила тонкої капіталізації: зарубіжний досвід та перспективи впровадження в Україні [Електронний ресурс] / В. І. Кривий // Ефективна економіка. – 2014. – № 8. – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3261>

України (далі – ПКУ)<sup>369</sup>. Зокрема, розглянемо вимоги п. 140.2 ст. 140 Податкового кодексу України, згідно з яким для платника податку, у якого сума боргових зобов'язань, що виникли за операціями з пов'язаними особами – нерезидентами, перевищує суму власного капіталу більше ніж в 3,5 раза (для фінансових установ та компаній, що займаються виключно лізинговою діяльністю, більш ніж у 10 разів), фінансовий результат до оподаткування збільшується на суму перевищення нарахованих у бухгалтерському обліку відсотків за кредитами, позиками та іншими борговими зобов'язаннями над 50 % суми фінансового результату до оподаткування, фінансових витрат та суми амортизаційних відрахувань за даними фінансової звітності звітного податкового періоду, в якому здійснюється нарахування таких відсотків. При цьому сума боргових зобов'язань та власного капіталу визначається як середнє арифметичне значень боргових зобов'язань та власного капіталу на початок та кінець звітного податкового періоду з урахуванням процентів за зазначеними вище кредитами (позиками).

Нагадаємо, що власний капітал – це частина в активах підприємства, що залишається після вирахування його зобов'язань (п. 3 розд. I наказу Міністерства фінансів України від 07.02.2013 № 73 «Про затвердження Національного положення (стандарту) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності»<sup>370</sup>).

Поняття «пов'язані особи» з метою застосування норм податкового законодавства регулюються пп. 14.1.159 п. 14.1 ст. 14 Податкового кодексу України, згідно з яким пов'язані особи – юридичні та/або фізичні особи, відносини між якими можуть впливати на умови або економічні результати їх діяльності чи діяльності осіб, яких вони представляють, з урахуванням критеріїв, серед яких наведено наступний: «сума всіх кредитів (позик), поворотної фінансової допомоги від однієї юридичної особи та/або кредитів (позик), поворотної фінансової допомоги від інших юридичних осіб, гарантованих однією юридичною особою, стосовно іншої юридичної особи перевищує суму власного

---

<sup>369</sup> Податковий кодекс України // Вісник податкової служби України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.profiwins.com.ua/uk/legislation/kodeks/1350.html>

<sup>370</sup> Про затвердження Національного положення (стандарту) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності: Наказ Міністерства фінансів України від 07.02.2013 № 73 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://buhgalter911.com/Res/NPSBO/NPSBO1.aspx>

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

капіталу більше ніж у 3,5 раза (для фінансових установ та компаній, що провадять виключно лізингову діяльність, – більше ніж у 10 разів). При цьому сума таких кредитів (позик), поворотної фінансової допомоги та власного капіталу визначається як середнє арифметичне значення (на початок та кінець звітного періоду)».

Нагадаємо, що податкові коригування при визначенні бази оподаткування податком на прибуток застосовуються платниками, у яких річний дохід від усіх видів діяльності (за вирахуванням непрямих податків), визначений за правилами бухгалтерського обліку за останній річний звітний (податковий) період, перевищує 20 млн грн.

Тобто платники податку, у яких сума боргових зобов'язань (у тому числі процентів за борговими зобов'язаннями), що виникли за операціями з пов'язаними особами-нерезидентами, перевищує суму власного капіталу більше ніж у 3,5 раза (для фінансових установ та компаній, що займаються виключно лізинговою діяльністю, більше ніж у 10 разів), мають збільшити фінансовий результат до оподаткування на суму, яка обчислюється таким чином:

$$C \text{ збільш} = \text{СП} - (\text{ФРО} + \text{ФВ} + \text{АВ}) / 2, \quad (1)$$

де  $C \text{ збільш}$  – сума, на яку збільшується фінансовий результат до оподаткування;

$\text{СП}$  – сума процентів за кредитами, позиками та іншими борговими зобов'язаннями, нарахованих у бухгалтерському обліку платника податку;

$\text{ФРО}$  – фінансовий результат до оподаткування за даними фінансової звітності звітного податкового періоду, в якому здійснюється нарахування таких процентів;

$\text{ФВ}$  – фінансові витрати за даними фінансової звітності звітного податкового періоду, в якому здійснюється нарахування таких процентів;

$\text{АВ}$  – сума амортизаційних відрахувань за даними фінансової звітності звітного податкового періоду, в якому здійснюється нарахування таких процентів.

Звертаємо увагу на те, що закладений у нормах Податкового кодексу України показник фінансового результату до оподаткування за вирахуванням фінансових витрат та амортизації є так званим показником EBITDA, що застосовується у світовій практиці фінансового аналізу.

Зупинимось детальніше на сутності цього показника. EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) – прибуток до вирахування відсотків, податків і амортизації. EBITDA показує фінансовий результат підприємства, за виключенням впливу ефекту структури капіталу (тобто, відсотків, сплачених за залученими коштами), податкових ставок і амортизаційної політики підприємства. EBITDA дозволяє принципово оцінити грошовий потік, виключивши таку немонетарну статтю витрат, як амортизація. Показник широко використовується як компонент різноманітних коефіцієнтів фінансової ефективності (наприклад, EV/EBITDA, рентабельність продажів та ін.). Інвестори орієнтуються на показник EBITDA як індикатор очікуваного повернення своїх вкладень. Від'ємний EBITDA свідчить про те, що діяльність підприємства є збитковою вже на операційній стадії ще до здійснення сплати відсотків за користування залученим капіталом, податків, амортизації.

Отже, наявність у вітчизняних підприємств значних кредитів, отриманих від нерезидентів при збитковості діяльності та від'ємному значенні EBITDA, є ідентифікатором застосування правил тонкої капіталізації та мінімізації податкового навантаження на міжнародному рівні всередині групи пов'язаних підприємств.

Повернемось до норм вітчизняного податкового законодавства. Відповідно до п. 140.3 ст. 140 Податкового кодексу України проценти, які перевищують суму обмеження, визначеного п. 140.2 ст. 140 Податкового кодексу України, які збільшили фінансовий результат до оподаткування, зменшують фінансовий результат до оподаткування майбутніх звітних податкових періодів у сумі, зменшеній щорічно на 5 %, до повного її погашення з урахуванням обмежень, встановлених п. 140.2 ст. 140 Податкового кодексу України.

Тобто платники податку, які відповідно до п. 140.2 ст. 140 Податкового кодексу України збільшили фінансовий результат до оподаткування на відповідну суму, мають право у наступних звітних податкових періодах зменшити фінансовий результат до оподаткування на таку суму, зменшену щорічно на 5 % від цієї суми, до повного її погашення. Зменшення має здійснюватися з урахуванням обмежень, встановлених п. 140.2 ст. 140 Податкового кодексу України.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

Наведені норми дозволяють зменшувати суму витрат платника податку на прибуток на суму надмірно сплачуваних відсотків за кредитами, отриманих від нерезидентів – пов’язаних осіб, однак не передбачають регулювання розміру боргового капіталу підприємства та спеціальних правил, спрямованих на маніпулювання розміром залучення економічно необґрунтованих кредитів (позик) від пов’язаних осіб. Отже, вказані норми повноцінними правилами тонкої капіталізації не є, оскільки перенесення відсотків не віднесені до складу витрат протягом звітного періоду на результати майбутніх податкових періодів не відповідає міжнародній практиці із встановлення правил тонкої капіталізації, оскільки це не зменшує базу оподаткування з податку на прибуток, а тільки відстрочує це зменшення. У зв’язку з цим пропонується внести зміну до Податкового кодексу України щодо беззастережної заборони віднесення надлишкових відсотків до витрат.

Розглянемо алгоритм розрахунку на конкретному прикладі та згрупуємо результати розрахунків у пропонованих нижче таблицях. Нехай умовне підприємство «Бублик» має такі показники за результатами 2015 року.

Таблиця 3.13

#### Вихідні дані для розрахунку коригування фінансового результату до оподаткування на суму відсотків

Показник	на 31.12.2014, грн	на 31.12.2015, грн
Власний капітал	– 70 000	– 75 000
Фінансовий результат до оподаткування		– 5000
Загальна сума заборгованості за кредитами (позиках), отриманих від нерезидентів – пов’язаних осіб:		
– основна сума кредиту (позики)	1 500 000	1 450 000
– відсотки по кредиту позиці (нараховані за рік)		135 000
Амортизація, нарахована за рік		90 000

Для визначення необхідності здійснювати коригування – тобто чи перевищує сума кредиту (позики), отриманої від нерезидента – пов’язаної особи, більше ніж в 3,5 (10) разів середньорічну суму власного капіталу – пропонуємо використовувати табл. 3.14.

**Визначення розміру перевищення боргових зобов'язань  
над розміром власного капіталу згідно з вимогами  
абзацу 2 п. 140.2 ст. 140 Податкового кодексу України**

Показники	Станом на 31.12.2014, грн	Станом на 31.12.2015, грн.	Середнє арифметичне значення боргових зобов'язань та власного капіталу на початок і кінець звітного податкового періоду з урахуванням процентів (гр.2 + гр.3) / 2
1	2	3	4
Власний капітал	- 70 000	- 75 000	- 72 500
Загальна сума боргових зобов'язань перед нерезидентами – пов'язаними особами (тіло позики + річна сума відсотків)	1 500 000	1 585 000	1 542 500
Розрахункова середньоарифметична сума власного капіталу, що задовольняє критерій щодо коригування суми фінансового результату до оподаткування (середньоарифметична сума боргових зобов'язань / 3,5)			514 167

Останній рядок табл. 3.14 є важливим у випадках, коли власний капітал підприємства становить від'ємну величину. Як бачимо з нашого прикладу, для того щоб за цією сумою заборгованості за кредитом, отриманим від нерезидента, не коригувати фінансовий результат до оподаткування, власний капітал підприємства «Бублик» має бути не меншим 514 167 дол. США. Оскільки фактично власний капітал менший, ніж розрахований показник ( $- 72 500 \leq 514 167$ ), тому коригування фінансового результату до оподаткування на суму нарахованих відсотків за кредитом має бути здійснене.

Варіант від'ємного значення власного капіталу платника податку на прибуток не передбачений і не описаний нормами Податкового кодексу України, хоч є досить розповсюдженим серед вітчизняних підприємств, значна частина яких має незадовільний фінансовий стан. Частково така ситуація саме спричинена наявністю заборгованості в іноземній валюті, оскільки в результаті переоцінки такої монетарної статті підприємство щороку несе величезні витрати у вигляді від'ємних

**Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів  
у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку**

курсів різниць. Однак варіант від'ємного значення власного капіталу не протирічить загальному принципу застосування правил тонкої капіталізації.

Отже, при від'ємному значенні власного капіталу розраховуємо максимальну величину власного капіталу, при якій за заданою сумою заборгованості можна не застосовувати коригування: сума зобов'язань за кредитом (позикою) \* 3,5(10). Якщо сума власного капіталу від'ємна, то розрахована величина буде завжди меншою, ніж розрахована величина. Таким чином, при від'ємному значенні власного капіталу підприємства за будь-якої суми заборгованості перед нерезидентом – пов'язаною особою фінансовий результат до оподаткування збільшується на всю суму відсотків за такою заборгованістю.

Чим спричинений такий висновок? Як було наведено нижче, фінансовий результат до оподаткування збільшується на частину відсотків по кредиту (позиці), отриманому від нерезидента – пов'язаної особи, що перевищує 50 % суми фінансового результату до оподаткування, фінансових витрат та суми амортизаційних відрахувань за даними фінансової звітності. Для зручності розрахунку цього показника пропонуємо табл. 3.15.

Таблиця 3.15

**Розрахунок суми перевищення нарахованих у бухгалтерському обліку процентів за кредитами над 50 % суми фінансового результату до оподаткування, фінансових витрат та суми амортизаційних відрахувань за даними фінансової звітності податкового періоду, в якому здійснюється нарахування таких процентів**

№ з/п	Показники	Сума, дол. США
1	2	3
1.	Сума нарахованих процентів за користування кредитами	135 000
2.	Розрахунок 50 % суми фінансового результату до оподаткування, фінансових витрат та суми амортизаційних відрахувань (р.3 + р.4 + р.5) * 50 %)	– 115 000
3.	Фінансовий результат до оподаткування за 2015 рік	– 5 000
4.	Сума амортизаційних відрахувань (Дт 92,94 – Кт13)	90 000
5.	Сума фінансових витрат (Дт 95 – Кт 6841)	135 000
6.	Сума перевищення, яка збільшує фінансовий результат до оподаткування (р. 1 – р. 2), але не більше суми нарахованих відсотків	135 000

В наведеному прикладі, для підприємства «Бублик» за 2015 рік показник EBITDA складає (-230 000 грн), 50 % від даного значення – 115 000 ≤ 135 000 (суми відсотків за кредитом, відповідно, фінансовий результат до оподаткування збільшується на всю суму нарахованих відсотків за кредитом – 135 000 грн).

У випадках, коли значення власного капіталу підприємства від'ємне, розрахований показник 50 % EBITDA буде завжди від'ємним, а арифметична дія «сума відсотків – 50 % EBITDA» не має економічного сенсу, оскільки врешті отримуємо до коригування значення більше, ніж сама сума відсотків. Тому вважаємо доцільним звернути увагу, що сума коригування за кредитами (позиками), отриманими від нерезидента – пов'язаної особи, не може бути більшою суми нарахованих відсотків за такими кредитами (позиками).

Стосовно впровадження законодавчих механізмів запобігання застосуванню платниками податків правил тонкої капіталізації, слід зазначити, що визначення граничної суми процентів, що включаються до витрат, без прив'язки до встановленого співвідношенням позикового і власного капіталу суперечить принципу недискримінації оподаткування міжнародних суб'єктів господарювання відповідно до правил Світової організації торгівлі (СОТ)<sup>371</sup>. Включення умови відношення заборгованості до власного капіталу передбачає, що, зважаючи на різноманіття факторів зіставності умов контрольованої операції з ринковими, однозначно встановлене в національному законодавстві співвідношення позикового до власного капіталу і є ринковим, тобто передбачається, що в нормальних ринкових умовах непов'язаний кредитор не надаватиме позику, в результаті якої загальний розмір боргу перевищить власний капітал позичальника. Недотримання встановленого співвідношення свідчатиме про «неринковість» відносин між пов'язаними нерезидентом-кредитором і резидентом-боржником, а тому обмеження на включення відсотків до складу витрат не може розглядатися як не виправдане обмеження корпоративних прав нерезидентів.

---

<sup>371</sup> Настанови ОЕСР щодо трансфертного ціноутворення для транснаціональних компаній та податкових служб [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://sfs.gov.ua/pro-sfs-ukraini/struktura-/apar/12-departament-mijnarodnih-zvyazkiv/povidomlennya/80820.html>.



### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

---

Узгодженого міжнародного стандарту для розробки співвідношення між позиковим і власним капіталом не існує. Для оцінки рівня фінансової стійкості серед інших показників використовують коефіцієнт фінансування, який розраховується як співвідношення залучених та власних коштів і характеризує залежність підприємства від залучених коштів. Зростання цього показника в динаміці свідчить про посилення залежності від зовнішніх інвесторів і кредиторів, тобто про зниження фінансової стійкості, і навпаки<sup>372</sup>.

Кредити (позики) з метою тонкої капіталізації можуть бути також надані підприємству сторонніми кредиторами, що не входять у групу компаній. У такому випадку при визначенні рівня винагороди за користування кредитом, як правило, мають бути передбачені премії за опціонами, знижки, платежі за фінансовою орендою, платежі та надходження за процентними свопами, плата за використання інших фінансових і похідних інструментів.

При здійсненні тонкої капіталізації для підприємств важливим є аналіз її взаємозв'язку з правилами трансфертного ціноутворення. Сума відсотків, що підприємство платить за користування кредитом (позикою), визначається двома факторами:

- розмір відсоткових ставок, що застосовуються для подібних залучень всередині країни реципієнта (відсоткові ставки за кредитами банків, відсотки за облігаціями, ставки рефінансування);
- сума кредитів (позик).

Правила трансфертного ціноутворення передбачають порівняння відсоткових ставок за зовнішніми залученнями підприємств у рамках тонкої капіталізації з відсотковими ставками за внутрішніми кредитами. При цьому звертаємо увагу, що за своєю сутністю відсоткова ставка – це ціна, яка сплачується за користування кредитом, і правила трансфертного ціноутворення вимагають, щоб така ціна відповідала принципу витягнутої руки.

Залежно від законодавства конкретної країни правила трансфертного ціноутворення можуть використовуватись або не використовуватись для визначення звичайної ціни за користування кредитом (позикою). Деякі юрисдикції дотримуються думки, що застосування правил

---

<sup>372</sup> Mardan, M. (2013) «The effects of thin capitalization rules when firms are financially constrained», 8<sup>th</sup> Norwegian-German Seminar on Public Economics, CES ifo, Munich, pp. 4–15.

трансфертного ціноутворення, передбачених Конвенцією ОЕСР<sup>373</sup>, може бути достатньо для обмеження суми відсотків, сплачених за користування кредитом (позикою) до податкових витрат підприємства. Таким чином, правила трансфертного ціноутворення можуть бути використані також і для запобігання мінімізації податку на прибуток у рамках тонкої капіталізації. Однак для того, щоб забезпечити визначеність і чіткість, багато країн, як правило в податковому законодавстві, передбачають конкретні положення щодо тонкої капіталізації навіть у тих випадках, коли вони побудовані виключно на підході визначення вартості кредиту за правилами витягнутої руки і повторюють існуючі правила трансфертного ціноутворення.

Розробляючи податкове законодавство, покликане запобігати застосуванню правил тонкої капіталізації з метою мінімізації податків, необхідно чітко визначитися зі спектром фінансових операцій, які підпадають під сферу їх застосування. Наприклад:

– чи застосовуються ці правила для виплати відсотків, що виплачуються вітчизняним платникам податків, додатково до тих, що підприємство заплатило кредиторам-нерезидентам;

– чи застосовуються обмеження щодо включення у витрати відсотків за кредитами, отриманими від кредиторів – третіх осіб, що не є пов'язаними особами стосовно позичальника;

– як визначати пов'язаність осіб для цілей оподаткування (звичай країни використовують одні і ті ж критерії, які вони використовують у своїх правилах трансфертного ціноутворення).

Узагальнюючи, можна зробити такі висновки. Поняття тонкої капіталізації ґрунтується на особливостях форм фінансування підприємства. Надання підприємству – реципієнту коштів у вигляді кредиту (позики) від нерезидента (наприклад, материнської компанії або іншої афілійованої структури) є більш вигідним для інвестора, ніж участь у корпоративних правах, оскільки відсотки за кредитом (позикою) відносяться до складу витрат і надають змогу зменшити базу оподаткування. Зловживання співвідношенням боргового капіталу до власного відкриває можливості для мінімізації податків, чим і користуються

---

<sup>373</sup> Настанови ОЕСР щодо трансфертного ціноутворення для транснаціональних компаній та податкових служб [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://sfs.gov.ua/pro-sfs-ukraini/struktura-/apar/12-departament-mijnarodnih-zvyazkiv/povidomlennya/80820.html>.

### **Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку**

транснаціональні компанії. Для запобігання цьому країни світу встановлюють правила тонкої капіталізації, що мають на меті обмежити суму відсотків, яка може бути включена до витрат. На сьогодні українське податкове законодавство містить відповідні норми, застосування яких на цей момент вперше проходить практичну апробацію при розрахунку платниками податку на прибуток підприємств.

#### **3.8. Контроль фінансових потоків через низькоподаткові юрисдикції як складова системи регулювання фінансового ринку**

В умовах глобалізації низькоподаткові юрисдикції відіграють одну з важливих ролей у розвитку національних фінансових ринків. Надаючи широкий спектр фінансових, посередницьких та консалтингових послуг, низькоподаткові юрисдикції обслуговують від 30 до 60 % світових фінансових потоків, у тому числі вітчизняних.

На сьогодні існує декілька підходів до трактування низькоподаткових юрисдикцій. Згідно з визначенням Організації економічного співробітництва та розвитку «низькоподаткова юрисдикція» може трактуватися як невелика територія з пільговим режимом оподаткування, що спеціалізується на наданні визначеного кола корпоративних та комерційних послуг нерезидентам у вигляді офшорних структур; або як країна чи територія, де певні податки стягуються за зниженими ставками або взагалі відсутні<sup>374</sup>.

На сьогодні найбільш чітким є визначення низькоподаткових юрисдикцій в Бразилії. Тут до низькоподаткових юрисдикцій відносяться країни або території, де діють спеціальні податкові режими. Спеціальним податковим режимом вважається режим, який відповідає щонайменше двом із таких умов:

- відсутній податок на доходи, або ставка відповідного податку нижче 20 %;
- податкові пільги особам-нерезидентам або компаніям-нерезидентам;

---

<sup>374</sup> OECD Tax Database [Електронний ресурс] // Organization of Economic Cooperation and Development. – Режим доступу: <http://www.oecd.org/tax/tax-policy/tax-database.htm>.

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

---

- відсутні вимоги з обов'язкового здійснення господарської діяльності в рамках країни або території;
- діють вимоги щодо здійснення специфічної господарської діяльності для отримання пільг;
- відсутнє оподаткування іноземних джерел доходу, або ставка відповідного податку нижче 20 %;
- відсутній доступ до інформації про корпоративну структуру, власників активів чи прав, або про господарські операції.

Окрема увага приділяється особливій групі низькоподаткових юрисдикцій, серед яких Люксембург, Уругвай, Данія, Нідерланди, Ісландія, Угорщина, США, Іспанія, Мальта та інші <sup>375</sup>.

Як видно, у Бразилії використовується дворівнева система визначення низькоподаткових юрисдикцій: перший рівень формують законодавчо закріплені умови, за якими країна відноситься до низькоподаткових, а другий рівень містить перелік типів компаній із низькоподаткових юрисдикцій, операціям із якими приділяється особлива увага.

У світовій практиці до низькоподаткових відносять країни та території, які задовольняють один із таких параметрів:

- номінальні податки або їх відсутність. Тобто законодавчо закріплено повну відсутність податкових зборів або значні податкові преференції компаніям, які відповідають визначеному ряду вимог;
- відсутність ефективного обміну інформацією. Тобто діють законодавчі положення про конфіденційність банківської інформації або наявний інститут номінального власництва;
- відсутність прозорості. Податкові органи країни не потребують деталізації прибутків, отриманих за межами низькоподаткової юрисдикції<sup>376</sup>.

Міжнародний валютний фонд та Рада фінансової стабільності мають основні ознаки, за якими країни прирівнюють до низькоподаткових, розширюють за рахунок таких:

---

<sup>375</sup> Brazil Issues New List of Low-Tax Jurisdictions and Special Tax Regimes [Електронний ресурс] // Azevedo Sette Advogados. – Режим доступу: [http://www.azevedosette.com.br/en/noticias/brazil\\_issues\\_new\\_list\\_of\\_low-tax\\_jurisdictions\\_special\\_tax\\_regimes/2412](http://www.azevedosette.com.br/en/noticias/brazil_issues_new_list_of_low-tax_jurisdictions_special_tax_regimes/2412)

<sup>376</sup> Harmful tax competition: an emerging global issue. France: OECD Publications. – 1998. – Р. 22–23. ISBN 92–64–16090–6 [Електронний ресурс] // OECD: [сайт]. – Режим доступу: <http://www.oecd.org>. – Назва з екрану.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

- відсутність або знижена ставка податку на комерційний та інвестиційний дохід;
- відсутність податку на майно;
- спрощений і гнучкий режим реєстрації та ліцензування діяльності компанії;
- спрощений та гнучкий режим управління;
- гнучка система використання фондів та інших спеціалізованих корпоративних структур;
- не обов'язкова фізична присутність для фінансових установ та/або корпорацій;
- необґрунтовано високий рівень конфіденційності інформації щодо клієнтів, який затверджено внутрішнім законодавством країни
- встановлення пільгового режиму документообігу (звітність або взагалі відсутня, або подається мінімальна інформація);
- використання низьковідсоткових податкових схем<sup>377</sup>.

В Україні низькоподатковими юрисдикціями вважаються ті країни чи юрисдикції, які відповідають таким умовам:

- держави (території), у яких загальна ставка податку на прибуток підприємств (корпоративний податок) на 5 і більше відсоткових пунктів нижча, ніж в Україні;
- держави, з якими Україною не укладені міжнародні договори з положеннями про обмін інформацією<sup>378</sup>.

Перелік низькоподаткових юрисдикцій закріплено Розпорядженням Кабінету Міністрів України від 16 вересня 2015 року № 997-р<sup>379</sup>, до якого включено 65 країн. Водночас цей перелік протягом 2015 р. було змінено тричі, причому країни як додавались, так і виключались із цього переліку. Це викликає ряд запитань. Якщо країна входила до переліку низькоподаткових юрисдикцій, а потім була з нього виключена, яким чином повинні операції із компаніями із цієї країни проходити контроль

---

<sup>377</sup> Report of the Working Group on the Offshore Centers [Електронний ресурс] // Financial Stability Forum: [сайт]. – Режим доступу: [www.financialstabilityboard.org](http://www.financialstabilityboard.org). – Назва з екрану.

<sup>378</sup> [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2755-17/page6>

<sup>379</sup> Про затвердження переліку держав (територій), які відповідають критеріям, установленим підпунктом 39.2.1.2 підпункту 39.2.1 пункту 39.2 статті 39 Податкового кодексу України: Розпорядження Кабінету Міністрів України: від 16 вересня 2015 р. – № 977-р

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

на використання трансфертного ціноутворення – не проходить, оскільки на кінець звітного періоду така країна не вважається низько податковою, чи проходить тільки за період, доки країна вважалась низько податковою, чи проходить за весь період, оскільки на початок звітного періоду країна вважалась низькоподатковою<sup>380</sup>.

З 16 вересня 2015 р. із переліку низькоподаткових юрисдикцій виключено Люксембург (0 % податку з прибутку від операцій електронної комерції), Мальту (5 % податку на прибуток із іноземних джерел), ОАЕ (емірат Ras Al Khaimah надає пільгову ставку оподаткування 0 % на прибутки зі іноземних джерел) та інші<sup>381</sup>.

Виходячи зі наведених трактувань можна припустити, що офшори є однією із груп низькоподаткових юрисдикцій, адже вони надають ті самі переваги, однак у глибшому вимірі, що представлено у табл. 3.16.

Таблиця 3.16

### Порівняння основних ознак офшорів та низькоподаткових юрисдикцій

Характеристика	Низькоподаткова юрисдикція	Офшор
Податок на прибуток	Нижчий на 5 %, ніж в Україні	Відсутній або справляється за ставкою не вище 3–4 %
Податковий аудит	Застосовується або спрощений	Спрощений або відсутній
Контроль за джерелами прибутку	Внутрішні – присутній, іноземні – спрощений або відсутній	Внутрішні – присутній, іноземні – спрощений або відсутній
Подача щорічної звітності до податкових органів	Єдина для всіх або спрощена для окремих типів компаній	Спрощена або відсутня для окремих типів компаній
Інститут номінального власництва	Застосовується, номінальні власники вносяться у публічний реєстр	Застосовується, номінальні власники вносяться у реєстр (публічний або доступний тільки для громадян офшору)

<sup>380</sup> Мусієнко С. Внесено зміни в перелік низькоподаткових юрисдикцій для цілей трансфертного ціноутворення [Електронний ресурс] / Мусієнко С., Сverdlov I. // DLA Paper. – Режим доступу: [http://information.dla.com/information/published/3003743\\_Tax\\_Newsletter\\_Inforgraphics\\_Ukraine\\_V3.pdf](http://information.dla.com/information/published/3003743_Tax_Newsletter_Inforgraphics_Ukraine_V3.pdf)

<sup>381</sup> Low Tax Jurisdictions [Електронний ресурс] // No More Tax web page. – Режим доступу: <http://www.nomoretax.eu/low-tax-jurisdictions/>

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

Продовження таблиці

Спеціальні податкові преференції	Податкова система передбачає загальну низьку ставку податку або спеціальні умови для окремих типів компаній	Спеціальні умови оподаткування для окремих типів компаній
----------------------------------	---	---

*Джерело: розроблено автором.*

Виходячи з цього можна стверджувати, що офшори за своєю економічною природою є однією із внутрішніх груп низькоподаткових юрисдикцій, оскільки під визначення останніх підпадає ширше коло країн. Серед інших груп можна виділити респектабельні країни, які використовуються як країни-посередники (країни ЄС) та ті країни, які не відносяться до названих груп, оскільки рівень податкових переваг не дозволяє трактувати їх як офшорні, але водночас вони не відносяться до респектабельних юрисдикцій, як то Бруней, Судан, Туркменістан тощо.

Стосовно регулювання офшорів, на сьогодні в Україні діє Постанова Кабінету Міністрів України від 22.02.2011 № 143 «Про перелік офшорних зон», у якій визначено, які країни відносяться до офшорів, проте не наводиться критеріїв, за якими країни було віднесено до офшорів.

Порівняння двох переліків, що діють в Україні (офшорних зон та низькоподаткових юрисдикцій), засвідчує таке. Хоча всі офшори за своєю економічною природою є низькоподатковими юрисдикціями, однак такі офшори, як Самоа, о. Олдерні та Пуерто-Ріко, не включено до переліку низькоподаткових юрисдикцій, незважаючи на те, що вони надають податкові преференції.

Проблемою також є наявність двох переліків, один із яких включає інший, що створює ситуацію одночасного трактування однієї країни і як офшора, і як низькоподаткової юрисдикції з можливістю застосування антиофшорних норм та регулювання операцій із низькоподатковими юрисдикціями одночасно.

Таким чином, проблему трактування й класифікації низькоподаткових юрисдикцій слід віднести до комплексних, які мають багато граней, кожна із яких висвітлює характерні особливості під певним кутом зору. Найбільш поширеною є класифікація за економічним показником, яка активно пропагується Організацією економічного

співробітництва та розвитку. За цією класифікацією країни поділяються на такі групи:

1. Країни із нульовою ставкою оподаткування. У цих країнах стягуються лише щорічні обов'язкові та ліцензійні платежі на певні види діяльності.

2. Країни з територіальним принципом оподаткування (Острови Кука, Самоа). Тобто оподатковуються тільки ті доходи, що отримані всередині країни.

3. Країни із низькими податковими ставками (Латвія, Литва). Представлено розвиненими країнами, які занижують ставку податкових зборів для стимулювання інвестування або мають інститут банківської таємниці, яка чинить перешкоди обміну податковою інформацією.

4. Країни із високими податковими ставками (США, Великобританія). Тобто країни, які мають території із пільговим оподаткуванням або надають переваги пільгового оподаткування певним типам компаній<sup>382</sup>.

З точки зору міжнародного правового статусу низькоподаткові юрисдикції класифікують таким чином:

- 1) незалежні держави (Ірландія, Кіпр, Кайманові острови);
- 2) держави, асоційовані з більш великими державами (Монако з Францією, Ліхтенштейн зі Швейцарією);
- 3) території у складі держав або знаходяться в підпорядкуванні, але з широкими правами у сфері місцевого самоврядування (Гібралтар, Джерсі, Гернсі (Великобританія); Мадейра (Португалія);
- 4) суб'єкти федеративних держав (штат Делавер у США тощо).

При цьому склад кожної із груп не є сталим, оскільки правовий статус юрисдикцій може змінюватися<sup>383</sup>.

Низькоподаткові юрисдикції, з одного боку, співвідносяться між собою в рамках наведених методологій та класифікацій, а з іншого – кожна низькоподаткова юрисдикція має чітко виражену спеціалізацію, яка проявляється в особливостях функціонування компаній у рамках їх національного законодавства. Тому, відповідно до основних

---

<sup>382</sup> Online Statistical Database [Електронний ресурс] // OECD. – Режим доступу: <http://www.oecd.org>.

<sup>383</sup> Хейфец Б.А. Офшорные юрисдикции в глобальной та национальной экономике / Б.А. Хейфец. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2008. – 335, [57] с.



### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

умов функціонування, низькоподаткові юрисдикції поділяють на холдингові (торгові), фінансові, хеджові, сервісні, особистісні, змішані тощо. Кожна із наведених груп представлена на фінансовому ринку України як окремими компаніями, так і у складі груп компаній і знаходиться в рамках регулятивного потенціалу України.

До холдингових (торгових) відносяться низькоподаткові юрисдикції, які дозволяють створення компаній типу «міжнародна бізнес-компанія» (IBC – International Business Company). Вона користується перевагами низькоподаткового законодавства і може здійснювати господарську діяльність всередині низькоподаткової юрисдикції як резидент зі сплатою податків за внутрішніми національними ставками. Такі низькоподаткові юрисдикції використовуються як посередники у міжнародних торгових операціях. Вони можуть мати власні склади для короткострокового зберігання товарів чи їх одноетапної переробки (як фасування чи зміна пакування) для уникнення торгових обмежень розвинених країн. Прикладом є Британські Віргінські острови, де законодавство орієнтоване на економічну складову бізнесу. Прибутки, які акумулюються на їх рахунках, використовуються переважно як іноземні інвестиції.

Фінансові низькоподаткові юрисдикції створюють особливі умови для функціонування банківських систем за рахунок створення офшорних банківських та небанківських установ. Загалом використовуються як спосіб безпечного зберігання капіталу (реальний власник має доступ до коштів на рахунку через міжнародні платіжні картки); як посередник у фінансових операціях, який використовується як проміжна ланка навіть у фінансових операціях, санкціонованих міжнародними організаціями; як посередник у господарських операціях, на рахунках якого акумулюється основна частина прибутку, що виводиться до низькоподаткових юрисдикцій поза національним оподаткуванням. У фінансових низькоподаткових юрисдикціях представлено усі найбільші міжнародні банки через дочірні та афілійовані банківські установи, що значно спрощує усі банківські та міжбанківські операції. Однак таким банківським установам хоча й необхідно мати офіс на території низькоподаткової юрисдикції, проте встановлено жорсткі рамки на здійснення банківської діяльності всередині неї. Прикладом можуть бути Соломонові острови, які є фінансовою низькоподатковою зоною, оскільки фінансове законодавство орієнтовано саме на забезпечення комфортних умов роботи фінансових установ.

Моніторинг та регулювання банківських операцій як складова регулювання в аспекті низькоподаткових операцій в Україні використовується у вигляді контролю за операціями, сума одноразового платежу за якими перевищує нормативно встановлену межу. Станом на початок 2015 р. така сума становить 150 тисяч грн (30 тисяч грн для лотерей та операцій електронної комерції)<sup>384</sup>.

В Україні ця система побудована таким чином, що при проходженні разової операції на суму понад 150 тисяч грн до НБУ надається інформація про усіх відомих контрагентів за цією операцією. У ході розгляду НБУ приймає рішення про відсутність ознак офшорності або при виникненні підозри на присутність низькоподаткового (офшорного) елемента робить запит на додаткову інформацію до країн, у яких зареєстровані усі відомі контрагенти для формування списку сторін, які залучені до фінансової операції. На основі подібного детального аналізу робиться заключний висновок про присутність чи відсутність ознак ухилення від сплати податків у фінансовій операції. Названа система є ненадійною, оскільки пошук, запит та аналіз інформації відбувається протягом тривалого часу і розкриття ланцюжка із 10–15 контрагентів може тривати понад рік. За цей час компанії можуть зникнути, бути ліквідовані без правонаступництва або використати інші механізми уникнення відповідальності за порушення законодавства у частині використання низькоподаткових елементів у господарських механізмах.

У такому зв'язку доцільною є оптимізація цієї складової фінансового регулювання через збільшення суми операції та розгляд сукупності операцій за певний період.

Хеджові низькоподаткові юрисдикції пропонують пільгові умови для створення компаній щодо управління різними активами, серед яких хеджові фонди, страхові фонди та різні трасти, які є способом виведення з-під національного оподаткування прибутків через операції інвестування, оренди, лізингу, управління інтелектуальною власністю, страхування та хеджування ризиків тощо. Також хеджові низькоподаткові

---

<sup>384</sup> Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення: Закон України: від 14.10.2014 № 1702-VII [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://search.ligazakon.ua/l\\_doc2.nsf/link1/JG3WR00A.html](http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/JG3WR00A.html).

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

юрисдикції є основним джерелом спекулятивного капіталу, який використовується у короткострокових інвестиційних операціях з однією метою – максимізація короткострокових прибутків, які оподатковуються за лояльною ставкою або не оподатковуються взагалі (фіксований щорічний платіж). Прикладом можуть бути Кайманові острови, які надають податкові преференції тільки хеджовим фондам та трастам.

Сервісні низькоподаткові юрисдикції дозволяють створення компаній із спеціальним статусом, які мають право надавати лише ті послуги, які визначені законодавством. За надання таких послуг сплачується лише фіксований податок, а державний контроль присутній тільки у вигляді нагляду за дотриманням умов надання виключно визначеного кола послуг. Прикладом є Панама, яка містить низькоподаткові норми законодавства щодо реєстрації морських та повітряних суден, і Співдружність Коморських островів, де за спеціальною домовленістю будь-яка компанія або особа може бути звільнена від оподаткування і займатись у тому числі й наданням фінансових послуг.

Особистісні низькоподаткові юрисдикції – це високореспектабельні країни, які надають податкові преференції громадянам на доходи, отримані з іноземних джерел. Прикладом є Монако, де надаються податкові преференції у вигляді нульової ставки податків та умовної звітності за прибутками, отриманими за межами Монако. Основними доходами таких осіб є дивіденди, інвестиційні прибутки, відсотки за банківськими вкладками тощо, тобто прибутки від фінансових операцій.

Змішані низькоподаткові юрисдикції є особливими країнами або територіями, де податкові преференції надаються відразу усім видам компаній. Однак на сьогодні така група низькоподаткових юрисдикцій практично не зустрічається, оскільки вони не можуть конкурувати із спеціалізованими низькоподатковими юрисдикціями, які за ту саму собівартість надають послуги вищого рівня. На зміну їм прийшла практика використання групи компаній із різних низькоподаткових юрисдикцій, які об'єднуються у фінансові групи залежно від типу операцій, які через них проводяться для ускладнення процедури контролю і підвищення рівня безпечності операцій.

Відповідно до своєї спеціалізації низькоподаткові юрисдикції можуть використовуватися для різних цілей, серед яких:

- мінімізація податкового навантаження;

- оптимізація фінансових потоків;
- легалізація раніше виведених коштів (інвестиційні потоки);
- хеджування ризиків;
- збереження вартості фінансових активів;
- захист фінансових ресурсів та нематеріальних активів;
- місце вторинного накопичення капіталу;
- особисті податкові переваги.

Мінімізація податкового навантаження є однією із основних цілей використання низькоподаткових юрисдикцій у господарських операціях. Вона може бути як оптимізацією податкового навантаження, тобто використання особливих переваг низькоподаткових юрисдикцій у рамках законних методів зменшення податкових платежів, так і агресивним податковим плануванням, яке широко використовує можливості компаній-посередників для приховування факту використання низькоподаткових юрисдикцій, особливо офшорів, у господарських операціях і дозволяє отримувати додаткові прибутки. До низькоподаткових юрисдикцій цієї спеціалізації відносяться Болгарія (10 % корпоративний податок), ОАЕ (один із еміратів має 0 % корпоративний податок), Уругвай (0 % корпоративний податок), Мальта (5 % корпоративний податок) та інші.

Оптимізація фінансових потоків із використанням низькоподаткових юрисдикцій пов'язана із фінансовою та банківською спеціалізацією окремих із них. Так, завдяки своїй спеціалізації окремі низькоподаткові юрисдикції створюють режим максимального спрощення та здешевлення операцій за фінансовими транзакціями. Для прикладу – група Світового банку рекомендує країнам-реципієнтам фінансової допомоги використовувати банківські рахунки із низькоподаткових юрисдикцій для переказу коштів, оскільки суттєво зменшується і час обробки транзакції, і вартість її проведення.

Однак вони мають і негативну сторону – офшори як низькоподаткові юрисдикції, маючи фінансову спеціалізацію, є джерелом формування мобільного спекулятивного капіталу, який за природою свого використання є короткостроковим і не дозволяє тримати капітал у рамках стабільних проектів, а стимулює його постійне переміщення відповідно до зміни прибутковості тих чи інших галузей економіки. Загрози як для окремого підприємства, так і для економіки країни в цілому, полягають у тому, що короткостроковий капітал стосовно

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

легко може бути виведений, якщо прибутки не відповідають заявленим розмірам, що означає суттєве зниження конкурентоспроможності підприємства чи галузі економіки.

Прикладом є такі низькоподаткові юрисдикції, як Австрія, Швейцарія, Лівія та інші, які зберігають таємницю банківської інформації.

Використання низькоподаткових юрисдикцій у міжнародних інвестиційних потоках дозволяє використовувати їх як інструмент повернення та легалізації раніше виведених коштів. Подібні операції проводяться не напряму через низькоподаткові юрисдикції, а через операції із компаніями-посередниками, зареєстрованими у респектабельних юрисдикціях. Прикладом є «ірландський бутерброд» (роялті між окремими ірландськими компаніями не оподатковується), «нідерландський бутерброд» (компанії, зареєстровані на території колишніх Нідерландських Антильських островів, користуються низькоподатковими перевагами), «нідерландо-датський бутерброд» (компанія із Данії використовується як компанія-посередник, яка не отримує прибутку, а переводить їх до низькоподаткових юрисдикцій) тощо. Узагальнена оцінка все-таки свідчить, що пряме іноземне інвестування навіть із низькоподаткових юрисдикцій є позитивним фактором розвитку економіки.

Цей напрям є специфічним і його ефективність залежить від наявності у низькоподаткових юрисдикціях договорів про регулювання оподаткування роялті та інших платежів щодо обслуговування фінансових активів, тому для кожної країни цей перелік буде відрізнятися.

Хеджування ризиків в аспекті використання низькоподаткових юрисдикцій пов'язане з двома ключовими напрямками:

- 1) збереження вартості фінансових ресурсів;
- 2) захист від внутрішніх ризиків країни отримання прибутків.

Щодо першого напрямку, він використовується в умовах економічної нестабільності та кризових флуктуацій внутрішнього ринку країни. У рамках цього прибутки виводяться поза національним оподаткуванням для уникнення, наприклад, урядових положень про обов'язковий продаж частини валютної виручки чи в умовах підвищення облікової ставки НБУ. Захист від внутрішніх ризиків країни передбачає передачу ключових об'єктів чи процесів компанії у власність компанії щодо управління активами із низькоподаткової юрисдикції, що дозволяє мінімізувати ризик рейдерського захоплення господарських комплексів чи негативного політичного тиску всередині країни.

Низькоподаткові юрисдикції із хеджовою та трастовою спеціалізацією використовуються у господарських операціях з метою створення місця для вторинного накопичення капіталу – прибутки, що виводяться до них, акумулюються не на рахунку торгової компанії, а переводяться до хеджового фонду для їх примноження.

Прикладом є Гернсі, Джерсі, Мен, Малайзія та деякі інші країни, які надають пільгові умови щодо створення хеджових фондів та компаній з управління майном<sup>385</sup>.

Як видно із наведеного, низькоподаткові юрисдикції є складним багатогранним економічним утворенням, яке чинить комплексний вплив як на світову економіку, так і на національну економіку кожної окремо взятої країни. Для України актуальним завданням постає регулювання фінансових потоків, що проходять через низькоподаткові юрисдикції, оскільки вони використовуються як для виведення прибутків з національного оподаткування, так і для повернення та легалізації раніше виведених прибутків, що призводить тільки до погіршення економічної ситуації в Україні. Це пов'язано із тим, що повернення виведених коштів відбувається через фінансові інструменти, які передбачають як повернення інвестованих коштів, так і сплату відсотків за їх використання (кредитні ресурси, лізинг, цільове інвестування тощо). Це призводить до того, що компанія за рахунок оплати інвестиційних ресурсів виводити з національного оподаткування і прибутки від операцій усередині країни, що призводить до збільшення податкових втрат бюджету.

Тому мінімізація виведення прибутків до низькоподаткових юрисдикцій через фінансові механізми потребує комплексної модернізації існуючої системи контролю фінансових потоків у контексті забезпечення гнучкості цієї системи та запровадження нових методів моніторингу для виявлення схем виведення прибутків до низькоподаткових юрисдикцій поза національним оподаткуванням. Водночас модернізація повинна бути збалансована, оскільки регулятивний дисбаланс призведе до того, що компанії матимуть достатньо часу для уникнення контролю за фінансовими потоками, що не дозволить державі отримати додаткові прибутки від оподаткування виявлених доходів компаній.

---

<sup>385</sup> Low Tax Jurisdictions [Електронний ресурс] // No More Tax web page. – Режим доступу: <http://www.nomoretax.eu/low-tax-jurisdictions/>

### **3.9. Зарубіжний досвід пенсійних реформувань у контексті розвитку національних фінансових ринків**

Пом'якшення соціальних викликів глобалізації, що проявляються в загостренні соціальних проблем у сучасному світі – бідність, охорона здоров'я, ефективний соціальний захист, постає надзвичайно актуальним питанням сьогодення. Поряд із цим в умовах глобальних фінансових криз, що породжують нестабільність фінансових ринків, перед країнами виникає питання пошуку нових джерел фінансових ресурсів і напрямів диверсифікації ризиків. Вирішення цього подвійного питання – належний пенсійний захист і потужний внутрішній інвестиційний ресурс – і лежить саме в площині пенсійного реформування.

У такому контексті світовий досвід має надзвичайну цінність, адже сьогодні Україна залишається єдиною країною пострадянського простору, яка не провела пенсійну реформу. Сусідні країни з більшим чи меншим успіхом вжили заходів, щоб пом'якшити демографічний колапс, до якого невблаганно рухається як Європа, так і весь світ.

Старіння населення – одна з найгостріших проблем, яку переживають пенсійні системи в усьому світі. Зазвичай пенсійне питання завжди викликає гострі політичні дебати, як у США, Німеччині, Великобританії, або ж масові вуличні протести, як в Італії та Франції. В Україні пенсійні проблеми ще не вийшли «на рівень Італії, чи Франції», однак соціологічні дослідження свідчать, що абсолютна більшість населення не задоволена існуючою пенсійною системою. Розв'язувати їх потрібно, ретельно зваживши усі фактори та можливості як держави, так і її громадян, врахувавши як національні традиції та менталітет, так і світовий досвід проведення пенсійних реформ.

Необхідність негайних змін у сфері пенсійного забезпечення в багатьох країнах світу, незалежно від рівня їх економічного розвитку, обумовлена старінням населення, зміною його вікової структури, ускладненням економічної ситуації, збільшенням частки пенсійних видатків у ВВП країни, кризовими явищами на фінансовому ринку та їхнього впливу на економіку в майбутньому. В умовах глобалізації фінансові кризи вийшли за межі регіональних економік і набувають глобального характеру, що підвищує ризики бюджетної стійкості навіть розвинених держав.

Починаючи з ХХ століття пенсійні системи більшості країн світу зазнали значних змін. Теоретично можна виділити декілька шляхів таких змін та зазначити, що фактично всі вони тим чи іншим чином присутні в концепціях пенсійних реформ різних країн:

1. Параметричні реформи. Це зміна структурних характеристик розподільчої системи (підвищення вікової межі виходу на пенсію і збільшення необхідного нормативного (трудового) стажу; зміна порядку індексації пенсій (на основі темпів зростання споживчих цін, а не середньої зарплати); зменшення коефіцієнта заміщення та ін.).

2. Структурні реформи. Це системні зміни, що торкаються переходу до системи пенсійного забезпечення на основі накопичувального елемента, при цьому накопичувальна частина може мати як обов'язковий, так і добровільний характер.

3. Макроекономічні модифікації. Йдеться про заохочення більш високого рівня зайнятості або імміграції для зміни величини робочої сили тощо.

Якщо на перших етапах багато держав пішли шляхом параметричної корекції своїх пенсійних систем (США, Німеччина, Японія та ін.), то у 1980-ті особливо 1990-ті роки відбувся процес докорінної перебудови пенсійного забезпечення. Поворотним пунктом став 1994 рік, коли Світовий банк опублікував свій знаменитий звіт «Як уникнути кризи літнього віку: політика захисту людей похилого віку і сприяння економічному зростанню». На основі узагальнення стану розвитку організованого пенсійного забезпечення було зроблено висновки, що питання достойного пенсійного забезпечення громадян у межах традиційної солідарної пенсійної системи в принципі не може бути вирішене<sup>386</sup>. Як справжня альтернатива, була запропонована нова модель пенсійної системи, побудована, як зазначено у звіті, на трьох стовпах.

Світовий банк настійливо рекомендував застосовувати багаторівневі пенсійні системи: обов'язкового першого рівня, що забезпечує виплату пенсій за єдиною ставкою; обов'язкового накопичувального другого рівня, що забезпечує додаткові пенсійні виплати, пов'язані з розміром заробітної плати; та добровільного третього рівня, що доповнює

---

<sup>386</sup> Averting the Old Age Crisis [Електронний ресурс] // Oxford University Press. New York, 1994. – Режим доступу: <http://documents.worldbank.org/curated/en/1994/09/698030/averting-old-age-crisis-policies-protect-old-promote-growth>.



### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

перших два, за особистим бажанням застрахованого. Багаторівневі системи виконують функції перерозподілу, накопичення та страхування у такий спосіб, який одночасно збалансовує ризики: демографічний, пов'язаний з фінансуванням пенсій із поточних надходжень, інфляційний та ринку капіталу, притаманні збереженню та накопиченню коштів.

Трирівнева система на зразок запропонованої та частково запровадженої в Україні стала переважаючою пенсійною моделлю серед країн колишнього соціалістичного табору. 12 країн мають трирівневі пенсійні системи, а саме: Угорщина та Польща (які запровадили таку систему до 2001 року), Болгарія, Хорватія, Естонія, Косово, Латвія, Литва, Македонія, Румунія, Росія та Словаччина (усі запровадили з 2001 року або пізніше). Ця пенсійна модель найбільш поширена і в розвинених країнах, включаючи Австралію, Данію, Нідерланди, Швецію, Швейцарію та Великобританію<sup>387</sup>.

Протягом останніх десятиліть у результаті різноманітних структурних і параметричних реформ конструкція системи пенсійного забезпечення стала більш диверсифікованою з посиленням ролі накопичувальної системи і зниженням значимості страхової частини.

Так, сьогодні в 22 з 34 країн ОЕСР розподільча пенсійна система здатна забезпечити пенсіями в розмірі менше 60 % заробітної плати. У багатьох державах чиста ставка заміщення (після виплати податків) становить менше 40 %<sup>388</sup>. Чисті ставки заміщення втраченого заробітку в державних пенсійних системах зарубіжних країн наведено в таблиці 3.17.

Як свідчать дані таблиці, коефіцієнт заміщення з розподільчих систем у країнах ОЕСР варіюється від 92 % (Люксембург) до 3–4 % (Ізраїль, Естонія), і в більшості країн він не перевищує 40 %, що не відповідає вимогам Конвенції МОП щодо мінімальних стандартів соціального захисту<sup>389</sup>. Тому більшість країн роблять акцент саме на

---

<sup>387</sup> Гері Гендрікс. Поширеність пенсійних моделей у Східній Європі та країнах СНД [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://pension.kiev.ua/files/prevalence\\_pens\\_syst\\_prototypes\\_25mar08\\_ua.pdf](http://pension.kiev.ua/files/prevalence_pens_syst_prototypes_25mar08_ua.pdf).

<sup>388</sup> Особенности развития накопительной пенсионной системы: Данные по странам мира и выводы для Российской Федерации, июнь 2013 г. – ОЭСР, 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://pensionreform.ru/files/39227/06.2013.pdf>.

<sup>389</sup> ILO Convention no.102 on Minimum standards for social security», Geneva, 1952.

**Регулятивний потенціал фінансового ринку  
в умовах глобальних викликів**

накопичувальні елементи пенсійного забезпечення, роль яких у структурі пенсійного доходу постійно зростає. Індивідуальні коефіцієнти заміщення за різними компонентами пенсійної системи наведені в таблиці 3.18.

Таблиця 3.17

**Чисті ставки заміщення втраченого заробітку  
в державних пенсійних системах**

Країна	Коефіцієнт заміщення, у % до з/п	Країна	Коефіцієнт заміщення, у % до з/п	Країна	Коефіцієнт заміщення, у % до з/п
Люксембург	92	Канада	43	Польща	31
Австрія	83	США	40	Нідерланди	21
Іспанія	72	Японія	38	Данія	18
Фінляндія	61	Швейцарія	37	Ірландія	17
Франція	58	Великобританія	36	Естонія	4
Німеччина	58	Швеція	35	Ізраїль	3
Бельгія	52	Словацька Республіка	33	ОЕСР 34	43

*Джерело: складено автором за даними Pensions at a Glance 2015: OECD and G20 indicators, OECD Publishing, Paris.*

Таблиця 3.18

**Індивідуальні коефіцієнти заміщення  
за різними компонентами пенсійної системи**

Країна	Загальний коефіцієнт заміщення всіх рівнів	Частка в пенсійних виплатах, у %	
		Обов'язкові накопичення	Добровільні накопичення
Австралія	42	64	0
Великобританія	70	0	56
Німеччина	61	0	30
Канада	73	0	38
Нідерланди	88	66	0
Норвегія	72	10	18
США	79	0	51
ОЕСР 34	68	19	13

*Джерело: складено автором за даними Pensions at a Glance 2015: OECD and G20 indicators, OECD Publishing, Paris.*

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

З таблиці видно, що в Австралії, Нідерландах 64–66 % у пенсійних виплатах становить обов'язкові накопичувальні складові. У Великобританії (56 %), США (51 %) визначальну роль відіграють виплати з добровільної накопичувальної системи.

Загалом у 14 з 34 країн ОЕСР пенсії з розподільчої системи доповнюються виплатами за системою обов'язкового накопичувального пенсійного забезпечення, учасниками якого є більшість працівників. Передбачається, що до цієї групи держав приєднається також і Чеська Республіка, де вводиться нова обов'язкова пенсійна система із встановленими внесками, і в результаті загальне число країн з обов'язковими або квазіобов'язковими (обов'язкова система з правом добровільного виходу з неї) накопичувальними пенсіями досягне 15. У той час як більшість країн перейшли на багаторівневі пенсійні системи, поєднуючи страхову і накопичувальні складові системи, декілька країн Центральної та Східної Європи частково переглянули початкові реформи, які передбачали обов'язковий накопичувальний компонент. Так, уряд Угорщини в кінці 2010 року прийняв рішення про фактичну ліквідацію обов'язкової приватної пенсійної системи. У двадцяти інших країнах ОЕСР накопичувальні пенсійні системи є добровільними, тобто роботодавці самостійно приймають рішення про заснування пенсійних планів для своїх співробітників. У трьох країнах, а саме: в Італії (2007 рік), Новій Зеландії (2007 рік) і Великобританії (2012 рік) – було введено квазінакопичувальний пенсійний рівень, що передбачає автоматичне включення працівників у програму накопичувального пенсійного забезпечення, хоча працівникам і пропонується можливість відмовитися від участі в ній. Системи з автоматичним включенням розраховані на пасивність людей та можливість збільшити пенсійний інвестиційний ресурс для держави. Зокрема, в Новій Зеландії кількість учасників схеми пенсійних заощаджень Kiwisaver підвищилася з 10 % працездатного населення до більш ніж 55 %. У цілому чітко простежується тенденція до поєднання страхової і накопичувальної частин пенсійних схем. Так, приблизно в двох третинах країн ОЕСР середньостатистичний працівник змушений покладатися на накопичувальні пенсійні системи, що доповнюють державні пенсійні виплати, розмір яких становить менше 40 % від останньої заробітної плати.

Аналіз фінансових основ національних пенсійних систем країн – членів Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) дозволяє зробити висновок про те, що суттю таких систем є перерозподіл відповідальності між державою, соціальними партнерами та приватними особами (застрахованими особами і просто громадянами), пов'язаної з існуючим тягарем фінансового навантаження. Модель соціальної держави, що склалася у таких країнах, передбачає, що страхова частина має відповідати лише за соціальні ризики при настанні обставин «невідвротної сили» (форс-мажорних), за якими громадяни опиняються за межею бідності, стають інвалідами, тривалий час залишаються без роботи, мають низький дохід (особливо в сім'ях з дітьми) на рівні прожиткового мінімуму. Фактично багато економічно розвинених країн об'єктивно прийшли до пенсійної системи, що поєднує керовані державою пенсійні схеми з пенсійними планами, що знаходяться в приватному управлінні за місцем роботи та особистими ощадними пенсійними рахунками. Така тенденція найкраще ілюструється законодавчим актом Нідерландів – Білль про реформу системи соціального захисту населення (2004 р.), який підкреслює значущість принципу особистої відповідальності громадянина в забезпеченні власного добробуту у старості: «Кожен повинен зробити усе можливе для підтримання свого життєвого рівня»<sup>390</sup>

У світлі таких тенденцій застосування накопичувальної пенсійної системи поширюється у світі досить швидкими темпами. Це пов'язано з рядом її суттєвих переваг перед розподільчою системою. Останні полягають насамперед у тому, що накопичувальна система: 1) меншою мірою залежить від демографічних проблем; 2) надає можливість ефективно використовувати кошти, які акумулюються у цій системі, для потреб економічного зростання; 3) забезпечує диференціацію розмірів пенсій залежно від того, скільки окрема фізична особа змогла відкласти на власне пенсійне забезпечення і як ефективно ці кошти були інвестовані; 4) складається, як правило, з певної кількості конкуруючих між собою пенсійних фондів, що дозволяє використовувати ринкові засади у самому

---

<sup>390</sup> Пенсійні реформи у світі: спонукальні мотиви та загальні напрями: матеріали до круглого столу [«Зелена книга малого бізнесу України: оцінка та перспективи шляхів розвитку»]. – Київ, 31 жовтня 2011 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://radakmu.org.ua/uploads/articles/136/material\\_full\\_end\\_20111031.pdf](http://radakmu.org.ua/uploads/articles/136/material_full_end_20111031.pdf) ст. 40.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

пенсійному страхуванні; 5) надає поштовх для розвитку національних фінансових ринків і економіки в цілому<sup>391</sup>.

Світові пенсійні активи накопичувальних фондів 16 найбільших ринків світу за останні 10 років збільшились майже вдвоє і на кінець 2014-го склали \$36,2 трлн (рис. 3.11), що відповідає 84,4 % сукупного ВВП цих країн.

На кінець 2014 року обсяг пенсійних активів у Сполучених Штатах Америки становив \$22 трлн. До п'ятірки лідерів також ввійшли: Велика Британія (\$3,31 трлн), Японія (\$2,86 трлн), Австралія (\$1,68 трлн), Канада (\$1,53 трлн). У п'яти країнах обсяги пенсійних активів перевищують валовий внутрішній продукт. Так, у Нідерландах співвідношення пенсійних активів і ВВП наприкінці 2014 року виявилось найбільшим і становило 165,5 %. У США воно становило 127 %, Швейцарії – 121,2 %, Великій Британії – 116,2 %, Австралії – 113 %<sup>392</sup>.



Рис. 3.11. Активи накопичувальних пенсійних систем країн світу у 2004–2014 р. на кінець року<sup>393</sup>

<sup>391</sup> Яценко В. Чи потрібна в Україні обов'язкова накопичувальна система? / В. Яценко, М. Вінер // Україна: аспекти праці. – 2000. – № 1.

<sup>392</sup> Pensions at a Glance 2015: OECD and G20 indicators, OECD Publishing, Paris [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://dx.doi.org/10.1787/pension\\_glance-2015-en](http://dx.doi.org/10.1787/pension_glance-2015-en).

<sup>393</sup> В. Мельничук Накопичувальна пенсійна система введе Україну на новий рівень економічного розвитку. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://uainfo.org/blognews/1435389760-nakopichuvalna-pensiyna-sistema-vivede-ukrayinu-na-noviy.html>.

Сьогодні пенсійні активи є не лише реальним приватним багатством громадян країн, які провели пенсійні реформи й основним джерелом їхньої достойної пенсії та забезпеченої старості, а й ключовим джерелом національних інвестицій. Так, зростання активів у розпорядженні інституційних інвесторів у багатьох країнах з перехідною економікою М. Палларес-Міраллес, К. Ромеро, Е. Вайтхауз пов'язують з початком реформування пенсійного забезпечення, насамперед з введенням накопичувальної складової<sup>394</sup>. За твердженням А. Борх-Сапан, Ф. Коук, Дж. Вінтер, сприятливим ефектом пенсійної реформи є той факт, що вона тягне за собою інтенсивніше економічне зростання за допомогою збільшення темпу накопичень і ефективності ринку цінних паперів<sup>395</sup>.

За статистичними даними ОЕСР, загальні активи інституційних інвесторів за період з 1995 р. зросли на 270 %, а загальні активи пенсійних фондів – на 198,63 % і становили 28 % від загальних активів інституційних інвесторів<sup>396</sup>. Зростання пенсійних накопичень, з одного боку, є великим потенційним стимулом розвитку фінансових ринків. Проте з іншого – пенсійний капітал буде достатнім і адекватним лише за умови, якщо фінансовий ринок досягне необхідного рівня розвитку, коли на ньому активно працюватимуть інститути й пропонуватимуть відповідні інструменти для інвестицій. Взаємозалежність розвитку фінансового ринку і накопичувальної системи пенсійного забезпечення можна відобразити таким чином (рис. 3.12).

Тому превалюючим серед нових підходів до вдосконалення пенсійного забезпечення в країнах ОЕСР є саме посилення ролі багатрівневих систем, що активно використовують на 2-му та 3-му рівнях національної пенсійної системи інститути фінансового ринку – державні пенсійні фонди.

---

<sup>394</sup> Montserrat Pallares-Miralles, Carolina Romero, Edward Whitehouse. International Patterns of Pension Provision II. A Worldwide Overview of Facts and Figures. World Bank, Washington D.C., Discussion Paper, 2012, no. 1211, 214 p.

<sup>395</sup> Borsch-Supan A. Pension Reform, Savings Behaviour and Capital Market Performance [Text] / Borsch-Supan A., F. Koke, Winter J. // Journal of Pension Economics and Finance. – Cambridge University Press, Cambridge. – 2005. – № 4. – PP. 87–107.

<sup>396</sup> OECD Business and Finance Outlook 2015 – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.oecd.org/daf/oecd-business-and-finance-outlook-2015-9789264234291-en.htm>



**Рис. 3.12. Взаємозалежність між розвитком фінансового ринку і розвитком накопичувальної системи пенсійного забезпечення**

Одночасно відбувається зміна пруденційних норм і практики їх застосування. Останнім часом представники регуляторних органів та професійні учасники фінансового ринку, особливо сегментів колективного інвестування та недержавного пенсійного забезпечення, часто відмічають необхідність впровадження ризик-орієнтованого пруденційного нагляду. Міжнародна організація пенсійних наглядових органів (IOPS) визначає ризик-орієнтований нагляд як структурний підхід, завданням якого є ідентифікація потенційних ризиків, з якими стикаються пенсійні плани та фонди, а також оцінка наявних фінансових та операційних ресурсів для мінімізації і пом'якшення цих ризиків.

Актуальність цього питання очевидна, враховуючи проблеми, з якими зіткнулися накопичувальні пенсійні фонди у ході останньої фінансової кризи. Сучасне розуміння пруденційного нагляду передбачає не тільки обов'язкове використання ризик-орієнтованого нагляду, але й необхідність дотримання правила «розумної особи» або «розумного інвестора».

Країни, які спираються на пруденційні принципи регулювання пенсійних фондів, зазвичай орієнтовані на правило «розумної особи». Цей підхід кодифікований у директиві ЄС «Про діяльність інститутів професійного пенсійного забезпечення і нагляд за ними», рекомендаціях Ради ОЕСР «Основні принципи ОЕСР з управління активами пенсійного фонду» тощо. У США правило «розумної особи» з часом трансформувалося у правило «розумного інвестора». Рішення менеджерів пенсійних фондів порівнюються з рішеннями професіоналів у

галузі інвестування, а розумність трактується у фінансово-економічній площині, тобто в контексті максимізації доходів, скоригованих з урахуванням ризику. Поняття розумного інвестора в США закріплено законодавчим актом «Uniform Prudent Investor Act», який регулює відповідальність засновників пенсійних фондів у галузі інвестування<sup>397</sup>.

Масштабні реформи чи окремі заходи зі сприяння розвитку сектора недержавного пенсійного забезпечення обов'язково супроводжуються активними інформаційно-рекламними заходами з популяризації його послуг, що здійснюються за ініціатив та фінансування як держави, так і недержавних інституцій і можуть включатися до складу національних просвітницьких програм з підвищення фінансової обізнаності населення. Впровадження таких кампаній, що дістали назву NPCC (англ. National Pensions Communication Campaigns)<sup>398</sup>, спрямоване на підвищення обізнаності та зацікавленості населення щодо послуг системи НПЗ, чи, іншими словами, на формування достатнього рівня пенсійної грамотності населення. Впровадження згаданих інформаційно-рекламних та просвітницьких комунікаційних кампаній можна вважати необхідним цільовим інструментом для формування попиту на послуги фінансових інститутів, що здійснюють недержавне пенсійне забезпечення.

Це підтверджує і національна практика. За результатами досліджень Агентства фінансових ініціатив (2007 р.) та USAID у межах проектів «Розвиток ринків капіталу» та «Розвиток фінансового сектора» (2010 р.), пенсійну реформу загалом підтримують лише 26 % респондентів, тоді як не підтримують 69 %;<sup>399</sup> більшість опитаних ознайомлені з нею лише в загальних рисах та не мають уявлення про деталі функціонування недержавного пенсійного забезпечення. Дослідження також продемонструвало високий рівень недовіри до вітчизняних фінансових інститутів і фінансової системи країни в цілому. Отже,

---

<sup>397</sup> Сичова Л. Пруденційний нагляд та інвестування пенсійних накопичень / Л. Сичова, Л. Михайлов [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.ufin.com.ua/analit\\_mat/sdu/099.htm](http://www.ufin.com.ua/analit_mat/sdu/099.htm)

<sup>398</sup> Atkinson A. Lessons from National Pensions Communication Campaigns / A. Atkinson, D. Harrison, F.-A. Messy, J. Yermo // OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions. – 2012 – № 18. – 65 p.

<sup>399</sup> Роберт Бонд Фінансова грамотність та обізнаність в Україні: Факти та висновки [Електронний ресурс] / Роберт Бонд. – Режим доступу: [http://www.uaib.com.ua/files/articles/1369/84/finlit\\_survey\\_6dec2010\\_ua.pdf](http://www.uaib.com.ua/files/articles/1369/84/finlit_survey_6dec2010_ua.pdf)



### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

---

однією з найважливіших умов успіху пенсійної реформи стає роз'яснювальна робота. Люди повинні зрозуміти пропоновані зміни, визнати їх необхідність і адаптуватися до них.

Тому саме досвід інших країн щодо проведення заходів з формування чи підвищення рівня пенсійної свідомості населення заслуговує особливої уваги.

У Чилі, яка на момент проведення пенсійної реформи не була демократичною країною, був використаний ряд політичних і соціально-економічних заходів для підтримки дій уряду. Одним із прикладів спроб досягнення консенсусу є створення спеціальних комісій з пенсійних реформ з широкої участі громадськості (Данія, Франція, Німеччина, Ірландія, Норвегія, Великобританія, США). Угорський вчений Я. Корнаї свого часу запропонував такий алгоритм соціальних реформ. «Доцільно, – пише він, було б почати з публікації ретельного і виваженого дослідження, що представляє зацікавленим сторонам та громадськості широку і різноманітну картину зарубіжного досвіду, об'єктивний аналіз основних альтернативних рішень, їх переваг і недоліків. Після всього цього можна було б опублікувати власні пропозиції уряду, забезпечені доводами на користь їх прийняття. Після публікації дослідження й урядових пропозицій слід було б організувати громадське обговорення альтернатив». У результаті, констатує Я. Корнаї, «ми мали б проект, що базується на міцних підставах і користується громадською підтримкою»<sup>400</sup>.

Для більшості населення України необхідність проведення докорінних змін у системі пенсійного забезпечення є очевидною. Однак демографічні та особливо економічні проблеми суттєво ускладнюють реформування наявної системи.

Немає перспектив впровадження будь-яких пенсійних реформ у країні, якщо її громадяни не будуть переконані у збереженні своїх пенсійних накопичень. Скоріше, навпаки, у разі недовіри до пенсійної системи будь-які відрахування будуть сприйматися як марнотратство у кращому випадку, а в гіршому – як прагнення держави збагатитися за рахунок своїх громадян. Гарантія збереження страхових пенсійних накопичень – принципова позиція побудови накопичувальної пенсійної системи.

---

<sup>400</sup> Корнаї Я. Сбалансированный экономический рост и реформа / Я. Корнаї // Россия и современный мир.– 2007. – № 2. – 29 с.

З практики багатьох країн відомо про цілий ряд гарантій безпеки пенсійних заощаджень, які можуть пом'якшити ризикованість особистих пенсійних заощаджень (табл. 3.19).

Як свідчать дані таблиці, в окремих країнах існує гарантування відшкодування коштів (сплачених внесків) на пенсійних рахунках учасників. Прикладом є Естонія із створеним у 2002 р. спеціальним гарантійним фондом, який фінансується за рахунок одноразових і щоквартальних пайових внесків від кредитних закладів, інвестиційних закладів та адміністраторів обов'язкових пенсійних фондів. Втрати учасників до 10 тис. євро компенсуються повним розміром, а втрати, що перевищують 10 тис. євро, відшкодовуються на 90 %<sup>401</sup>.

Таблиця 3.19

**Види гарантій безпеки пенсійних заощаджень у зарубіжних країнах**

Країна	Кількісні інвестиційні обмеження за класами активів	Мінімальна інвестиційна дохідність	Кількісні обмеження ризиків
<i><b>Члени ОЕСР</b></i>			
Данія	✓		✓
Мексика	✓		✓
Польща	✓	✓ (відносна)	
Словаччина	✓		гарантування відшкодування коштів
Угорщина	✓		
Швейцарія	✓	✓ (абсолютна)	
<i><b>Не члени ОЕСР</b></i>			
Естонія			гарантування відшкодування коштів
Чилі		✓ (відносна)	✓
Колумбія		✓ (відносна)	✓
Росія	✓		
Румунія		✓ (відносна)	гарантування відшкодування коштів

*Джерело: Яценко В. Про гарантії обов'язкових пенсійних заощаджень / В. Яценко // Дзеркало тижня. Україна. – 2011. – березень.*

<sup>401</sup> Гарантії дохідності в капіталізованих пенсійних системах [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://securities.org.ua/securities\\_journal/review.php?num=15&pub=156](http://securities.org.ua/securities_journal/review.php?num=15&pub=156)

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

---

У Македонії уряд гарантує компенсацію 80 % втрачених активів приватних пенсійних фондів. Регулятор з нагляду за обов'язковими приватними пенсійними фондами спочатку одержить кошти для відшкодування збитків з бюджету, а потім вимагатиме їх повернення від адміністраторів та компаній з управління пенсійними активами. Аналогічні гарантії повернення сплачених внесків у накопичувальній системі використовують також Румунія та Словаччина. Однак загалом практика гарантованого відшкодування пенсійних коштів не є поширеною у світі.

Найпоширенішим видом фінансових гарантій у системі обов'язкових накопичувальних пенсійних рахунків є гарантія мінімальної пенсії та гарантія мінімальної інвестиційної дохідності (абсолютної і відносної) на пенсійні активи. Гарантування номінальної або реальної ставки дохідності найчастіше застосовується, коли уряд хоче запевнити потенційних учасників, що в разі приєднання до системи обов'язкових пенсійних заощаджень їхні пенсійні заощадження будуть захищені від інфляції. Однак це можливо, лише якщо гарантована ставка дохідності буде прив'язана до інфляції.

До країн, що гарантують абсолютні ставки дохідності інвестування коштів пенсійних фондів, належить Швейцарія (ставку гарантовано у розмірі 4 %; з 2009 року – 2 %). Малайзія та Сінгапур гарантують номінальну дохідність інвестування пенсійних коштів в обов'язкових державних накопичувальних фондах у розмірі 2,5 % річних, а Уругвай гарантує 2 % реальної дохідності. Бельгія, Італія та Данія застосовують різні типи гарантій абсолютної дохідності у планах обов'язкових пенсійних заощаджень<sup>402</sup>.

Запроваджуючи обов'язкову накопичувальну систему в Україні, потенційні її учасники мають усвідомити, що чинне пенсійне законодавство передбачає істотні гарантії безпеки зберігання та інвестування пенсійних коштів з індивідуальних пенсійних рахунків. Разом з тим уряд має запровадити механізми, що запобігатимуть зловживанню і шахрайству у пенсійних фондах, страхуватимуть від помилок і прогалин в інформаційному забезпеченні, а також забезпечуватимуть дотримання взятих перед вкладниками зобов'язань у випадках, коли не спрацювають закладені у пенсійну систему захисні механізми.

---

<sup>402</sup> В. Яценко. Про гарантії обов'язкових пенсійних заощаджень / В. Яценко // Дзеркало тижня. Україна. – 2011. – березень.

Досить важливо викликати довіру учасників від самого початку впровадження накопичувальної системи. Тому антиінфляційні облигації Кабінету Міністрів України у портфелі Накопичувального фонду (до 50 %) стали б найкращою альтернативою фінансовим гарантіям доходності пенсійних інвестицій<sup>403</sup>. Цієї ж практики дотримуються Австралія, Великобританія, Канада, США і Франція, де такі цінні папери слугують також базовим показником «вільного від ризику активу» і засобом ціноутворення інших активів.

Ґрунтуючись на проведеному аналізі міжнародного досвіду пенсійного реформування в умовах глобальних трансформацій, можна констатувати, що реформування пенсійного забезпечення має оптимально відповідати економічному розвитку й умовам конкретної країни. Основну спрямованість реформ пенсійних систем можна зобразити у вигляді графіка, де вертикальна вісь показує рух від «управління зобов'язаннями» до «управління активами», а горизонтальна вісь – джерело надходження коштів. Тому більшість держав використовує багатокomпонентні пенсійні системи з поєднанням розподільчих і накопичувальних елементів з посиленням ролі останніх. Адже саме накопичувальна система пенсійного забезпечення, як обов'язкова, так і добровільна, містить значний потенціал вирішення соціальних проблем і одночасно слугує дієвим інструментом впливу на національні фінансові ринки через потужне внутрішнє джерело інвестиційних ресурсів. Чим більше часу відводиться для формування накопичувальними фондами пенсійного капіталу, тим впливовішими інституціями вони стають на сучасних фінансових ринках. У свою чергу, наявність накопичувальної системи пенсійного забезпечення обумовлює необхідність дієвих фінансових ринків із забезпеченням регулювання інвестиційної діяльності на принципах «розсудливої людини», що ґрунтується на оцінці ризиків і орієнтований на упередження їх виникнення та на захист пенсійних активів. Пенсійна реформа, по суті, сприяє підвищенню конкуренції фінансових установ на фінансових ринках, всебічній модернізації їх ринкової інфраструктури, а також інтеграції фінансових ринків різних країн в єдине глобальне інвестиційне середовище.

---

<sup>403</sup> В. Яценко. Про гарантії обов'язкових пенсійних заощаджень / В. Яценко // Дзеркало тижня. Україна. – 2011. – березень.

### 3.10. Інструменти забезпечення адекватності пенсій у країнах ЄС

За останнє десятиліття більшість країн Європейського Союзу реформували свої пенсійні системи з метою підвищення їх стійкості та достатності в середньостроковій та довгостроковій перспективах. Однак досягнення цілей пенсійної політики стає все більш складним завданням, що пов'язане з аналізом, узагальненням, поясненням тенденцій, закономірностей функціонування пенсійної сфери та складністю підбору дієвих інструментів, за допомогою яких відбуватиметься фінансування пенсійних програм.

Кожна окрема країна ставить собі за мету створити систему пенсійного забезпечення, яка б враховувала та частково вирішувала проблеми, що пов'язані з пенсійними віковими групами, рівнем фінансування пенсій, заохочуванням людей працювати довше. Тому на рівні ЄС здійснено заходи, що значно вплинули на вироблення пенсійної політики, яка відповідає сучасним вимогам. По-перше, з метою оцінки доходів пенсійних систем кожної окремої країни розроблено глобальний пенсійний індекс, що включає три субіндекси: адекватність, стабільність та цілісність.

З моменту розробки Австралійським центром фінансових досліджень (ACFS) разом із Mercer, світовим лідером у галузі управління пенсійними фондами та консалтингу, глобального пенсійного індексу у 2009 році він став важливою темою світового диспуту про адекватність, стійкість і цілісність пенсійних систем у всьому світі. Хоча досконалої єдиної пенсійної системи не може існувати, проте є деякі ознаки та характеристики систем пенсійного забезпечення, що можуть привести до поліпшення фінансових пілг для населення похилого віку, до підвищення майбутньої стійкості пенсійної системи та більш високого рівня впевненості й довіри в суспільстві<sup>404</sup>. З цією метою, враховуючи потреби отримання бажаних характеристик, Мельбурн Mercer Global Pension Index використовує три субіндекси: адекватність,

---

<sup>404</sup> Melbourne Mercer Global Pension Index; Including Trust and Transparency in Pensions: October, 2014: [Текст] [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [//www.globalpensionindex.com/wp-content/uploads/RRF18205\\_MMGPPI\\_Report\\_MINISTERSLETTER\\_WEB.pdf](http://www.globalpensionindex.com/wp-content/uploads/RRF18205_MMGPPI_Report_MINISTERSLETTER_WEB.pdf)

стійкість, цілісність – для вимірювання системи пенсійного доходу кожної країни<sup>405</sup>.

1. Субіндекс адекватності – становить 40 % від загальної вартості індексу країни і має вигляд пенсійної системи країни, що приносить користь зубожілим верствам населення і працюючим, які мають середній рівень доходу. Крім того, міра достатності враховує ефективність пенсійної системи та рівень заощаджень домогосподарств країни.

2. Субіндекс стійкості – становить 35 % загальної вартості індексу країни, який розглядає фактори, що можуть вплинути на стійкість пенсійного фонду країни. Наприклад, рівень охоплення приватних пенсійних планів, рівень пенсійних активів порівняно до ВВП, державний борг, а також прогнозовані демографічні фактори.

3. Субіндекс цілісності – становить 25 % загальної вартості індексу країни та розглядає зв'язки, затрати, управління, регулювання та захист пенсійних планів у межах конкретної країни. Він також враховує якість пенсій приватного сектора, оскільки без них уряд країн залишиться єдиним платником пенсій.

Наочно цілісне значення індексу пенсійної системи країни представлено на рис. 3.13.

Як бачимо, кожному субіндексу відповідають певні індикатори. Так, *субіндекс адекватності* враховує індикатори, що використовуються в цей час для забезпечення першочергових пріоритетів. *Субіндекс стійкості* спрямований на майбутнє і враховує різні показники, що будуть впливати на імовірність того, що існуюча система зможе забезпечити ці переваги у довгостроковій перспективі.

*Субіндекс цілісності* розглядає індикатори, що впливають на загальне управління та використання пенсійної системи у кожній країні, збільшуючи при цьому рівень довіри населення до неї<sup>406</sup>.

---

<sup>405</sup> Melbourne Mercer Global Pension Index; Including Trust and Transparency in Pensions: October, 2014: [Текст] [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [//www.globalpensionindex.com/wp-content/uploads/RRF18205\\_MMGPI\\_Report\\_MINISTERSLETTER\\_WEB.pdf](http://www.globalpensionindex.com/wp-content/uploads/RRF18205_MMGPI_Report_MINISTERSLETTER_WEB.pdf)

<sup>406</sup> [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [//www.globalpensionindex.com/wp-content/uploads/RRF18205\\_MMGPI\\_Report\\_MINISTERSLETTER\\_WEB.pdf](http://www.globalpensionindex.com/wp-content/uploads/RRF18205_MMGPI_Report_MINISTERSLETTER_WEB.pdf)

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку



**Рис. 3.13.** Цілісне значення індексу пенсійної системи країни<sup>407</sup>

Джерело: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.globalpensionindex.com/wp-content/uploads/Melbourne-Mercer-Global-Pension-Index-2015-Report-Web.pdf>

Здійснюючи порівняння доходу пенсійних систем 25 країн світу, фахівці Мельбурн Mercer Global Pension Index дійшли такого висновку. У всьому світі існує велика різноманітність пенсійних систем. Тому для визначення індексу вартості пенсійної системи кожної окремої країни застосовуються бали, а залежно від набраної їх кількості пенсійній системі надається відповідний клас (табл. 3.20).

Визначивши індекс вартості пенсійної системи кожної окремої країни, фахівці Mercer зазначають, що жодна з них, яка бере участь у дослідженні, не має пенсійну систему Е класу, тобто значення індексу якої нижче 35 балів. Пенсійним системам, що мають систему D-класу, властиві деякі упущення та слабкості при її формуванні. Однак вони можуть виникати на ранніх стадіях розвитку пенсійної системи тієї чи

<sup>407</sup> Розрахунок Мельбурн Mercer глобального пенсійного індексу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.globalpensionindex.com/wp-content/uploads/Melbourne-Mercer-Global-Pension-Index-2015-Report-Web.pdf>

іншої країни. Прикладами цьому можуть бути Китай, Індонезія, Корея та Індія<sup>408</sup>.

У табл. 3.21 подано значення індексу і трьох субіндексів адекватності, стійкості та цілісності для кожної окремої країни, що оцінюються у балах від 0 до 100.

Таблиця 3.20

**Індекс вартості пенсійних систем окремих країн<sup>409</sup>**

Клас/рівень пенсійної системи	Індекс вартості пенсійної системи	Країна	Характеристика пенсійної системи
A	> 80	Данія	Перший клас – А. Дохід пенсійної системи надійний, що забезпечує хороші переваги. Пенсійна система стійка і має високий рівень цілісності
B+	75–80	Австрія, Нідерланди	
B	65–75	Фінляндія	Система, яка має міцну структуру, з багатьма хорошими властивостями, але має деякі області для покращення, що відрізняє її від системи А-класу
		Швейцарія	
		Швеція	
		Канада	
		Чилі	
		Великобританія	
C+	60–65	Німеччина, Ірландія	
		США, Франція, Польща, Південна, Африка, Австрія, Бразилія	Система має деякі хороші характеристики, але також є серйозні ризики і/або недоліки, які повинні бути вирішеними. Без цих покращень, її ефективність і/або довгострокова стійкість може бути поставлена під сумнів

<sup>408</sup> Melbourne Mercer Global Pension Index; Including Trust and Transparency in Pensions: October, 2014: [Текст] [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [//www.globalpensionindex.com/wp-content/uploads/RRF18205\\_MM GPI\\_Report\\_MINISTERSLETTER\\_WEB.pdf](http://www.globalpensionindex.com/wp-content/uploads/RRF18205_MM GPI_Report_MINISTERSLETTER_WEB.pdf)

<sup>409</sup> Melbourne Mercer Global Pension Index; Including Trust and Transparency in Pensions: October, 2014: [Текст] [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [//www.globalpensionindex.com/wp-content/uploads/RRF18205\\_MM GPI\\_Report\\_MINISTERSLETTER\\_WEB.pdf](http://www.globalpensionindex.com/wp-content/uploads/RRF18205_MM GPI_Report_MINISTERSLETTER_WEB.pdf)



**Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів  
у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку**

Продовження таблиці

D	35–50	Італія, Мексика, Китай, Індонезія, Японія, Корея (Південна), Індія	Система має деякі корисні функції, але також є серйозні недоліки і/або бездіяльність, які повинні бути вирішеними. Без цих покращень її ефективність і стійкість викликають сумнів
E	< 35	Нуль	Бідна система, яка може бути на ранніх стадіях розвитку, або неіснуюча система

Таблиця 3.21

**Значення індексу та субіндексів  
пенсійної системи для кожної країни <sup>410</sup>**

Країна	Загальний індекс вартості пенсійної системи	Значення субіндексів		
		Адекватність	Стійкість	Цілісність
Австралія	79.9	81.2	73.0	87.8
Австрія	52.8	67.5	18.9	76.6
Бразилія	52.4	61.8	26.2	74.2
Канада	69.1	75.0	58.6	74.3
Чилі	68.2	57.3	68.7	85.0
Китай	49.0	62.5	33.0	49.9
Данія	82.4	77.5	86.5	84.5
Фінляндія	74.3	72.2	64.7	91.1
Франція	57.5	76.4	37.7	54.9
Німеччина	62.2	75.8	37.6	75.0
Індія	43.5	37.1	40.6	57.7
Індонезія	45.3	37.5	37.8	68.3
Ірландія	62.2	77.6	36.0	74.1
Італія	49.6	68.1	13.4	70.7
Японія	44.4	48.0	28.5	60.9
Корея (Південна)	43.6	42.6	42.5	46.7
Мексика	49.4	49.9	53.1	43.5
Нідерланди	79.2	75.3	76.3	89.4
Польща	56.4	61.7	41.4	68.9
Сінгапур	65.9	56.4	68.5	77.4
Південна Африка	54.0	48.3	44.6	76.3
Швеція	73.4	67.2	74.7	81.6
Швейцарія	73.9	71.9	69.7	83.1
Великобританія	67.6	69.8	52.4	85.4
США	57.9	55.2	58.5	61.2
Середнє	60.6	63.0	49.7	71.9

<sup>410</sup> Melbourne Mercer Global Pension Index; Including Trust and Transparency in Pensions: October, 2014: [Текст] [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [//www.globalpensionindex.com/wp-content/uploads/RRF18205\\_MM GPI\\_Report\\_MINISTERSLETTER\\_WEB.pdf](http://www.globalpensionindex.com/wp-content/uploads/RRF18205_MM GPI_Report_MINISTERSLETTER_WEB.pdf)

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

Дані таблиці свідчать, що найкраща пенсійна система в Данії. Її загальний індекс вартості становить 82,4 бали. Найбільш слабка пенсійна система в Індії – 43,5 бали, що пояснюється її низькою стійкістю.

Для визначення загального значення індексу для кожної окремої країни було використано понад 40 показників, деякі з яких складно порівнювати між країнами. Тому не можна стверджувати, що пенсійна система однієї країни краща за іншу, коли різниця в загальній вартості індексу менше двох. Проте коли різниця в загальній вартості індексу становить п'ять або більше, можна стверджувати, що високе значення індексу вказує на країну, у якій дохід пенсійної системи найкращий.

Також фахівцями Mercer за значеннями субіндексів кожної країни було зроблено загальну оцінку індексу відповідно до їх пенсійної системи (табл. 3.22).

Таблиця 3.22

### Оцінка субіндексів і загального індексу пенсійної системи країн<sup>411</sup>

Країна	Клас загального індексу пенсійної системи	Sub-Index Класи субіндексів		
		Адекватність	Стійкість	Цілісність
Австралія	B+	A	B	A
Австрія	C	B	E	B+
Бразилія	C	C+	E	B
Канада	B	B+	C	B
Чилі	B	C	B	A
Китай	D	C+	E	D
Данія	A	B+	A	A
Фінляндія	B	B	C+	A
Франція	C	B+	D	C
Німеччина	C+	B+	D	B+
Індія	D	D	D	C
Індонезія	D	D	D	B
Ірландія	C+	B+	D	B
Італія	D	B	E	B
Японія	D	D	E	C+
Корея (Південна)	D	D	D	D

<sup>411</sup> Melbourne Mercer Global Pension Index; Including Trust and Transparency in Pensions: October, 2014: [Текст]. – Режим доступу: [//www.globalpensionindex.com/wp-content/uploads/RRF18205\\_MM GPI\\_Report\\_MINISTERSLETTER\\_WEB.pdf](http://www.globalpensionindex.com/wp-content/uploads/RRF18205_MM GPI_Report_MINISTERSLETTER_WEB.pdf)

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

Продовження таблиці

Мехіко	D	D	C	D
Нідерланди	B+	B+	B+	A
Польща	C	C+	D	B
Сінгапур	B	C	B	B+
Південна Африка	C	D	D	B+
Швеція	B	B	B	A
Швейцарія	B	B	B	A
Великобританія	B	B	C	A
США	C	C	C	C+

Цей підхід акцентує увагу на тому, що деякі країни можуть мати нижчу оцінку (або слабкість) в одному субіндексі, а в двох інших – вищу. Наприклад, Італії, оцінка субіндексу адекватності та цілісності – В, а оцінка стійкості – Е, це вказує на те, що при майбутній реформі необхідно звернути увагу на стійкість пенсійної системи і запровадити конкретні заходи для її покращення<sup>412</sup>.

Отже, знаючи оцінку субіндексів і загальну оцінку індексу пенсійної системи кожної окремої країни можна запроваджувати конкретні заходи при її реформуванні, що будуть спрямовані на покращення адекватності чи стійкості, чи цілісності.

По-друге, на рівні ЄС окреслені основні завдання, вирішення яких надасть змогу отримати адекватні пенсії. Нині більшість країн бореться із соціальними, економічними і фінансовими наслідками старіння населення. Основними причинами цього демографічного зсуву є зниження народжуваності та збільшення тривалості життя. За таких умов фахівцями Мельбурн Mercer Global Pension Index і Європейської комісії були виокремлені завдання, що є загальними для багатьох країн і включають необхідність:

- підвищення пенсійного віку;
- заохочення до більш високого рівня приватних заощаджень, щоб зменшити майбутню залежність від державної пенсії;
- збільшення співробітників і/або самозайнятих у приватних пенсійних схемах;

<sup>412</sup> Melbourne Mercer Global Pension Index; Including Trust and Transparency in Pensions: October, 2014: [Текст] [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [//www.globalpensionindex.com/wp-content/uploads/RRF18205\\_MMGPPI\\_Report\\_MINISTERSLETTER\\_WEB.pdf](http://www.globalpensionindex.com/wp-content/uploads/RRF18205_MMGPPI_Report_MINISTERSLETTER_WEB.pdf)

– зменшення відтоку із системи пенсійних накопичень до виходу на пенсію;

– поліпшення управління приватних пенсійних планів і забезпечення більшої прозорості, щоб покращити довіру учасників цих планів<sup>413, 414</sup>.

Цікавим є те, що доктор Джексон та інші фахівці з Центру стратегічних і міжнародних досліджень у своїй роботі «Індекс старіння – глобальна готовність» (2013 р.) стверджують, що поряд з безліч існуючими стратегіями, що спрямовані на вирішення економічних і соціальних проблем, пов'язаних зі старінням населення, вирішальне значення мають лише дві – це «розширення робочого життя і підвищення накопичувальних пенсійних заощаджень»<sup>415</sup>. Також доктор Карам і його колеги з МВФ у 2011 році зазначили, що «Пенсійна реформа з найбільш позитивними довгостроковими економічними ефектами є та, в якій збільшується кількість трудових років»<sup>416</sup>.

Вважається, що зазначені стратегії поліпшать субіндекси адекватності та стійкості за рахунок підвищення пенсійного віку; збільшення трудової участі у літньому віці; збільшення пенсійного забезпечення; підвищення розмірів внесків; збільшення заощаджень і більш високого рівня пенсійних активів<sup>417</sup>.

---

<sup>413</sup> Melbourne Mercer Global Pension Index; Including Trust and Transparency in Pensions: October, 2014: [Текст] [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [//www.globalpensionindex.com/wp-content/uploads/RRF18205\\_MMGPI\\_Report\\_MINISTERSLETTER\\_WEB.pdf](http://www.globalpensionindex.com/wp-content/uploads/RRF18205_MMGPI_Report_MINISTERSLETTER_WEB.pdf)

<sup>414</sup> Pension Adequacy in the European Union 2010-2050 (2012) [Текст] [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.google.com.ua/search?q=Adequacy+of+Retirement+in+the+European+Union+2010-2050+The+report+%2C+prepared+jointly+with+the+Directorate+General+of+Employment+%2C+social+affairs+and+inclusion+in+the+European+Commission+and+the+Social+Protection+Committee+May+23+%2C+2012&rlz=1C1FLDB\\_ruUA646UA646&oq=Adequacy+of+Retirement+in+the+European+Union+2010-2050+The+report+%2C+prepared+jointly+with+the+Directorate+General+of+Employment+%2C+social+affairs+and+inclusion+in+the+European+Commission+and+the+Social+Protection+Committee+May+23+%2C+2012&aqs=chrome..69i57&sourceid=chrome&es\\_sm=122&ie=UTF-8](http://www.google.com.ua/search?q=Adequacy+of+Retirement+in+the+European+Union+2010-2050+The+report+%2C+prepared+jointly+with+the+Directorate+General+of+Employment+%2C+social+affairs+and+inclusion+in+the+European+Commission+and+the+Social+Protection+Committee+May+23+%2C+2012&rlz=1C1FLDB_ruUA646UA646&oq=Adequacy+of+Retirement+in+the+European+Union+2010-2050+The+report+%2C+prepared+jointly+with+the+Directorate+General+of+Employment+%2C+social+affairs+and+inclusion+in+the+European+Commission+and+the+Social+Protection+Committee+May+23+%2C+2012&aqs=chrome..69i57&sourceid=chrome&es_sm=122&ie=UTF-8)

<sup>415</sup> Jackson et al (2013), page V

<sup>416</sup> Karam et al (2011), p.15

<sup>417</sup> Melbourne Mercer Global Pension Index; Including Trust and Transparency in Pensions: October, 2014: [Текст] [Електронний ресурс]. – Режим доступу:

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

---

У звіті Європейської Комісії та Комітету з соціального захисту «Адекватність пенсій в Європейському Союзі 2010–2050» також зазначено, що «адекватність пенсій здійснюється у двох напрямках: заміщенні доходу та захисті від бідності, а тому повинні бути стійкими, безпечними й адаптованими до мінливих обставин»<sup>418</sup>. У контексті цього доцільно розглянути коротку характеристику окремих завдань окреслених вище.

1. Оптимізація пенсійної системи щодо її адекватності та стійкості. Природно, що пенсійні системи не можуть залишатися незмінними під впливом зовнішніх чинників і тенденцій, а також процесів глобалізації. У контексті цього учасники держав стикаються із важкістю прийняття рішень, необхідністю компромісів при спробі оптимізувати пенсійні системи та зробити їх більш стійкими й достатніми. Однак вирішення цього завдання надасть змогу отримати ефективну пенсійну систему, що забезпечить адекватність пенсій, а також гарантувати соціальні пільги громадянам, які закінчили свою трудову діяльність.

2. Реформування пенсійних систем для досягнення стійкості державних пенсій. Більшість європейських держав, починаючи з 2000 року, завдяки реформам прагнули провести адаптації, які в довгостроковій перспективі могли гарантувати, що адекватні пенсії будуть виступати як важлива частина соціального захисту своїх громадян. Зважаючи на співвідношення кількості працюючих до людей пенсійного віку, а також збільшення тривалості життя, фахівці дійшли висновку, що підвищення пенсійного віку позитивно вплине на стійкість державних пенсій. З цією метою урядам держав рекомендовано вжити заходів, спрямованих на збільшення обов'язкового трудового стажу, для зменшення фінансового навантаження на державну пенсійну систему<sup>419</sup>.

Науковцями Європейської Комісії та Комітету з соціального захисту висловлена думка, що серед названих завдань особливе місце

---

//www.globalpensionindex.com/wp-content/uploads/RRF18205\_MM GPI\_Report\_MINISTERSLETTER\_WEB.pdf

<sup>418</sup> Pension Adequacy in the European Union 2010-2050 (2012) [Текст] [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.google.com.ua/search?q=Adequacy+of+Retirement+in+the+European+Union+2010-2050+](http://www.google.com.ua/search?q=Adequacy+of+Retirement+in+the+European+Union+2010-2050+)

<sup>419</sup> Pension Adequacy in the European Union 2010-2050 (2012) [Текст] [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.google.com.ua/search?q=Adequacy+of+Retirement+in+the+European+Union+2010-2050](http://www.google.com.ua/search?q=Adequacy+of+Retirement+in+the+European+Union+2010-2050)

**Регулятивний потенціал фінансового ринку  
в умовах глобальних викликів**

посідають: підвищення загальноствановленого пенсійного віку; збільшення кількості років обов'язкової сплати страхових внесків; запровадження стимулів для продовження праці після досягнення громадянами пенсійного віку та стримування або скасування дострокового виходу на пенсію. Зазначено, що найбільшій ефективності державних пенсій було досягнуто шляхом підвищення пенсійного віку<sup>420</sup>. Характеристику програм, що пов'язані з достроковим виходом на пенсію, представлено в табл. 3.23.

Таблиця 3.23

**Основні риси програм, пов'язаних  
із достроковим виходом на пенсію<sup>421</sup>**

Країна	Рік змін	Характеристика програм, що пов'язані із достроковим виходом на пенсію	Мінімальний вік набуття права виходу на пенсію		Кількість років сплати внесків	
			було	стало	було	стало
1	2	3	4	5	6	8
Бельгія	01.01.2013	Умови набуття права на достроковий вихід на пенсію	60	62	35	40
У 2012 році вік набуття права на певні виплати, пов'язані з безробіттям для працівників старшого віку, було підвищено з 50 до 55 років						
1	2	3	4	5	6	7
Данія	12.2012	Поступово скорочують добровільну програму дострокового виходу на пенсію, що субсидувалась урядом	60	64		
У період з 2018 до 2023 року – поступове скорочення кількості років, протягом яких будуть здійснюватися виплати за цією програмою, з 5 до 3 років. З 1 січня 2014 року уряд запровадить нову програму виплат з інвалідності для працівників літнього віку, яким залишилося менше, ніж 5 років до досягнення ЗВП, та які працюють на фізично виснажливих роботах						
Фінляндія	01.01.2013	Змінено порядок набуття права на дострокові виплати як за універсальною системою пенсійного забезпечення за віком, так і в системі, що базується на розмірі заробітку	62	63		

<sup>420</sup> Pension Adequacy in the European Union 2010-2050 (2012) [Текст] [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://goo.gl/qVW3uR>

<sup>421</sup> Мовчун С. В. Основні риси програм дострокового виходу на пенсію: світовий досвід та уроки для України / С. В. Мовчун // Науковий вісник Полісся [Текст]: науковий журнал. – Чернігів: ЧТУ, 2015. – № 2(2). – С. 159–165. – 172, [2] с.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

#### Продовження таблиці

Для працівників, народжених після 1952 року, можливість дострокового виходу на пенсію було скасовано. Розмір пенсійної виплати зменшуватиметься на 0,4 % за кожний місяць більш раннього виходу на пенсію до досягнення віку 65 років, коли призначається така виплата						
Франція	2010	1. Мінімальний вік, з якого можна буде отримувати державну пенсію зменшеного розміру, підвищено; – поступове збільшення кількості кварталів сплати внесків;	60	62		
		2. Збільшено вік, який надає право на отримання пенсії повним розміром	65	67	162	168
Пенсійна реформа передбачає вихід на пенсію у віці 60 років для працівників, чия непрацездатність напряму пов'язана зі шкідливими умовами праці						
Греція	2010	1. Обмежено вік дострокового виходу на пенсію, у т.ч. працівників важких професій;	55	60		40
		2. Збільшено стягнення на розмір пенсій тих працівників, які виходять на пенсію, маючи при цьому менше ніж 40 років сплати внесків	60	65		
Нині стягнення становить 6 %, раніше було 4,5 % за кожний рік дострокового виходу на пенсію раніше загальнозстановленого пенсійного віку						
Нідерланди	2012	Передбачено стягнення за достроковий вихід на пенсію, починаючи з 2020 року	65	66		
Для працівників, які виходитимуть на пенсію до ЗВП (але не раніше, ніж у 65 років), пенсію буде скорочено на 6,5 % за кожний повний рік дострокового виходу на пенсію						
Португалія	2012	Тимчасово припинено до кінця 2014 року достроковий вихід на пенсію працівників, які беруть участь у державній пенсійній системі	57	62		30
Застраховані особи, які вперше стали безробітними у віці 57 років або старше, мають право на пенсію за віком, починаючи з 62 років. Інші безробітні особи мають право на пенсію зменшеного розміру після 57 років або 52 роки за умови, що вони сплачували внески протягом щонайменше 22 років						
Іспанія	2013	1. Поступове підвищення до 2017 року вимог щодо набуття права на достроковий вихід на пенсію; – збільшено мінімальний страховий стаж для призначення пенсії	65	67	35	38,5
					15	25
Збільшено розмір пенсії старших працівників, які продовжують працювати після досягнення звичайного пенсійного віку, додатково від 2–4 %, залежно від тривалості страхового стажу. Для працівників, страховий стаж, яких менше 25 років, пенсія збільшується на 2 %; для тих, трудовий стаж яких 25–36 років, – на 2,75 %, а 37 і більше – 4 %.						
Іспанія	2013	2. До 2027 р. «вимушений ранній вихід на пенсію» буде підвищено; – «добровільний ранній вік виходу на пенсію» буде підвищено	61	63	31	33
			63	65	33	35

Закон визначає два види дострокового виходу на пенсію: добровільний та вимушений – для працівників, які були безробітними протягом 6 місяців, а безробіття було наслідком реструктуризації або закриття бізнесу у зв'язку з економічною ситуацією або смертю, виходом на пенсію або інвалідністю власника бізнесу. Виплати за обома видами дострокових пенсій зменшуються за кожен рік дострокового виходу та залежать від того, наскільки менше років сплачувалися внески порівняно з необхідною кількістю років, для отримання виплати у повному обсягом

*Джерело: узагальнено автором.*

3. Підвищення рівня корисності або збільшення трудової участі у літньому віці<sup>422</sup>. Як було зазначено вище, успіх пенсійних реформ в основному забезпечено підняттям загальноновстановленого пенсійного віку громадян. Високий матеріальний рівень життя, належне медичне обслуговування, економічна стабільність багатьох європейських країн зумовили не лише підвищення тривалості життя, але й привели до збільшення працездатного віку населення. Тобто можна говорити про зростання порогу корисності трудових ресурсів. Більшість людей старшого покоління є висококваліфікованими працівниками і за досить активним способом життя здатні продовжувати свою трудову діяльність в умовах повної або часткової зайнятості (таблиця 3.24).

Таблиця 3.24

**Рівень корисності трудових ресурсів у країнах ЄС<sup>423</sup>**

№ з/п	Країна	Рівень зайнятості громадян пенсійного віку			Ефективний вік виходу на пенсію		Очікувана кількість років на пенсії	
		55–59 років, %	60–64 роки, %	65–69 років, %	Чоловіки, (вік)	Жінки, (вік)	Чоловіки, (роки)	Жінки, (роки)
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1.	Австрія	36,1	23,3	10,2	62,2	60,2	19,9	25,4
2.	Бельгія	59,4	23,6	4,7	60	59,3	21,1	25,8
3.	Велика Британія	72,5	48,1	20,6	64,1	62,4	18,5	22,7
4.	Греція	43,9	24,1	6,5	61,3	60	20,5	24,6
5.	Данія	78,2	47,5	15,9	63	60,6	18,3	23,3
6.	Естонія	74,1	53	26,5	63,7	62,9	14,9	20,9

<sup>422</sup> Pension Adequacy in the European Union 2010-2050 (2012) [Текст] [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://goo.gl/bZnGn5>

<sup>423</sup> OECD.Stat. Пенсии в цифрах [Электронный ресурс]. / OECD.Stat. – Режим доступа: <http://stats.oecd.org/viewhtml.aspx?datasetcode=PAG&lang=en>



### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

Продовження таблиці

7.	Ірландія	61	43	18,2	65,4	62,6	17,3	22,9
8.	Іспанія	54	33	4,3	62,2	63,1	20,4	23,7
9.	Італія	60,1	31,1	8,3	61,4	61,1	21,1	25,4
10.	Люксембург	58,1	23,1	7,1	61,9	60,8	19,7	24,3
11.	Нідерланди	70,8	70,3	14,7	62,9	61,9	19,2	23,5
12.	Німеччина	77,2	52,6	13,9	62,7	62,7	19,4	22,8
13.	Польща	57,2	26,3	9,7	62,1	59,5	16,6	23,9
14.	Португалія	57,8	37,1	18,6	67	66,2	15,6	19,4
15.	Словаччина	66	21,1	4,2	61,1	58,2	16,5	23,8
16.	Словенія	50,4	18,9	9,9	62,3	59,5	18	25,4
17.	Фінляндія	74,2	44,4	13,1	61,9	62,3	20	23,6
18.	Франція	68,3	25,1	5,6	59,4	59,8	23	27,2
19.	Чехія	76,9	32,2	9,1	63,3	60,5	16,5	22,8
20.	Швеція	81,9	66,3	21,2	65,2	64,2	18,2	21,9

*Джерело: OECD.Stat. Пенсии в цифрах. [Электронный ресурс]. – OECD.Stat/ – Режим доступа: <http://stats.oecd.org/viewhtml.aspx?datasetcode=PAG&lang=en>*

Ці таблиці ілюструють, що у жінок очікувана кількість років на пенсії становить від 20–25 років, а у чоловіків – від 14–20 років, це говорить про доцільність проведення заходів як з боку пенсійних систем, так і на ринку праці щодо стимулювання і жінок, і чоловіків працювати довше.

Наприклад, уряди деяких країн заохочують людей літнього віку щодо продовження їх повноцінної трудової діяльності, збільшуючи розмір пенсії. Так, в Іспанії збільшується розмір пенсії працівників, які продовжують працювати після досягнення звичайного пенсійного віку, додатково від 2–4 % залежно від тривалості трудового стажу. Для працівників, у яких трудовий стаж менше 25 років, пенсія збільшується на 2 %; для тих, у кого трудовий стаж 25–36 років – на 2,75 %, а 37 років і більше – 4 %<sup>424</sup>. У Швеції, пропрацювавши один рік після досягнення пенсійного віку, громадянин отримує пенсію на 8–9 % більше, а в Італії працюючі пенсіонери звільняються від сплати внесків до розподільчої системи, в Австрії їм зменшується тривалість робочого часу і додатково надають можливість отримувати часткову пенсію<sup>425</sup>.

<sup>424</sup> Мовчун С. В. Основні риси програм дострокового виходу на пенсію: світовий досвід та уроки для України / С. В. Мовчун. // Науковий вісник Полісся [Текст]: науковий журнал. – Чернігів: ЧТУ, 2015. – № 2(2). – С. 162. – 172, [2] с

<sup>425</sup> Крентовська О. Основні концепції державної політики залучення людей похилого віку до ринку праці; зб. наук. пр. НАДУ / О. Крентовська // за заг ред. Ю. В. Ковбасюка. – К.: НАДУ, 2010. – Вип. 1. – С. 183–192.

Таким чином, вплив старіння населення може бути істотно пом'якшено шляхом підвищення рівня зайнятості всіх людей пенсійного віку.

На рівні ЄС прийнято «Меморандум Європейської комісії», в якому висвітлено зміни і доповнення до Директиви 2003/41/ЄС про професійні пенсійні фонди (відома також під назвою Директива про IORP). Цією директивою визначаються базові вимоги до професійних пенсійних фондів і систем нагляду за ними, включаючи правила, що вимагають від професійних пенсійних фондів інвестувати активи виважено в інтересах їх учасників і бенефіціарів. Метою Директиви 2003/41/ЄС є створення умов для початку формування єдиного ринку професійних пенсійних послуг<sup>426</sup>, основна ціль якого полягає у забезпеченні громадянам можливості безперешкодно отримувати права на пенсію в разі, якщо вони переїжджають жити чи працювати до іншої країни ЄС<sup>427</sup>. Ринок професійних пенсійних послуг містить чотири ключові завдання.

1. Забезпечення виваженості професійних пенсійних схем і кращого захисту їх учасників і бенефіціарів. Вирішення цього завдання пропонується шляхом впровадження:

– нових вимог до корпоративного управління, а саме до його функцій (управління ризиками, внутрішнього аудиту, актуарного підрозділу);

– нових норм щодо політики оплати праці, забезпечивши регулярне розкриття суттєвої інформації про таку політику;

– самооцінки системи управління ризиками (через оцінку ризиків для пенсій);

– вимоги користуватися депозитарієм (як установи, що виконує функції безпеки і нагляду за активами учасників і бенефіціарів), зокрема, з метою мінімізації операційного ризику;

– посилення повноважень супервайзерів, зокрема, щодо мережевого аутсорсингу і стрес-тестування.

---

<sup>426</sup> Зміни і доповнення до Директиви ЄС про професійні пенсійні фонди – типові запитання: Європейська комісія: меморандум / Програма розвитку фінансового сектора (USAID/FINREP-II); Світовий досвід у реформуванні пенсійних систем. – 2014. – Вип. 6. – 27, [21] с.

<sup>427</sup> Програма розвитку фінансового сектора (USAID/FINREP-II): Світовий досвід у реформуванні пенсійних систем. – 2014. – Вип. 6. – 27, [7] с.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

---

2. Надання кращого інформування учасників і бенефіціарів пенсійних схем. Це завдання передбачає запровадження стандартної форми виписки про виплати з пенсійного рахунку у країнах ЄС, в якій учасник отримує просту та у зрозумілій формі інформацію про стан його рахунку й належні йому виплати. Метою виписки є допомога у прийнятті обґрунтованого рішення щодо:

– достатності пенсії (відповідаючи на запитання «Чи потрібно мені заощаджувати більше, щоб мати таку ж якість життя після виходу на пенсію?»);

– інвестиційної стратегії (для відповіді на запитання «Чи правильним є мій підхід до інвестування?»).

Тобто така виписка допомагає учасникам пенсійних схем добре розуміти свої пенсійні права протягом трудової кар'єри у всіх країнах-учасниках ЄС. Останнє особливо важливо для дедалі зростаючої кількості працюючих, які отримують роботу в різних країнах ЄС.

3. Зняття перешкод для крос-кордонного надання послуг, щоб професійні пенсійні фонди і роботодавці могли повною мірою скористатися перевагами єдиного ринку професійних пенсійних послуг. Вирішення цього завдання професійному пенсійному фонду простіше управляти пенсійною схемою, яка підлягає регулюванню згідно із соціальним і трудовим законодавством іншої країни-учасниці ЄС, а також спростить процес переведення активів фонду з однієї до іншої країни-учасниці, встановивши порядок трансфертів таких активів. Інноваційні компанії від малого і середнього бізнесу до транснаціональних корпорацій зможуть скоротити витрати на персонал за рахунок ефекту масштабу, диверсифікації ризиків і нововведень.

4. Заохочування професійних пенсійних фондів до довгострокового інвестування в економічну діяльність, яка сприяє економічному зростанню, захисту природного середовища та створенню нових робочих місць. Вирішення цього завдання пропонується шляхом:

– модернізації інвестиційних правил. Професійним пенсійним фондам буде дозволено інвестувати у довгострокові фінансові активи, підтримуючи таким чином, фінансування зростання реального сектора економіки;

– внесення змін до чинних норм, що створюють перешкоди для інвестування. Це дозволить професійним пенсійним фондам здійснювати вільно інвестиції в об'єкти інфраструктури, кредити без рейтингів

тощо. Значення таких заходів полягає в унеможливленні обмеження інвестування, особливо інвестицій на довгий строк, за винятком обмежень, що підлягають пруденційним нормативам<sup>428</sup>.

Узагальнюючи, слід зазначити, що вдосконалення пенсійних систем, що активно відбувається в країнах ЄС, не лише розв'язує завдання належного соціального захисту, а й слугує важливим підґрунтям нарощування інвестиційного потенціалу цих країн.

### **3.11. Основні напрями модернізації страхової системи України в контексті євроінтеграції**

Стратегічна європейська орієнтація України вимагає від національної страхової системи кардинального реформування, адаптації до нових умов міждержавної торгівлі страховими послугами та впровадження європейських соціальних стандартів. Водночас враховуючи національні інтереси, перед вітчизняною страховою системою постає складне завдання ефективної взаємодії з європейською страховою системою. Існує нагальна потреба у принципово новому порядку управління й регулювання страхової системи з урахування міжнародних регулятивних вимог, що передбачає формування новітньої наукової парадигми та концепції розвитку страхової системи в умовах європейського вектора розвитку України.

Реалізація цього завдання вимагає системного підходу до наукового пізнання страхової системи, значущість якого полягає в тому, що він дозволяє виокремити її основні складові та структурні елементи, розкрити діалектику їхнього взаємозв'язку, дослідити процеси формування та розвитку системи, визначити умови існування з огляду на її внутрішні та зовнішні (глобальні) зв'язки. До цього слід додати багаторівневий характер страхової системи, що дозволяє виокремити її структуру та складові елементи у вигляді підсистем. Процеси, які мають місце у страховій системі, розглядаються як взаємовідносини між її структурними елементами, тобто підсистемами, що підпорядковуються певній ієрархії.

---

<sup>428</sup> Зміни і доповнення до Директиви ЄС про професійні пенсійні фонди – типові запитання: Європейська комісія: меморандум / Програма розвитку фінансового сектора (USAID/FINREP-II): Світовий досвід у реформуванні пенсійних систем. – 2014. – Вип. 6. – 27, [23] с.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

Один із дослідників системної теорії Р. Акофф<sup>429</sup> зазначає, що «істотні властивості системи, взятої як ціле, впливають із взаємодії її частин, а не з їх дій взятих окремо». Таким чином, властивості страхової системи як цілісності формуються не за рахунок окремих властивостей структурних елементів системи, а під впливом взаємодії і взаємозв'язку між цими елементами.

У такому контексті трактування дефініції «страхова система» як «сукупності страхових компаній, що функціонують у цьому економічному середовищі»<sup>430</sup> та «сукупності різних видів страхових компаній в їх взаємозв'язку із страховим наглядом, що існує в тій чи іншій країні в певний історичний період»<sup>431</sup> є помилковими. У цих визначеннях акцентується увага лише на кількісній сукупності страховиків, а структура системи, складові елементи, взаємозв'язки між ними та зовнішнім середовищем не враховуються. Нерідко в науковій літературі ототожнюють поняття «страхова система» та «страховий ринок», зокрема, В. М. Фурман<sup>432</sup> визначає сутність поняття «страховий ринок» як «систему стійких економічних відносин між покупцями (споживачами, вигодонабувачами), посередниками і продавцями, пов'язаних з формуванням попиту, пропозиції та ціни на прямий страховий захист і перестраховання...». Однак, по-перше, економічні відносини між покупцями, продавцями та посередниками не є стійкими, а залежать від цілого ряду факторів (прямих та опосередкованих, внутрішніх та зовнішніх); по-друге, страховий ринок, ринок перестраховання та інших страхових і не страхових посередників доцільно було б ідентифікувати як підсистеми цілої страхової системи із певними взаємозв'язками, властивостями, функціональними та процесуальними характеристиками.

---

<sup>429</sup> Акофф Р. Планирование будущего корпорации / Р. Акофф.; пер. с англ. – М.: Прогресс, 1985. – С. 39.

<sup>430</sup> Основы страхового менеджмента: методическое пособие по изучению дисциплины «Страховой менеджмент»: [учеб. пособие] / В.П. Журавлев, В.В. Владимиров, С. А. Банников. – М.: ЗАО Издательство «Экономика», 2007. – С. 39.

<sup>431</sup> Энциклопедический словарь: экономика и страхование / [авт.-укл. Ефимов С.Л.]. – М.: Церих-ПЭЛ, 1996. – С. 204.

<sup>432</sup> Фурман В.М. Страхування: теоретичні засади та стратегія розвитку: [монографія] / В.М. Фурман. – К.: КНЕУ, 2005. – С. 116.

У науковій праці В. Баранової<sup>433</sup> обґрунтовано необхідність дослідження страхової системи «як єдиного цілісного явища з урахуванням взаємозв'язку та взаємовпливу її елементів – інститутів соціального і ризикового страхування». Зокрема, автором «страхова система» визначається «як організаційно оформлена та юридично закріплена організаційно-правова система економічних (фінансових) відносин, що мають специфічний замкнений характер, з перерозподілу грошових ресурсів з метою надання страхового захисту за ризиками, які визначені суспільством як страхові». Це трактування є дещо неточним, оскільки перелік послуг за визначеними страховими ризиками формується за рахунок попиту та пропозиції на ринку і задовольняє, або ні, запит суспільства. Необхідно також зауважити, що акцентування уваги лише на «наданні страхового захисту» суттєво звужує зміст поняття «страхова система». Водночас іноземні вчені визначають страхову систему як «форму організації (побудови) страхових відносин між економічними суб'єктами в національному господарстві, що включає сукупність елементів, об'єднаних внутрішніми зв'язками, які взаємодіють із зовнішнім середовищем (з більш крупними або сусідніми системами) та являють собою єдине ціле, властивості якого відрізняються від властивостей окремих елементів»<sup>434</sup>. Слід звернути увагу, що акцентування на «страхових відносинах» між економічними суб'єктами робить визначення близьким за змістом до визначення поняття «страховий ринок», хоча це поняття є значно вужчим за економічним змістом.

Сучасний економічний розвиток передбачає поступову, але неunikненну соціальну трансформацію, передумовою якої є перегляд традиційної ролі страхової системи, в якій неможливо однозначно вирішити проблему пріоритетності розвитку однієї із цих складових. Тому не випадково категорії «система комерційного страхування» та «система соціального страхування» в сучасній науковій літературі розглядаються як цілісна система, а взаємодія між елементами сис-

---

<sup>433</sup> Баранова В.Г. Фінансовий механізм страхової системи України: проблеми функціонування і розвитку: автореф. дис. на здобуття ступеня д. ек. наук: 08.00.08 // Одеський держ. ун-т / В.Г. Баранова. – Одеса, 2010. – 35 с.

<sup>434</sup> Хоминич И.П. Методология формирования национальной страховой системы в контексте системного анализа / И.П. Хоминич, С.Н. Тихомиров // Финансы. – 2008. – № 3. – С. 45.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

теми все більше будується за принципом гетерархії<sup>435</sup>, який передбачає відносини взаємозалежності в системі. «Гетерархічність супроводжується позитивними синергетичними ефектами, тобто здатністю елементів системи...до такої когерентної взаємодії, яка дозволяє отримати максимальні результати...»<sup>436</sup> у вигляді розвитку страхової системи. Таким чином, використовуючи методологію системного підходу, ідентифікація сутності страхової систем здійснюється через тлумачення системи як цілісної структури, складеної з частин. При цьому кожна структура розглядається як прояв процесу, в якому враховуються внутрішні взаємозв'язки та взаємодія між елементами системи, зовнішня диференціація та дисипація.

Таким чином, використовуючи принципи системності, пропонуємо визначати страхову систему як динамічну цілісну єдність, яка має визначену структуру, складається із взаємозалежних та взаємопов'язаних елементів, кожний з яких може розглядатися як окрема система, виконує функцію перерозподілу грошових коштів з метою страхового захисту та забезпечення визначених законодавством соціальних стандартів. Звідси страхова система складається із системи комерційного і системи соціального страхування. У свою чергу, система комерційного страхування складається із внутрішніх структурних елементів, які корелюються із видами страхування, а система соціального страхування – із внутрішніх елементів, які відповідають видам та формам соціального страхування.

У сучасних умовах «вплив світового і міжнародних страхових ринків на окремо взяті національний страховий ринок і страхову галузь переходить на якісно інший рівень. У цьому зв'язку глобалізм, що демонструється економічною цивілізацією, створює умови для встановлення особливо агресивного фінансового тиску, що дозволяє впливати як на весь світовий страховий простір, так і на окремі націо-

---

<sup>435</sup> Старк Д. Гетерархия: неоднозначность активов и организация разнообразия в постсоциалистических странах / Д. Старк // Экономическая социология: новые подходы к институциональному и сетевому анализу. – М., 2002. – С. 55.

<sup>436</sup> Фомішина В.М. Розвиток сучасних економічних систем: гетерархія споживання і заощадження [Електроний ресурс] / В.М. Фомішин. – Режим доступу <https://www.google.com.ua>. – Назва з екрану.

нальні страхові ринки»<sup>437</sup>. Поглиблення інтернаціоналізації суспільно-економічних відносин, глобалізаційні перетворення світу є ключовими чинниками трансформації страхової системи.

У табл. 3.25 за достатньо тривалий період (2002–2014 рр.) у динаміці наведені основні показники діяльності системи комерційного страхування, а також розрахунок показників частки валових та чистих страхових премій у структурі ВВП. Динаміка обсягів надходження валових та чистих страхових премій за період, що досліджується, має періоди підйому та спаду, зокрема темпи приросту валових страхових премій досягли свого максимуму у 2003 р. – 105,7 % та у 2004 р. – 113,0 %, за 2007, 2008, 2014 рр. темпи приросту становили більше 30 %.

Водночас періоди темпів спаду валових страхових премій досягли свого максимального значення у 2005 р. – 33,9 % та у 2009, 2011, 2012, 2014 рр., відповідно, –14,9 %; –1,7 %; –5,2 %; –6,6 %<sup>438</sup>, <sup>439</sup>. Таким чином, за останні 5 років тільки у 2010 та 2013 рр. відбувалася висхідна динаміка темпів приросту валових страхових премій, що може свідчити про серйозні проблеми у вітчизняній системі комерційного страхування.

Аналіз структури валових страхових премій за період, що досліджується, виявив суттєву структурну диспропорцію вітчизняної системи комерційного страхування. У структурі валових страхових премій премії з майнового страхування в середньому становлять 50,3 % і лише 2,5 % за договорами страхування життя. Негативна динаміка надходження валових страхових премій спостерігається наприкінці 2008 року та у 2009 році (–14,9 %) <sup>440</sup>, що пояснюється впливом світової фінансово-економічної кризи. Необхідно зазначити, що криза 2008–2009 рр. завдала суттєвого удару системі комерційного страху-

---

<sup>437</sup> Панков Ю. В. Финансовая безопасность страховщика как атрибут страховой культуры [Электронный ресурс] / Ю. В. Панков. – Режим доступа: <http://zhurnal.lib.ru>.

<sup>438</sup> Офіційний сайт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.dfp.gov.ua>.

<sup>439</sup> Офіційний сайт Національної комісії, що здійснює державне регулювання ринків фінансових послуг України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nfp.gov.ua>.

<sup>440</sup> Офіційний сайт Національної комісії, що здійснює державне регулювання ринків фінансових послуг України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nfp.gov.ua>.



### **Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку**

---

вання. Згідно з даними Держфінпослуг у 2009 році спостерігається значне зменшення кількості укладених договорів, обсягів надходження страхових премій, що призвело до різкого зменшення обсягів активів страховиків, зниження показників ліквідності та платоспроможності нижче рівня регуляторних вимог. Світова фінансово-економічна криза виявила неспроможність вітчизняної системи комерційного страхування протистояти зовнішнім викликам та водночас загострила внутрішні хронічні проблеми.

Таблиця 3.25

Основні показники діяльності страхового ринку України за період 2002–2014 рр. (млн грн)

Показники	Темпи приросту, у % до попереднього року												
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Валові страхові премії	44442,1	9135,5	19431,4	12853,5	13829,9	18008,2	24008,6	20442,1	23081,7	22693,5	21508,2	28661,9	26767,3
Чисті страхові премії	3646,1	6894,4	9664,5	7482,8	8769,4	12353,8	15981,8	12658	13327,7	17970,0	20277,5	21551,4	18592,8
Валові страхові виплати	543,1	860,6	1540,3	1894,2	2599,6	4213	7050,7	6737,2	6104,6	4864,0	5151,0	4651,8	5065,4
Чисті страхові виплати	517,6	799,4	1410,6	1546,7	2326,2	3884	6546,1	6056,4	5885,7	4699,2	4970,0	4566,6	4893,0
Кількість укладених договорів тис. од.*	29740,0	30850,0	32700,0	33680,0	55458,9	59976,7	675997,6	574972,2	26340,5	30224,5	35204,8	87328,5	35975,7
Частка валових страхових премій у ВВП, %	1,97	3,42	5,62	2,9	2,5	2,5	2,7	2,4	2,1	1,7	1,5	2,0	1,7
Частка чистих страхових премій у ВВП, %	1,6	2,6	2,8	1,8	1,6	1,7	1,8	1,4	1,2	1,36	1,5	1,5	1,2

Джерело: звітні дані Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері фінансових послуг, Держкомстату, розрахунки автора;

\* крім договорів з обов'язкового страхування від нещасних випадків на транспорті.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

У сучасній складній політико-економічній ситуації вітчизняна система комерційного страхування демонструє низхідну динаміку. Зокрема, система комерційного страхування, одним із основних показників діяльності якої є обсяг надходження валових страхових премій, має негативні показники. Темпи приросту валових страхових премій за 2011–2014 рр. щодо попереднього року виглядають таким чином: –1,7 %; –5,2 %; 33,3 %; –6,6 %<sup>441</sup>. Негативні або несуттєві значення зростання за 2011–2014 рр. мають також темпи приросту валових страхових виплат щодо попереднього року, відповідно це: –20,3 %; 5,9 %; –9,7 %; 8,9 %. Катастрофічного значення у 2014 році набув показник темпу приросту кількості укладених договорів щодо попереднього 2013 року, який становив –58,8 %.

Необхідно також звернути увагу і на ряд інших внутрішніх проблем системи комерційного страхування, зокрема це її деформованість з точки зору співвідношення між обсягами систем майнового та особового страхування, низька конкурентоспроможність і платоспроможність вітчизняних страховиків, відсутність гармонізації взаємовідносин між вітчизняною та світовою системою комерційного страхування.

Враховуючи євроінтеграційний вектор розвитку України, викликає інтерес порівняльний аналіз основних показників діяльності вітчизняної системи комерційного страхування із показниками країн Європейського континенту. Одним із основних показників, який характеризує ефективність функціонування системи комерційного страхування є обсяг валових та чистих страхових премій, обсяги та рівень виплат за договорами страхування, а також рівень проникнення страхування у ВВП країни. Динаміка сумарного обсягу страхових премій країн Європейського континенту за період 2012–2014 рр. представлена в табл. 3.26.

Лідуюче місце за показником «сумарний обсяг надходження страхових премій» традиційно займають Велика Британія, Франція, Німеччина, Італія, відповідно значення страхових премій у 2014 році становлять: 213 187,0 млн €; 203 549,0 млн €; 191 604,0 млн €; 146 526,0 млн €<sup>442</sup>. Із 32 країн Європейського континенту за обсягами надходження страхових премій Україна займає 28 місце.

<sup>441</sup> Офіційний сайт Національної комісії, що здійснює державне регулювання ринків фінансових послуг України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nfp.gov.ua>.

<sup>442</sup> Там само.

**Динаміка сумарного обсягу страхових премій країн  
Європейського континенту за період 2012–2014 рр.<sup>443</sup>**

Країна	Грошові одиниці країни	Обсяг страхових премій у грошових одиницях країн, млн			Зміна у % до попереднього року		Зміна у % до поперд. року, ско- ригована на інфляцію	
		2014	2013	2012	2014	2013	2014	2013
Велика Британія	GRP	213187,0	208202,0	207795,0	2,4	0,2	0,9	-2,3
Франція	EUR	203549,0	193858,0	184936,0	5,0	4,8	4,5	3,9
Німеччина	EUR	191604,0	186539,0	180912,0	2,7	3,1	1,8	1,6
Італія	EUR	146526,0	127147,0	112069,0	15,2	13,5	15,0	12,1
****								
Росія	RUB	987773,0	904864,0	809060,0	9,2	11,8	1,5	4,5
****								
Польща	PLN	54351,0	57170,0	61996,0	-4,9	-7,8	-5,2	-8,4
****								
Словакія	EUR	2096,0	2064,0	2017,0	1,5	2,4	1,3	0,7
Словенія	EUR	1930,8	1978,0	2004,0	-2,0	-1,3	-2,7	-3,7
Румунія	RON	7951,0	8291,0	8257,0	-4,1	0,4	-6,0	-3,6
Україна	UAN	26767,0	28662,0	21508,0	-6,6	33,3	-15,9	33,7
****								
Болгарія	BGN	1739,0	1662,0	1579,0	4,6	5,3	5,7	4,2
****								

У доларовому еквіваленті ємність системи комерційного страхування України у 2014 році майже у 160 разів менша за ємність системи комерційного страхування Великої Британії, у 8 разів менша за показник нашої найближчої сусідки Польщі і в 1,05 раза менша за Румунію.

Ще критичніша ситуація за договорами страхування життя. Договори страхування життя у 2014 році обслуговували 57 страховиків, що на 6 компаній менше, ніж за відповідний період 2013 року, але за ринком страхування життя Індекс Герфіндаля-Гіршмана (ННІ) становив 1 042,55 (у 2013 році – 1 222,15), що свідчить про наявну монополізацію галузі. У структурі валових страхових премій за 2013–2014 рр. частки страхових премій за договорами страхування життя, відповідно, становили 8,6 % і 8,1 %, темп приросту валових страхових премій за договорами страхування життя у 2014 році щодо поперед-

<sup>443</sup>World Insurance Report 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://media.swissre.com/documents/sigma4\\_2015\\_en.pdf](http://media.swissre.com/documents/sigma4_2015_en.pdf). – Назва з екрану.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

нього року мав від'ємне значення і становив – 12,8 %<sup>444</sup>. Різке падіння основних показників у галузі страхування життя пояснюється складною соціально-економічною ситуацією в країні, суттєвим зниженням рівня життя населення, його купівельної спроможності.

У рейтингу країн Європейського континенту за 2014 рік Україна за показником «частка страхових премій за договорами страхування життя у світовому страховому ринку» займає передостаннє 31-е місце і цей показник становить 0,01 %. Порівняно, Велика Британія має показник частки премій у світовій страховій системі 8,86 %; Франція – 6,57 %; Німеччина – 4,46 %; Польща – 0,28 %, Росія – 0,11 %, Словаччина – 0,05 %<sup>445</sup>. Отже, вітчизняна галузь страхування життя не відіграє будь-якої суттєвої ролі у світовій системі, є слаборозвиненою і неконкурентоспроможною.

Динаміка надходження страхових премій за договорами страхування життя країн Європейського континенту представлена в табл. 3.27. У 2014 році, порівняно із 2013 роком, серед 32-х країн 10 мають від'ємне значення темпів приросту валових страхових премій за договорами страхування життя, однак найсуттєвіше зниження спостерігалось в Україні (–12,8 %) і в Польщі (–11,2 %). Серед країн, які демонструють позитивну динаміку розвитку системи страхування життя, необхідно відмітити Італію (темп зростання 23,0 %); Люксембург – 20,0 %; Португалію – 12,8 %; Болгарію – 8 %.

У ґрунтовній науковій праці за редакцією Н. Внукової<sup>446</sup> зазначено, що страховий ринок України відстає від європейського страхового ринку, що можна виміряти через показник проникнення страхування в економіку, що визначається через значення частки страхових платежів у ВВП країни. Систематизація індикаторів інституційного розвитку, що застосовуються в різних країнах, дозволила скласти матрицю індикаторів зрілості страхового ринку<sup>447</sup>.

Таблиця 3.27

<sup>444</sup> Офіційний сайт Національної комісії, що здійснює державне регулювання ринків фінансових послуг України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nfr.gov.ua>.

<sup>445</sup> Там само.

<sup>446</sup> Розвиток ринків фінансових послуг в умовах європейської інтеграції: монографія / [наук. ред. та кер. кол. авт. д-р екон. наук, проф. Н. М. Внукова]. – Харків: ТО Ексклюзив, 2014. – 218 с.

<sup>447</sup> Барановський О. І. Філософія безпеки: монографія у 2 т. / О. І. Барановський. – К.: УБС НБУ, 2014. – Т. 2: Безпека фінансових інститутів. – 715 с.

**Динаміка сумарного обсягу страхових премій  
за договорами страхування життя країн Європейського  
континенту за період 2012–2014 рр.<sup>448</sup>**

Країна	Грошові одиниці країни	Обсяг страхових премій у грошових одиницях країн, млн			Зміна у % до попереднього року		Зміна у % до попер. року, скоригована на інфляцію	
		2014	2013	2012	2014	2013	2014	2013
Велика Британія	GRP	142818,0	140018,0	140054,0	2,0	0,0	0,5	-2,5
Франція	EUR	129992,0	121388,0	115115,0	7,1	5,4	6,5	4,5
Італія	EUR	109323,0	88902,0	72456,0	23,0	22,7	22,7	21,2
Німеччина	EUR	89145,0	86341,0	82986,0	3,2	4,0	2,3	2,5
****								
Польща	PLN	23451,0	26412,0	31655,0	-11,2	-16,6	-11,5	-17,1
****								
Росія	RUB	108531,0	84890,0	53824,0	27,8	57,7	18,9	47,4
****								
Словакія	EUR	1016,0	1006,0	966,0	1,0	4,1	0,8	2,5
Словенія	EUR	535,0	553,0	546,0	-3,2	1,3	-3,9	-1,1
***								
Румунія	RON	1527,0	1590,0	1734,0	-4,0	-8,3	-5,9	-12,0
***								
Болгарія	BGN	289,0	268,0	242,0	8,0	10,4	9,1	9,3
****								
Україна	UAN	2160,0	2477,0	1810,0	-12,8	36,9	-21,4	37,3
Сербія	RSD	14896,0	13062,0	10925,0	14,0	19,6	11,8	12,8

*Джерело. World Insurance Report 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://media.swissre.com/documents/sigma4\\_2015\\_en.pdf](http://media.swissre.com/documents/sigma4_2015_en.pdf).*

Російський дослідник Є. Калинин<sup>449</sup> одним із основних кількісних індикаторів, які оцінюють зрілість інститутів страхового ринку, визначає як відношення страхових премій до ВВП. Його значення, на думку автора, повинно дорівнювати не менше 0,20. Цей індикатор доцільно застосувати для оцінки зрілості страхової системи та її окремих підсистем. У табл. 3.25 наведено розрахунок показника «частка валових страхових премій у ВВП» за 2002–2014 рр. За досліджуваний період максимальне значення цього показника спостерігалось у 2004 році – 5,62 %, мінімальне значення – у 2011–2012 рр. та у 2014

<sup>448</sup> World Insurance Report 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://media.swissre.com/documents/sigma4\\_2015\\_en.pdf](http://media.swissre.com/documents/sigma4_2015_en.pdf). - Назва з екрану.

<sup>449</sup> Калинин Е.И. Институты российского страхового рынка: формирование, оценка и перспективы развития: автореф. дисс на соискание учен. степ.. к.е.н.: спец. 08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит / Е.И. Калинин. – М., 2009. – 25 с.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

році, відповідно: 1,7 %; 1,5 %; 1,7 %. Тобто цей індикатор рівня зрілості вітчизняної системи комерційного страхування має досить низькі значення.

Порівняльний аналіз індикатора рівня зрілості системи комерційного страхування Європейського континенту у 2014 році дозволив зробити такі висновки: найбільшого значення цього показника серед країн Європи досягли Нідерланди – 11,0 %; Фінляндія – 10,9 %; Велика Британія – 10,6 %. Високий показник рівня зрілості страхової системи мають також Франція – 9,1 %; Італія – 8,6 %; Португалія – 8,2 %; Німеччина – 6,5 %. Водночас Україна серед 32 країн Європи за показником «індикатор рівня зрілості системи комерційного страхування» займає 28 місце (1,7 %), менше значення мають Туреччина (1,4 %); Росія (1,4 %); Румунія і Ліхтенштейн (по 1,2 %).

Аналіз деяких основних показників, які характеризують ефективність та зрілість вітчизняної системи комерційного страхування, їхнє зіставлення та порівняння із аналогічними показниками країн Європи дозволили дійти висновку про неспроможність вітчизняної системи комерційного страхування вже сьогодні гармонійно увійти у європейську страхову систему. Система комерційного страхування в Україні є слаборозвиненою, має низьку капіталізацію і неконкурентоспроможною щодо країн Європи.

Сучасна складна ситуація в економіці країни загострила ряд невирішених внутрішніх проблем системи комерційного страхування та сприяла накладенню на хронічно невирішені питання нових завдань та викликів. Вітчизняна страхова система стає все більше залежною від ситуації на ринках інших країн, і традиційні інструменти мікро- і макроекономічного регулювання втрачають свою ефективність. Макроекономічне регулювання вітчизняною страховою системою все більше набуває колективного, міжнародного характеру з урахуванням національних інтересів.

О. Барановський<sup>450</sup> зауважує, що на сучасному етапі «відсутні чітко визначені і стабільні концептуальні засади державної політики стосовно страхування та страхового ринку. Концепції страхування немає. Як наслідок, невирішеними є питання про соціальні та/або економічні пріоритети страхування або його окремих видів...». Не

<sup>450</sup> Барановський О.І. Філософія безпеки: монографія: у 2 т. / О.І. Барановський. – К.: УБС НБУ, 2014. – Т. 2: Безпека фінансових інститутів. – С. 570–571.

сформовано також ефективної стратегії інтеграції національної страхової системи у європейський страховий простір. Глобальна інтеграція економічної системи «вимагає лібералізації страхового ринку, тобто скорочення або усунення обмежень на шляху міжнародної торгівлі, іноземних інвестицій, міжнародних фінансових операцій»<sup>451</sup>. Трансформація вітчизняної страхової системи під впливом євроінтеграції повинна відбуватися поступово із чітко визначеними послідовними етапами і вирішенням конкретних завдань на кожному етапі. Світовий досвід показав, що країни Балтії та інші країни СНГ почали зміни, які носять глобальний характер, шляхом створення нових правових норм та економічних передумов розвитку страхових систем. До цих змін належать:

- вступ деяких країн в ЄС і СОТ, лібералізація фінансових ринків, що у підсумку загострює конкуренцію на окремих сегментах ринку страхування;
- конвергенція фінансових ринків (bank assurance, пенсійна реформа), розвиток інформаційних технологій;
- реформи законодавства в галузі бухгалтерського обліку, оподаткування, банківської справи, антимонопольного регулювання та інших галузях формують нові правила ведення бізнесу;
- перехід з 2012 року на Міжнародні стандарти фінансової звітності;
- формування професійної інфраструктури страхового ринку (інститути незалежних експертів-оцінювачів, сюрвейєрів, страхових брокерів, актуаріїв) істотно ускладнює структуру страхового ринку;
- реформа соціальної політики, розвиток комерційного та споживчого кредитування, поступове зростання добробуту населення країни розширюють поле діяльності страхових компаній зі страхування життя<sup>452</sup>.

Незважаючи на деякі спроби реформування національної фінансової системи, страхова система України розвивається «інертним шляхом, пасивно ідучи за коливаннями макроекономічної кон'юнкту-

---

<sup>451</sup> Привалова О. М. Трансформації національних ринків страхування життя в умовах євроінтеграції / О. М. Привалова, І. М. Привалова [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.google.com.ua>.

<sup>452</sup> Филонюк А. Ф. Страховая индустрия Украины: стратегия развития / А. Ф. Филонюк, А. Н. Залетов. – К.: Международная агенция «БИЗОН», 2008. – 448 с. – (Серия «Библиотека страхования»).



### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

ри і банківським кредитуванням»<sup>453</sup>. Разом з тим ефективна євроінтеграція страхової системи та розвиток системи комерційного страхування неможливі без одночасного вирішення цілого ряду внутрішніх питань, зокрема це – підвищення капіталізації систем. Глобалізаційні та інтеграційні процеси супроводжуються інтенсивним входженням іноземного капіталу в економіку України у вигляді фінансових конгломератів. Входження міжнародних фінансових конгломератів, крім позитивних наслідків, таких як упровадження світових стандартів, надання фінансових послуг, розширення ресурсної бази економічного зростання та активізації інвестиційних процесів, зумовлює виникнення ряду ризиків та небезпек як для вітчизняного фінансового сектора загалом, так і для страхової системи зокрема, а саме: посилення негативного впливу фінансової глобалізації, зростання нестабільності фінансового сектора, неконтрольований вплив капіталу та реалізація фінансово-економічних інтересів без урахування пріоритетів розвитку України<sup>454</sup>.

Зарубіжний досвід довів, що надмірна лібералізація доступу іноземних страховиків на національні ринки може привести до виникнення серйозних проблем:

- виведення з національної економіки істотної частини її довгострокових інвестиційних ресурсів;
- негативний вплив іноземних страховиків, які управляють цими ресурсами, на політику відповідних держав (у тому числі обмеження можливостей держави щодо використання страхових механізмів для реалізації соціальної політики);
- зниження капіталізації національної страхової системи аж до її повної деградації в результаті переорієнтації основної частини клієнтів на закордонне страхування;
- демпінг, який іноземні страховики часто використовують для захвату нових ринків, підриваючи національну страхову систему і дозволяючи їм зайняти монопольне становище в обраних сегментах страхового ринку. Це веде до завищення вартості послуг, скорочення

<sup>453</sup> Русул Л. В. Сучасні реалії та перспективи розвитку страхового ринку України в умовах трансформаційних процесів / Л. В. Русул // Вісник Чернігівського державного технологічного університету. – 2014. – № 3(75). – С. 237–242.

<sup>454</sup> Школьник І. О. Міжнародні фінансові конгломерати на страховому ринку України / І. О. Школьник, В. М. Кремень // Фінанси України. – 2013. – № 2. – С. 110–121.

сфери застосування страхування і зменшення його позитивного впливу на розвиток національної економіки;

- істотне підвищення залежності страхової системи та всієї національної економіки від коливань світового фінансового ринку;
- скорочення зайнятості у страховій сфері кваліфікованого управлінського персоналу через концентрацію основної частини управлінських функцій у зарубіжних офісах іноземних страховиків <sup>455</sup>.

Таким чином, перед державою постає завдання знаходження оптимального значення інтегрованості національної страхової системи у європейську страхову систему з механізмами, які перешкоджатимуть відпливу національного капіталу, а сприятимуть гармонізації цих систем.

Оскільки страхування є глобальним фінансовим інститутом, то неминуче слід очікувати на поширення М&А-угод у системі комерційного страхування України, цьому сприятимуть:

- врегулювання порядку злиття та поглинання відкритих акціонерних товариств відповідно до міжнародної практики;
- розвиток фондового ринку, підвищення його капіталізації та прозорості;
- стимулювання укрупнення банківського та страхового секторів, підвищення їх капіталізації <sup>456</sup>.

Отже, успіх процесів інтеграції вітчизняного страхового ринку у світовий страховий простір залежить від підвищення базових макроекономічних показників країни, її банківського та фінансового секторів, стабільності національної валюти, поступового зростання доходів населення, збільшення кількості прибуткових підприємств та ін.

Запровадження нових підходів до державного регулювання національною страховою системою, розроблення ефективних механізмів управління та регулювання ринком із врахування євроінтеграційних

---

<sup>455</sup>Привалова О. М. Трансформації національних ринків страхування життя в умовах євроінтеграції [Електронний ресурс] / О. М. Привалова, І. М. Привалова. – Режим доступу: <https://www.google.com.ua>.

<sup>456</sup>Нечипорук Л. В. Інверсійний тип формування та особливості розвитку страхового ринку в умовах глобалізації: автореферат дис. на здобуття наук. ступеня докт. екон. наук.: спец. 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / Людмила Нечипорук. – Київ.: Державна установа «Інститут економіки та прогнозування Національної академії наук України», 2011. – 29 с.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

прагнень України дозволить розробити науково обґрунтовану та виважену стратегію інтеграції страхового ринку у світовий.

Стратегічна орієнтація України в Європейський Союз вимагає від національної системи комерційного страхування кардинального реформування державного нагляду та законодавчих основ регулювання страхових відносин. Усе більшу роль відіграють директиви ЄС у галузі страхування, міждержавні інтеграційні угоди. Слід зазначити, що в праві ЄС виправдано виокремлюють дві складові, які умовно можна назвати політичною та економічною (зустрічаються також такі визначення, як інституційне та матеріальне право)<sup>457</sup>. Перша з них присвячена статусу різних органів ЄС, друга – створенню спільного ринку та формуванню єдиної економічної політики<sup>458</sup>. Економічне право ЄС спрямоване на створення спільного економічного простору у різних сферах підприємницької діяльності, включаючи також і сферу страхування. Економічне право ЄС ґрунтується на ряді основоположних принципів, що також називаються свободами: свобода переміщення товарів; свобода переміщення осіб (свобода заснування включно); свобода надання послуг; свобода переміщення капіталів<sup>459</sup>. Крім основоположних принципів, на яких ґрунтується економічне право ЄС, існують також особливості прийняття нормативних актів у Європейському Союзі, які поділяються на: регламенти, що мають пряму юридичну дію у всіх країнах-членах ЄС; директиви, які повинні бути транспоновані в національне законодавство країн-членів ЄС; рекомендації, які не є юридично обов'язковими для виконання країнами-членами ЄС<sup>460</sup>.

Адаптація законодавства України до законодавства ЄС передбачає комплекс заходів із наближення національного законодавства до європейських стандартів, затверджених Конвенцією адаптації України

---

<sup>457</sup> Вишневский А. А. Банковское право Европейского Союза: [учебное пособие] / А. Вишневский. - М.: Статут, 2000. – С. 12.

<sup>458</sup> Lasok D., Law and Institution of the European Communities/ D. Lasok. – L.: Butterworths. – 1991. – 436 p.

<sup>459</sup> Литвин М. В. Економіко-правові основи євроінтеграційних процесів у сфері банківської діяльності / М. В. Литвин [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.renlife.com.ua> – Назва з екрану.

<sup>460</sup> Проблеми реформування банківської системи України в контексті європейської інтеграції: Інформаційно-аналітичні матеріали. / В. І. Міщенко, А. В. Шаповалов, В. В. Крилова, В. В. Ващенко, Н. В. Гришук та ін. – К.: Національний банк України. Центр наукових досліджень, 2007. – Вип. 8. – 266 с.

## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів

---

до законодавства ЄС. Зокрема, вітчизняні страховики у своїй діяльності керуються Директивою 2002/92/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 9 грудня 2002 року про посередництво у страхуванні<sup>461</sup>, яка встановлює правила початку та ведення діяльності зі страхового посередництва та посередництва у перестрахованні фізичними і юридичними особами, що займаються підприємницькою діяльністю на території держави-члена або бажають робити це у майбутньому. У цій Директиві надані визначення таких концептуальних понять страхування, як «страхова компанія», «компанія, що займається перестраховуванням», «страхове посередництво», які враховані у проекті нового Закону України «Про страхування». У Директиві 2002/92/ЄС також розроблені вимоги до реєстрації та професійні вимоги до страхових посередників, уповноважені органи, санкції, забезпечення обміну інформації між державами та інше. Так, у Директиві передбачено, що всі фізичні або юридичні особи, які займаються посередницькою діяльністю в галузі страхування або перестраховування (і агенти, і брокери) мають бути зареєстровані у країні-члені походження з виконанням мінімальних вимог: наявність відповідних знань і кваліфікації, визначених у нормативних документах відповідної країни-члена; хороша репутація; наявність страхового покриття професійної відповідальності або будь-якої подібної гарантії, що може виникнути у зв'язку із професійною недбалістю (принаймні 1 млн євро у розрахунку на одну вимогу та 1,5 млн євро для всіх вимог на рік); фінансова спроможність, достатня для того щоб захистити клієнта від невиконання посередником своїх обов'язків з передачі сплачених клієнтом страхових премій страховій компанії або страхових виплат, здійснених страховою компанією за страховими полісами клієнтів<sup>462</sup>. У вітчизняній практиці основна частина положень цієї Директиви не використовується на практиці та не закріплена нормативно-правовими актами. Тому активне впровадження у вітчизняну практику основних положень цієї Директиви сприятиме розвитку та підвищенню ефективності посередництва у страхуванні, яке на сучасному етапі розвинене досить слабо.

---

<sup>461</sup> Офіційний вісник Європейських Співтовариств L 9/3 від 15.1.2003 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.renlife.com.ua> – Назва з екрану.

<sup>462</sup> Страхове законодавство в Європейському Союзі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://forinsurer.com/public/05/03/02/1731> – Назва з екрану.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

Директивою 2009/138/ЄС від 25 листопада 2009 року<sup>463</sup> регламентується початок і введення у сферу страхування та перестраховування нормативів платоспроможності (Solvency II). Режим платоспроможності, встановлений у цій Директиві, сприяє більш повному захисту власників страхових полісів. Він вимагає, щоб держави-члени забезпечували органи нагляду ресурсами для виконання своїх обов'язків, як вказано у цій Директиві. Необхідний платоспроможний капітал повинен відображати рівень правомірних власних фондів, що дозволяє страховим та перестраховальним організаціям поглинати значні втрати, і який надає достатні гарантії власникам страхових полісів і бенефіціаріям, що виплати будуть зроблені тоді, коли настане термін їх оплати.

У вітчизняній практиці практично впроваджено положення Solvency I. Єдина суперечність положень вітчизняного страхового законодавства та Solvency I полягає у різному тлумаченні поняття «гарантійний фонд». Також необхідно зазначити, що при застосуванні Solvency I специфіка профілю ризиків конкретної страхової компанії не береться до уваги. Тому на сучасному етапі розглядається механізм впровадження у вітчизняну практику положень Solvency II. Метою Solvency II є не лише підвищення вимог до сукупного обсягу капіталу страховика, але й забезпечення високих стандартів оцінки його ризиків та ефективності розміщення капіталу<sup>464</sup>. Крім того, Solvency II сприятиме зростанню прозорості та встановленню зрозумілих правил гри на вітчизняному страховому ринку.

Впровадження Solvency II забезпечує можливість удосконалення вимог до платоспроможності страховиків шляхом<sup>465</sup>:

- впровадження системи, яка базується на врахуванні ризик-факторів;
- використання інтегрованого підходу до формування страхових резервів та вимог до капіталу;
- впровадження всеохоплюючої системи ризик-менеджменту;

---

<sup>463</sup> Офіційний вісник Європейських Співтовариств L 335/1 від 17.12.2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.renlife.com.ua> – Назва з екрану.

<sup>464</sup> Ткаченко Н. В. Роль актуарних технологій в умовах переходу до Solvency II / Н. В. Ткаченко // Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. – Т. 1. – Хмельницький: ХНУ. – 2008. – № 5. – С. 109–115.

<sup>465</sup> Ткаченко Н.В. Новітні підходи до оцінки платоспроможності страхових компаній в рамках Solvency II / Н. В. Ткаченко // Банківська справа. – 2010. – № 4. – С. 17–19.

– використання внутрішніх моделей управління капіталом страховика;

– мінімізації впливу ризиків шляхом їх диверсифікації.

Отже, впровадження у вітчизняну практику положень Solvency II дозволить вітчизняним страховикам, враховуючи ефективний ризик-менеджмент, формувати свій капітал та страхові резерви з урахуванням майбутніх виплат страхових сум відшкодувань. Формування рівня платоспроможності, адекватного до взятих на страхування ризиків, дозволить розширити перелік страхових продуктів, які страховик може запропонувати, а також значно підвищити величину власного утримання страховика при страхуванні різноманітних ризиків. Solvency II – не тільки директива, правила та обмеження. Це програма, що має на меті впровадити якісно нові елементи до діяльності страховика. І саме в умовах фінансової кризи використання нових ви-мог надасть змогу учасникам страхового ринку зробити свою діяльність більш безпечною та вигідною<sup>466</sup>.

Незважаючи на необхідність приведення національного законодавства відповідно до стандартів ЄС, їхнє негайне впровадження не є доцільним. Пояснюється це суттєвою відмінністю макроекономічних показників країн-членів ЄС та України, а також незначною капіталізацією і неконкурентоспроможністю системи комерційного страхування порівняно із відповідними системами держав-членів ЄС.

Глобальна інтеграція, демографічні зміни та соціально-економічна нестабільність держави стали пошуком нових шляхів і напрямів реформування базових положень теоретичних і практичних аспектів сучасної системи соціального страхування. Суттєве зниження темпів економічного зростання і орієнтація на європейський вектор розвитку України викликали необхідність пошуку нових рішень, що привело до переосмислення парадигми системи соціального страхування та необхідності її реформування. Загальновизнаним показником соціальної орієнтації держави є рівень соціальних витрат у відсотках до ВВП. Аналіз динаміки цього показника в європейських державах за 32 роки свідчить, що кількісного скорочення розмірів соціалізації держави не спостерігається. Більш того, за період 1980–2012 рр. соціальні витрати зросли: у Фінляндії на 10 %; Іспанії – 9,7 %; Франції –

---

<sup>466</sup> Говорушко Т. А. Проблемні питання реалізації в Україні директиви ЄС Solvency II / Т. А. Говорушко, В. М. Стецюк, І. І. Яценко // Журнал «Агросвіт». – 2014. – № 2 – С. 20–24.

**Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів  
у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку**

9 %; Італії – 8,4 %; Австрії – 5,6 %; Данії – 4,7 %<sup>467</sup>. Водночас підвищення рівня соціальних стандартів обмежують демографічні, ринкові, бюджетні, міжнародні умови, що сприяє створенню нового інституційного середовища. Таку зміну І. Кірнос<sup>468</sup> характеризує як «перехід від соціальної держави до соціального суспільства». Перед вітчизняною системою соціального страхування постало завдання реформувати її таким чином, щоб збалансувати цілі соціального захисту та ефективний розвиток економіки в умовах глобальної інтеграції.

Для України, як і для більшості країн світу, основною демографічною проблемою є процес старіння населення, який проявляється у зростанні частки осіб похилого віку (табл. 3.28).

Таблиця 3.28

**Вікова структура та сумарне навантаження  
на працездатне населення України<sup>469</sup>**

<b>Рік</b>	<b>Вік з 15 до 59 рр.</b>	<b>Вік з 60 р. і старше</b>	<b>Сумарне навантаження</b>
2005	29656,3	9779,4	3,033
2006	29812,1	9528,8	3,129
2007	29799,8	9447,8	3,154
2008	29738,5	9382,8	3,169
2009	29586,0	93,72,4	3,157
2010	29328,6	9471,4	3,097
2020	29090,1	9532,4	3,052

<sup>467</sup> Adema W Is the Europe Welfare State Really More Expensive / W. Adem, P. Eron. – Indicators on Social Spending, 1980–2012. – Paris: OECD, 2011/ - 131 p.

<sup>468</sup> Кірнос І. О. Зміна парадигми соціальної держави [Електронний ресурс] / І. О. Кірнос. – Режим доступу: <http://www.vestnikdnu.com.ua> – Назва з екрану.

<sup>469</sup> Бренер А. В. Аналіз сучасного стану пенсійного забезпечення України з 2010-2015 рр./ А. В. Бренер, Ю. О. Набатова // Електронне наукове фахове видання «Ефективна економіка». – 2015. – № 5 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.econome.nauka.com.ua> – Назва з екрану.

**Регулятивний потенціал фінансового ринку  
в умовах глобальних викликів**

11			
12	20	28842,2	9618,0
13	20	28622,9	9702,1
14	20	28372,5	9753,3

*Джерело. Бренер А. В. Аналіз сучасного стану пенсійного забезпечення України з 2010–2015 рр. / А. В. Бренер, Ю. О. Набатова // Електронне наукове фахове видання «Ефективна економіка». – 2015. – № 5 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.econome.nauka.com.ua> – Назва з екрану.*

Динаміка показника сумарного навантаження на працездатне населення в Україні за період з 2005–2014 рр. має тенденцію до незначного зниження, починаючи з 2012 року, що пояснюється проведенням точкових реформ системи соціального страхування. Першим кроком у пенсійній реформі було veto Президента на прийнятий Верховною Радою України законопроект, який продовжував термін обмеження права жінок, яким виповнилося 55 років, звертатися за достроковим призначенням пенсії, а також обкладенням прибутковим податком пенсій, що перевищують три мінімальні прожиткові мінімуми (тобто з пенсій, які вище 3 654,00 грн, стягується 20 % прибуткового податку)<sup>470</sup>. Другим кроком пенсійної реформи стало обмеження виплати пенсій працюючим пенсіонерам у розмірі 85 %, але не менше прожиткового мінімуму, встановленого для осіб, які втратили працездатність. Наступним етапом реформування передбачено припинення виплат спеціальних пенсій народним депутатам, державним службовцям і прирівняним до них особам, прокурорам та іншим особам, на яких поширюється дія законів, зазначених у статті 47 нової редакції. Пенсійне реформування передбачає поетапне підвищення на 5 років пільгового пенсійного віку для жінок, а також підвищення на 5 років страхового, а за окремими професіями і спеціального стажу для осіб, які мають право на пенсії за роботу в шкідливих умовах праці та на пенсії за вислугу років. Змінено також порядок обчислення всіх пенсій, що призведе до суттєвого зниження нарахованих пенсій і негативно вплине на фінансовий стан пенсіонерів<sup>471</sup>.

Використовуючи системний метод дослідження, виділимо стру-

<sup>470</sup> Веб-сайт Варто знати «Зміни до пенсійного законодавства» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.i-law.kiev.ua> – Назва з екрану.

<sup>471</sup> Там само.



### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

туру системи соціального страхування, що складається з підсистеми пенсійного забезпечення, яка, у свою чергу, має такі взаємопов'язані та взаємозалежні структурні елементи: солідарне загальнообов'язкове державне пенсійне страхування; накопичувальне загальнообов'язкове державного пенсійного страхування; недержавного пенсійного забезпечення. Громадяни України формально можуть брати участь одночасно у різних рівнях підсистеми пенсійного забезпечення. Однак, через кризову ситуацію в економіці країни, незначний відсоток інфляційної індексації пенсій та заробітних плат (10–15 % у 2015 році) громадяни України фізично не можуть брати участь у другому і третьому рівнях пенсійної системи, яка існує тільки декларативно.

Обсяги фінансового забезпечення населення України за період 2011–2015 рр. (табл. 3.29) мають в'яло плинний характер з позитивною динамікою, але у перерахунку до доларового еквівалента, спостерігається суттєве зниження соціальних стандартів, розміру прожиткового рівня та мінімальної заробітної плати.

Таблиця 3.29

#### Основні показники фінансового забезпечення населення України, грн<sup>472 473</sup>,

Рік	Пенсія мінім.	Пенсія максим.	Прожитковий мінімум	Мінімальна заробітна плата	Максимальна заробітна плата
2011	750	7500	849	941	14115
2012	822	8220	1017	1073	18241
2013	894	8940	1108	1147	19499
2014	949	9490	1176	1218	12180
2015*	949	9490	1176	1218	12180
2015**	1074	10740	1330	1378	13780

*Джерело. Бренер А. В. Аналіз сучасного стану пенсійного забезпечення України з 2010–2015 рр./ А. В. Бренер, Ю. О. Набатова // Електронне наукове фахове видання «Ефективна економіка». – 2015. – № 5 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.economy.nauka.com.ua> – Назва з екрану. Доопрацьовано автором.*

*\*Показники діяли до 17.09. 2015.*

*\*\*Показники почали діяти з 17.09.2015.*

<sup>472</sup> Веб-сайт Варто знати «Зміни до пенсійного законодавства» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.i-law.kiev.ua> – Назва з екрану.

<sup>473</sup> Про внесення змін до Закону України «Про державний бюджет України на 2015 рік: Закон України – VIII від 17.09.2015. – № 704

Таким чином, неодноразові спроби пенсійного реформування в Україні не призвели як до зниження тиску на бюджет, так і до впровадження через систему соціального страхування соціальної справедливості, яка є домінантним принципом у формуванні соціальних систем європейських країн. У соціальному забезпеченні громадян України виникли проблеми, серед яких першочерговими є: «низький рівень пенсій та соціальних виплат; розмір пенсії не відповідає трудовому внеску протягом працездатного періоду; несвоєчасність соціальних виплат; при однаковому рівні відрахувань на пенсійне забезпечення, окремі категорії працівників мають значні переваги та пільги в пенсійному забезпеченні»<sup>474</sup>. Отже, сучасна українська система соціального страхування потребує докорінної модернізації за такими напрямками:

1. Забезпечення більш тісного зв'язку між розміром страхових виплат та страхових внесків до системи соціального страхування. Такий підхід дозволить посилити страховий характер системи соціального страхування і створити механізм для мотивації застрахованих до участі у фінансуванні системи та знизити можливість ухилення від сплати страхових внесків.

2. Скорочення кількості фондів соціального страхування та концентрація в них управління видами страхування. Завдяки вказаному заходу значно зменшаться витрати на утримання соціальної системи. (У 2015 році було об'єднано в єдиний Фонд соціального страхування Фонд соціального страхування від нещасних випадків на виробництві та професійних захворювань і Фонд соціального страхування з тимчасової втрати працездатності).

3. Збереження статусу соціальних страхових фондів як самоврядних організацій, які управляються соціальними партнерами (профспілками і роботодавцями) з одночасним посиленням функцій державного нагляду, з метою врахування інтересів усіх сторін.

4. Реальне відокремлення страхових коштів від Держбюджету. Для гарантій стабільності роботи фондів і збереження коштів обслуговування фондів страхування здійснювати в банківській системі, зокрема в державних банках.

---

<sup>474</sup> Березіна С. Сучасні тенденції в реформуванні системи соціального страхування України / С. Березіна // Вісник Київського національного університету ім. Тараса Шевченка. – 2015. – № 3(168). – С. 27.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

---

5. Легалізація трудових відносин та зменшення єдиного соціального внеску за умови збереження гарантій із страхових виплат та соціальних послуг застрахованим особам.

6. Підготовка інституційної для запровадження загальнообов'язкового державного соціального медичного страхування<sup>475</sup>.

Запровадження запропонованих заходів сприятиме підвищенню ефективності вітчизняної системи соціального страхування та рівня соціального захисту населення на основі соціальної справедливості, що дозволить гармонійно інтегруватися Україні у європейський простір.

Узагальнюючи наведене, можна зробити висновок, що європейська інтеграція України вимагає формування нової Концепції розвитку страхової системи, яка сприятиме не тільки подоланню її стагнації, але й стане міцним фундаментом для подальшого сталого зростання та формування прозорої і транспарентної страхової системи, де основним пріоритетом є захист і підвищення соціальних стандартів громадян України.

#### **3.12. Розвиток ринку страхових послуг в Україні: тенденції та зарубіжний досвід**

Проблема формування Україною власної парадигми економічного розвитку обумовлює підвищення інтересу до економічних факторів посилення ринкових основ функціонування й розвитку економіки. Звідси виникає необхідність в укріпленні капіталізації наявних і створенні нових для країни фінансових структур, функції яких спрямовано на накопичення, розподіл і перерозподіл тимчасово вільних фінансових ресурсів. У зв'язку із цим, підсилюється роль фінансового сектора в процесі руху грошового капіталу, який й забезпечує економічний ріст у довгостроковому періоді.

Порівняння обсягів валових страхових премій і ВВП в Україні та в розвинутих країнах Європи свідчить про те, що стан розвитку національного ринку особистого страхування не може буди визнаний як задовільний. Слід зазначити, що страхові ринки у східноєвропейських державах й в Україні почали розвиватися практично одночасно. Тому основоположні принципи і методи організації, питання механізмів та

---

<sup>475</sup> Там само.

критеріїв, що регулюють діяльність страхового ринку і відображають стратегічні цілі й пріоритети щодо якісного розвитку системи комерційного страхування становлять значний науковий інтерес.

Дослідженню теоретичних аспектів функціонування страхового ринку присвячено праці таких визначних зарубіжних вчених як А. Манес<sup>476</sup>, Ф. Коньшин<sup>477</sup>, В. Райхер<sup>478</sup>, Л. Рейтман<sup>479</sup> та ін. Сутність страхування досить широко представлена в працях таких відомих сучасних науковців як, В. Базилевич<sup>480</sup>, С. Осадець<sup>481</sup>, Н. Внукова<sup>482</sup>, де досить глибоко досліджено різні аспекти функціонування страхового ринку, наведено різні класифікації страхових послуг, розкрито специфіку організації страхування в різних економічних формаціях тощо. Однак серед публікацій з проблем страхування практично відсутні наукові роботи, присвячені порівняльному аналізу економіко-математичних моделей, що описують залежність валових страхових премій від валового внутрішнього продукту (ВВП), а також відносних швидкостей їх зростання, питомих часток цих премій у ВВП, часток ВВП та валових страхових премій, що припадають на фізичну особу.

Соціально-економічні перетворення в Україні передбачають прискорений розвиток системи різноманітних фінансових послуг. Однак на сучасному етапі Україна ще відстає від економічно розвинутих країн практично за всіма показниками ринку фінансових пос-

---

<sup>476</sup> Манес А. Основы страхового дела / пер. с нем./ А.Манес. – М.: Анкил. 1992. – 112 с.

<sup>477</sup> Коньшин Ф. В. Государственное страхование в СССР / Ф. В. Коньшин. – М.: Финансы. 1975. – 368 с.

<sup>478</sup> Райхер В. К. Общественно - исторические типы страхования / В. К. Райхер. – М.: Изд-во академии наук СССР. 1947. – 282 с

<sup>479</sup> Л. И. Рейтман. Страховое дело / Л. И. Рейтман. – М.: Финансы. 2005. – 766 с.

<sup>480</sup> Страхування: підручник / Київський національний ун-т ім. Тараса Шевченка / [Базилевич Віктор Дмитрович, Базилевич Катерина Степанівна, Пікус Руслана Володимирівна, Філонюк О. Ф., Черняк О. І. ] під ред. Проф. Віктор Дмитрович Базилевич. – К.: Знання, 2008. – 1019 с.

<sup>481</sup> Страхування: підручник / [Осадець Семен Степанович, Артюх Тетяна Михайлівна, Бабко Володимир Леонідович, Бабко Тетяна Віталіївна, Бушанський Анатолій Володимирович]; під ред. проф. С. С. Осадця/ Київський національний економічний ун-т; Українська фінансово-банківська школа - 2. вид., перероб. і доп. – К.: КНЕУ, 2006. - 599с.

<sup>482</sup> Внукова Н. Н. Моделирование процесса прямого государственного регулирования развития страхового рынка Украины / Н. Н. Внукова, Н. И. Притула, С. А. Ачкасова// Страховое дело. – 2010. – №3. – С. 21–27

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

луг, у тому числі страхових. Особливу роль у формуванні конкурентоспроможності національної економіки відіграє здатність страхового ринку мобілізувати великі обсяги тимчасово вільного капіталу та наявність ефективного механізму оперувати ним.

Ринок страхових послуг залишається найбільш капіталізованим серед інших небанківських фінансових ринків при відносній його макро- і мікроекономічній стабільності з упевненою тенденцією до зростання. Основними макроекономічними індикаторами розвитку ринку страхових послуг є наступні показники<sup>483</sup>:

- показник «проникнення страхування» – співвідношення обсягу страхової премії та валового внутрішнього продукту;
- показник «щільності страхування» – сума страхової премії у розрахунку на душу населення;
- співвідношення страхових виплат та суми отриманої страхової премії;
- обсяг страхової премії в масштабах регіональних, національного та міжнародного ринку страхових послуг.

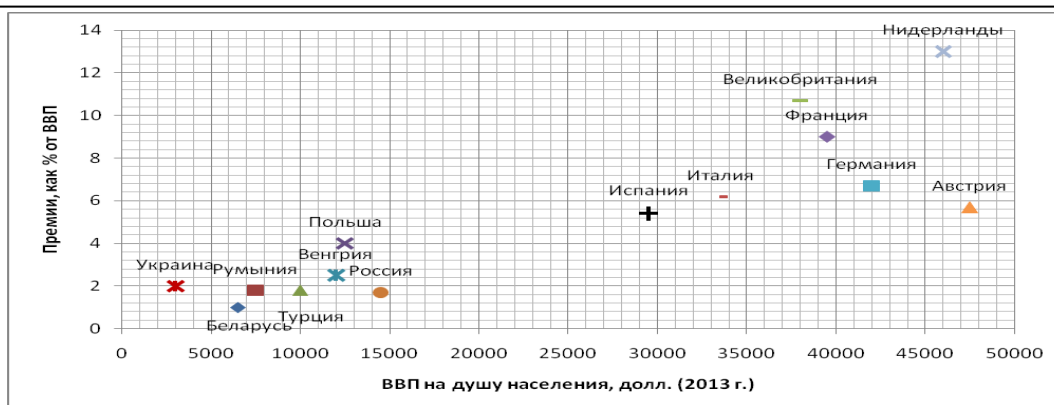
Важливим серед індикаторів функціонування ринку страхових послуг є показник «проникнення страхування» (показник глибини ринку). Даний показник є одним з найбільш важливих показників оцінки впливу страхування на соціально-економічний розвиток держави, адже розгляд ефективності функціонування страхового ринку в аспекті його впливу на економіку через визначення частки сукупної страхової премії у ВВП має істотне значення. Аналіз даного показника протягом певного проміжку часу дозволяє дати найбільш точну оцінку існуючого стану страхової діяльності в країні.

Так, частка страхових премій у ВВП в Україні у 2013 р. складала 2 %, що, порівняно з країнами Європи, є досить низьким показником (рис. 3.14).

---

<sup>483</sup> Кужелев М. А. Стратегические вызовы системе коммерческого страхования Украины / М. А. Кужелев, О. А. Шакура // Актуальні проблеми економічного розвитку: зовнішньоекономічні, виробничі та екологічні аспекти: зб. наук. праць / ДонДУУ. – Донецьк: ДонДУУ, 2014. – Т. XV. – С. 30–41

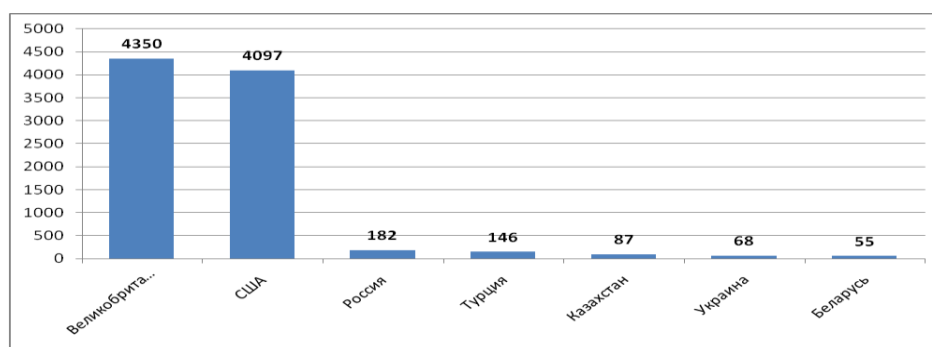
## Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів



**Рис. 3.14. Показники проникнення страхування в європейських країнах**

Джерело: Складено авторами за даними Worldbank<sup>484</sup>.

Однак низький рівень проникнення страхування слід вважати важливим показником потенціалу зростання, так як є сильна позитивна залежність між ВВП на душу населення і рівнем проникненням страхування<sup>485</sup>. На думку Fitch, по мірі збільшення ВВП на душу населення, спостерігається й збільшення проникнення страхування, що обумовлює темпи зростання на страхових ринках, що перевищують зростання ВВП<sup>486</sup>. Це може призвести до потужного росту на страхових ринках європейських країн з економікою, що розвивається, і руху цих ринків у бік зрілості (рис. 3.15).



**Рис. 3.15. Потенціал зростання страхових премій на душу населення, дол. США**

Джерело: складено авторами за даними Swiss Re<sup>487</sup>.

<sup>484</sup> Официальный сайт Всемирного банка [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.worldbank.org/eca/russian/>

<sup>485</sup> Fitch [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.fitchratings.ru/training/training/index.wbp>

<sup>486</sup> Там само.

<sup>487</sup> Официальный сайт Swiss Re [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.swissre.com>

**Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів  
у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку**

Загальна кількість страхових компаній, що функціонують в Україні станом на 01.01.2014, становила 345, в тому числі, СК «life» – 62 компанії, СК «non-life» – 345 компанії.

Проаналізуємо статистичні дані валових страхових премій та ВВП 16 європейських країн з яких у Великобританії, ФРН, Австрії, Франції, Швеції, Греції та Італії страховий ринок має давню історію, а Польща, Чехія, Словаччина, Болгарія, Естонія, Угорщина, Латвія, Румунія лише відносно недавно ліквідували у себе підконтрольну СРСР командно-адміністративну економіку (таблиця 3.30).

Таблиця 3.30

**Усереднені показники стану особистого страхування  
європейських країн у 2001–2013**

Країни	Числові характеристики			
	Частка ВВП на фіз. особу тис. євро/ф.о.	Страхові премії на фіз. особу тис. євро/ф.о.	Частка валових страхових премій у ВВП, %	Середній темп зростання валових страхових премій, %
Великобританія	28,9	3,45	12,4	1,76
Німеччина	30	2,17	6,93	2,36
Австрія	4,8	2,04	5,85	2,18
Франція	31,7	3,23	9,83	2,81
Швеція	38,5	2,92	7,58	3,53
Італія	28,3	2,3	8,09	2,31
Туреччина	7,67	0,1	1,28	2,29
Польща	9,29	0,36	3,83	4,86
Чехія	14,6	0,57	3,9	6,08
Словаччина	12,3	0,38	3,18	5,34
Болгарія	4,64	0,11	2,26	4,81
Естонія	10,5	0,32	2,97	6,73
Угорщина	9,61	0,3	3,17	4,1
Латвія	7,82	0,14	1,8	3,38
<b>Україна</b>	<b>2,73</b>	<b>0,05</b>	<b>2,13</b>	<b>3,23</b>
Румунія	6,42	0,11	1,63	3,63

*Джерело: складено авторами за даними Європейської комісії<sup>488</sup>.*

<sup>488</sup> Офіційний сайт Європейської комісії [Електронний ресурс] – Режим доступу: [ec.europa.eu/eurostat](http://ec.europa.eu/eurostat)

У першій групі країн частка ВВП на фізичну особу в 2013 р. коливалася від 38,5 тис. євро (Швеція) до 28,3 тис. євро (Італія), а валові страхові премії на фізичну особу від 3,5 тис. євро. (Великобританія) до 2 тис. євро (Австрія). Питома вага валових страхових премій у ВВП також істотно змінювалася від 12,5 % (Великобританія) до 5,9 % (Австрія), відносні річні прирости валових страхових премій, з урахуванням інфляції, коливалися у межах 1,8 % – 3,5 %. Слід зазначити, що істотного кореляційного зв'язку між питомим зростанням валових страхових премій, їх питомою вагою в ВВП та абсолютними їх значеннями (на фізичну особу) виявити не вдалося<sup>489</sup>.

Інша ситуація спостерігається при аналізі зв'язків між валовими страховими преміями ( $y_0$ ) та часткою ВВП ( $x_0$ ) у розрахунку на фізичну особу (євро). Методом найменших квадратів<sup>490,491</sup> було встановлено, що для східноєвропейських країн така залежність описується нелінійною економічною моделлю:

$$y_0 = 27,1 + 6,76 \times 10^{-3} \times x_0 + 2,07 \times 10^{-6} \times x_0^2 \quad (3.2)$$

де:  $y_0$  – валові страхові премії (євро);  $x_0$  – частка ВВП з розрахунку на одну фізичну особу; коефіцієнт детермінації становить 0,83, а вплив неврахованих факторів дорівнює 17 %.

Запропонована економіко-математична модель справедлива і для західноєвропейських країн, але з гіршими прогнозними даними. Так для ФРН з цієї економетричної моделі випливає, що  $y_0 = 2096$  євро/фіз. особу при фактичному значенні 2 168 євро/фіз. особу. Розрахунки свідчать, що в різних країнах погляди населення на страхування не можуть точно співпадати, але в середньому по всій Європі спостерігається чітка прогресивна нелінійна кореляційна залежність питомої частки валових страхових премій від частки ВВП на фізичну особу – величина  $y_0$  зростає набагато швидше, ніж  $x_0$ . При зростанні  $x_0$  від 12 000 євро/фіз. особу до 18 000 євро/фіз. особу величина  $y_0$  зростає не на 50 %, а більш ніж на 100 % (з 406 євро до 819 євро).

Можна констатувати, що в країнах з ВВП, меншим за 5 тис. євро/фіз. особу, ринок страхових послуг грає в економічних відносинах

---

<sup>489</sup> Офіційний сайт Європейської комісії [Електронний ресурс] – Режим доступу: [ec.europa.eu/eurostat](http://ec.europa.eu/eurostat)

<sup>490</sup> Наконечний С. І. Економетрія: підручник. – Вид. 4 – те, доп. і перероб. / Наконечний С. І., Терещенко Т. О., Романюк Т. П. – К.: КНЕУ, 2006. – 528 с. – С. 29.

<sup>491</sup> Лук'яненко І. Г. Економетрика: підручник / І. Г. Лук'яненко, Л. І. Краснікова. – К.: Знання, 1998. — 493 с. – С.69.



### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

досить скромну роль. Наприклад, в Туреччині темпи щорічних приростів валових страхових премій становить 2,3 %, хоча їх питома вага у ВВП дорівнювала 1,28 %, а на фізичну особу припадає усього 98 євро валових страхових премій при 7,77 тис. євро ВВП.

Залежність валових страхових премій  $y_0$  від ВВП  $x_0$  у європейських країнах має різний характер. Якщо у Швеції та Туреччині ці показники зв'язує лінійна залежність:

$$y_i = \alpha_0 + \alpha_1 x_i \quad (3.3);$$

де:  $y_i$  – валові страхові премії;  $x_i$  – ВВП;  $\alpha_0$  – сталий коефіцієнт лінійної регресії;  $\alpha_1$  – коефіцієнт лінійного зв'язку; індекс  $i=1$  для Швеції і дорівнює 2 у разі Туреччини.

В Німеччині та Австрії валові страхові премії зростають повільніше ніж ВВП:

$$y_i = \alpha_0 + \alpha_1 x_i - \alpha_2 x_i^2 \quad (3.4);$$

де:  $i=3$  для Німеччини; а для Австрії  $i=4$ .

Наприклад, у Німеччині  $\hat{y}_3$  (млн. євро)  $= -4,18 \times 10^5$  (млн. євро)  $+ 0,419 \times x_3 - 0,73 \times 10^{-7} \times x_3^2$  (млн. євро)), а у Франції фінансова криза призвела до того, що після 2008 р. зростання ВВП фактично перестало впливати на обсяг валових страхових премій.

Слід зазначити, що як лінійна, так і параболічна економіко-математична моделі описували відповідні страхові ринки як до кризи, так і після – приріст валових страхових премій залишився, не зважаючи на кризу, або лінійною, або нелінійною (параболічною) функцією приросту ВВП. У Франції пропорційність між валовими страховими преміями та ВВП порушилася у 2007–2008 рр. настільки, що на даний момент передчасно говорити про наявність між ними кореляційного зв'язку. У випадку Великобританії, де питома вага валових страхових премій у ВВП (12,5 %) навіть більша, ніж у Франції (9,8 %), коефіцієнт кореляції між валовими страховими преміями та ВВП в результаті кризи наскільки знизився, що питання про характер відповідної економіко-математичної моделі залишається відкритим.

Можна припустити, що коли питома вага валових страхових премій перевищує 8 % ВВП, страховий ринок стає занадто чутливим до навіть відносно незначних факторів, що впливають на ВВП.

У випадку пострадянських країн ситуація із страховим ринком фактично протилежна. З даних Європейської комісії випливає, що темпи річного зростання (в середньому 5,05 %) валових страхових

премій удвічі вищі, ніж в країнах першої групи (2,5 %), в той час як питома їх вага у ВВП (3,02 %) менша більше ніж у два рази (6,86 %) <sup>492</sup>. В цих країнах ліквідація адміністративно-командної економіки вимагала значних витрат, тому, не зважаючи на гостру необхідність у розвитку страхового ринку, населення не могло виділяти на страхові послуги такі кошти, як і у Західній Європі. Тим не менш внаслідок зацікавленості у страхових послугах темпи щорічних приростів ринку страхових послуг у країнах колишнього СРСР удвічі переважають західноєвропейські ринки. В цих країнах на душу населення припадає в середньому усього 310 євро валових страхових премій, а в західноєвропейських – 2,76 тис. євро, хоча різниця у долі ВВП на душу населення менше лише у три рази – 9,81 тис. євро проти 32,8 тис. євро <sup>493</sup>.

Наведені усереднені дані свідчать про значну відсталість страхового ринку східноєвропейських країн. При існуючих усереднених темпах зростання економіки східноєвропейські країни теоретично можуть досягти рівня західноєвропейських країн приблизно через 80-90 років. На такий песимістичний прогноз істотно впливає проведення авторами раніше аналіз відповідних економіко-математичних моделей <sup>494</sup>.

Економіко-математичне моделювання показало, що в Чехії, Угорщині, Естонії валові страхові премії прямо пропорційні ВВП. Ця тенденція не може бути прикладом успішності розвитку страхового ринку – для подолання великого відриву Західної Європи потрібна позитивна нелінійна динаміка за економіко-математичною моделлю:

$$y_i = \alpha_0 + \alpha_1 x + \alpha_2 x_i^2 \quad (3.5)$$

де:  $\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2$  – коефіцієнти квадратичної залежності;  $i$  – номер країни.

При існуючих значеннях коефіцієнти  $\alpha_1$  досягнути західного рівня можна лише через 50 років. Більш позитивними є приклади Польщі та Латвії з їх прогресивною економіко-математичною моделлю:

$$y_i = \alpha_0 + \alpha_1 x_i + \alpha_2 x_i^2 \quad (3.6)$$

У випадку Польщі  $\alpha_1 = -0,183$ ;  $\alpha_2 = 4,38 \times 10^{-7}$ , тому в цій країні ва-

---

<sup>492</sup> Офіційний сайт Європейської комісії [Електронний ресурс] – Режим доступу: [ec.europa.eu/eurostat](http://ec.europa.eu/eurostat)

<sup>493</sup> Офіційний сайт Європейської комісії [Електронний ресурс] – Режим доступу: [ec.europa.eu/eurostat](http://ec.europa.eu/eurostat)

<sup>494</sup> Там само.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

лові страхові премії мають зрости у 3,8 рази, у той час як у Чехії – усього в 1,8 рази.

В Україні на душу населення припадає 2,7 тис. євро ВВП, що у три рази менше, ніж у країнах східної Європи. Згідно з запропонованою економіко-математичною моделлю на фізичну особу мало б припадати 61 євро валових страхових премій, в той час як фактично припадає лише 50 євро. У 2013 році в Україні валові страхові премії становили 2,13 % ВВП, що дуже близько до показників Болгарії (2,26 %) в якій завдяки більшій частині ВВП, яка припадає на фізичну особу (4,64 тис. євро), валові страхові премії (105 євро/ф.о.) у 2,1 рази вищі, ніж в Україні.

Важливою ознакою страхового ринку України є також характерна для багатьох європейських країн лінійна залежність валових страхових премій від ВВП. Як зазначалося, такий характер економетричної моделі може бути задовільним лише для країн, які мають показники не менше ніж 10 тис. євро/фіз. особу.

Враховуючи вищевикладене, можна сформулювати найбільш істотні проблеми, що стримують розвиток національного ринку страхових послуг<sup>495</sup>:

- недосконалість нормативно правового регулювання у сфері страхування;
- нерозвиненість ринку страхування життя та інших видів особистого страхування;
- низька платоспроможність потенційних споживачів страхових послуг та їх недовіра до інституту страхування;
- дефіцит інформації про страхові компанії та послуги, які вони надають.

До того ж, в Україні досі не створено законодавчі основи для впровадження інвестиційного, обов'язкового медичного та добровільного пенсійного страхування. Нерозвиненими залишаються такі сфери страхування, як аграрні, екологічні та катастрофічні ризики. Недосконалим залишається й нормативно-правове врегулювання діяльності страхових посередників, актуаріїв та аварійних комісарів, а

---

<sup>495</sup> Кужелев М. А. Стратегические вызовы системе коммерческого страхования Украины / М. А. Кужелев, О. А. Шакура // Актуальні проблеми економічного розвитку: зовнішньоекономічні, виробничі та екологічні аспекти: зб. наук. праць / ДонДУУ. – Донецьк: ДонДУУ, 2014. – Т. XV. – С. 30-41.

рівень капіталізації більшості страхових компаній є вкрай низьким<sup>496</sup>.

Саме тому перераховані проблеми реалізувалися з низкою суперечностей. По-перше, це протиріччя між високими темпами зростання страхових премій і відносно низькою капіталізацією страховиків. По-друге, протиріччя між високими темпами зростання страхової премії та низькою рентабельністю страхових операцій, яка є наслідком неправильної методології при оцінці фінансових результатів діяльності страхових компаній. По-третє, протиріччя між високими темпами розвитку і не розвиненою системою продажів страхових послуг. По-четверте, протиріччя між високими темпами розвитку страхових компаній і відсутністю ефективних форм управління, яке значною мірою породжене дефіцитом кваліфікованих фахівців. І, нарешті, на сьогодні вже актуальна вимога щодо створення централізованого гарантійного страхового фонду, який би гарантував певний рівень виконання фінансових зобов'язань. Разом з тим, законодавчих основ механізму створення і функціонування такого фонду не існує.

Таким чином, порівняння з східноєвропейськими країнами свідчить про те, що в умовах трансформації орієнтація на моделі розвитку страхових ринків Польщі або Латвії теоретично можна буде збільшити валові страхові премії в Україні не менше ніж на третину при відсутності зростання ВВП. Тобто страховий ринок України навіть за умов стагнації економіки має певні резерви для ефективного розвитку у довгостроковому періоді.

### **3.13. Підходи до організації фінансування охорони здоров'я в країнах світу: висновки для України**

Поступальний розвиток будь-якої країни неможливий без наявності певних видів ресурсів, до яких можна віднести: людські, фінансові, часові, матеріальні, інформаційні, інноваційні, технологічні, комунікаційні, енергетичні. Саме енергетичні ресурси в контексті використання людських ресурсів є незамінними і вкрай потрібними. Енергетичні ресурси людини – це ресурси її здоров'я, енергії, інтелекту, без яких вона (людина) не здатна на продуктивне існування, генерацію ідей, виробництво товарів, робіт та послуг.

---

<sup>496</sup> Там само.

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

---

Серед можливих рішень існуючих проблем, поряд з реформуванням податкової, судової та правоохоронної систем з модернізацією економіки, створенням системи привабливих умов для інвестицій, розвитком соціальної та інженерної інфраструктури, створенням робочих місць для молоді важливе місце займає реформування системи охорони здоров'я. Отже, дієва система медичного страхування зі страховою медициною спроможні надавати якісні послуги щодо забезпечення і підтримання належного рівня здоров'я населення країни.

Сучасний стан вітчизняної економіки характеризується невідзначеністю та непередбачуваністю інституційних змін ринкового середовища, що, безумовно, впливає на всіх суб'єктів економіки, незалежно від організаційно-правової форми організації, форми власності та, на жаль, не від галузі економіки.

Дослідження інституційних аспектів реформування системи охорони здоров'я, становлення страхової медицини та системи медичного страхування й ролі держави в цих процесах свідчить, що практично неможливо перейти до нової моделі розвитку страхової медицини в Україні винятково на основі імпорту ефективних ринкових інститутів та повному копіюванню зарубіжного досвіду. Гальмом на цьому шляху є не тільки соціальні стереотипи адміністративно-командної епохи, значна диференціація доходів населення, але й відсутність реальної економічної зацікавленості у реформах системи охорони здоров'я серед політичних менеджерів і державних органів.

Останнім часом в Україні складається кризова демографічна ситуація, яка характеризується негативним показником приросту населення, старінням населення, низьким рівнем здоров'я населення і низьким показником тривалості життя (особливо чоловіків), стосовно аналогічних показників у розвинених країнах.

Усе це вимагає реформування системи охорони здоров'я в сучасній Україні. Таким чином, від держави вимагається розробити і провести комплекс заходів, спрямованих на зміцнення і відновлення здоров'я нації. Розробка ефективної стратегії реформування системи охорони здоров'я має будуватися на принципах мотивованості і єдності інтересів усіх учасників процесу отримання надання контролю медичної послуги (пересічного громадянина, держави, медичної установи та страхової компанії). Вихідним моментом у рішенні цього за-

вдання стає визначення підходів до побудови системи фінансування системи охорони здоров'я.

До речі, розвинені країни витрачають на утримання системи охорони здоров'я близько 7–12 % від ВВП на рік (США, Великобританія, Швеція, Німеччина), в перерахунках на одну особу, за оцінками Всесвітньої організації охорони здоров'я, витрачається в середньому 70–80 дол. США на рік, тоді як у країнах, що розвиваються, ця сума становить близько 2 дол. США<sup>497</sup>, <sup>498</sup>, <sup>499</sup>.

Якість надання медичних послуг та рівень доступності до них залежить від обраного підходу чи моделі соціального захисту населення, побудови системи страхової медицини та фінансування охорони здоров'я в кожній окремій країні.

У країнах Європи розширення участі держави в медичному страхуванні відбувалося протягом XIX–XX стст., і цей процес мав кілька важливих наслідків: по-перше, система медичного страхування поступово перетворилася із суто добровільної на змішану із переважанням обов'язкового медичного страхування; по-друге, розвиток систем обов'язкового медичного страхування, розпочавшись на місцевому рівні, поступово поширювався на національний, і лише на найбільш пізніх етапах (у процесі входження країн до складу Європейського Союзу) набув міжнародного характеру (на рівні Спільноти); по-третє, ступінь участі держави у процесі фінансування медичних послуг постійно зростав за обсягом ресурсів та охопленням населення, внаслідок чого функції щодо регулювання медичного страхування перетворилися із законодавчого встановлення загальних засад на складну систему принципів, нормативів, приписів та процедур у сфері медичного страхування.

Зміну ролі та функцій держави щодо медичного страхування, на нашу думку, визначено її еволюцією як учасника фінансово-економічних відносин: зростання фінансової бази, централізація фінансових ре-

---

<sup>497</sup> Comparisons of Health Insurance Systems in Developed Countries [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bu.edu/law/files/2016/01/EllisPaper.pdf>

<sup>498</sup> Elias Mossialos and Martin Wenzl London School of Economics and Political Science / International Profiles Of Health Care Systems, 2014 [Електронний ресурс]. —  
Режим доступу:

[http://www.commonwealthfund.org/~media/files/publications/fund-report/2015/jan/1802\\_mossialos\\_intl\\_profiles\\_2014\\_v7.pdf](http://www.commonwealthfund.org/~media/files/publications/fund-report/2015/jan/1802_mossialos_intl_profiles_2014_v7.pdf)

<sup>499</sup> Richard B. Saltman, Reinhard Busse and Josep Figueras / Social health insurance systems in western Europe [Електронний ресурс] — Режим доступу: [http://www.who.int/health\\_financing/documents/shi\\_w\\_europe.pdf](http://www.who.int/health_financing/documents/shi_w_europe.pdf)

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

сурсів. Отже, збільшення економічних можливостей держави привели до того, що саме вона перебрала на себе політичну відповідальність щодо захисту громадян від соціальних та фінансових ризиків, пов'язаних зі здоров'ям. Формування відповідних інституціональних та організаційних структур (установ соціального медичного страхування) також відбувалося у ході зміни ролі держави – від суто наглядової до провідного учасника. Слід зазначити, що «суто державних» чи «суто приватних (ринкових)» систем медичного страхування у реальній економіці ніколи не існувало, усі ці системи мали більш чи менш «змішаний» характер<sup>500</sup>.

Крім того, слід акцентувати увагу на довготривалості процесу інституалізації соціально-орієнтованої системи медичного страхування, що водночас передбачає обов'язкове та добровільне медичне страхування. Навіть у найбільш розвинених економіках універсальне, загальнодоступне медичне страхування формувалося протягом десятиліть, і ще довше – удосконалювалося. Цикл переходу від добровільного медичного страхування до комплексної системи медичного страхування тривав від 60 до більш ніж 100 років.

Разом з тим світовий досвід свідчить про існування трьох систем фінансування системи охорони здоров'я:

- бюджетно-державна (Великобританія, Канада);
- приватно-платна (США, Сінгапур);
- бюджетно-страхова (Німеччина, Франція, Швеція, Нідерланди та ін.)

Перший підхід базується на створенні механізму фінансування охорони здоров'я населення з бюджету. Основним джерелом фінансування є податкові надходження у державний бюджет (90 %). Додатковими джерелами є внески соціального страхування (7–8 %) та кошти громадян (2–3 %). Розподіл фінансування здійснюється на основі диференційного нормативу подушного фінансування з врахуванням територіальної приналежності, вікових та інших соціально-економічних ознак. Лікарні знаходяться у власності держави. Характеризується

---

<sup>500</sup> Savedoff W. Transitions in Health Financing and Policies for Universal Health Coverage: Final Report [Електронний ресурс] / W. Savedoff et al. – Development Institute, 2012. – 36 р. – Режим доступу: [http://r4d.org/sites/resultsfordevelopment.org/files/THF %20Summary %20-%20Transitions %20in %20Health %20Financing %20and %20Policies %20for %20Universal %20Health %20Coverage.pdf](http://r4d.org/sites/resultsfordevelopment.org/files/THF%20Summary%20-%20Transitions%20in%20Health%20Financing%20and%20Policies%20for%20Universal%20Health%20Coverage.pdf)

ся цей підхід зарегулюваністю, жорсткою централізацією, відсутністю вибору медичної установи чи лікаря.

При такому, бюджетно-централізованому шляху розвитку взаємозв'язків держави, медичної установи, пересічного громадянина при функціонуванні системи охорони здоров'я істотно знижується конкуренція між лікарями і медичними установами.

Таким чином, держава в рамках фіскальних заходів визначає напрями довгострокового розвитку системи охорони здоров'я, які представляють стратегічний національний інтерес. Однак таких заходів найчастіше виявляється недостатньо для реалізації новацій у медичному бізнесі. До цього призводить той факт, що створення захищеності виділених галузей і компаній від конкуренції за відсутності постійного моніторингу їхньої діяльності демотивує медичний бізнес до проведення новацій.

Можливим шляхом вирішення цього завдання стає включення комерційних структур у механізм фінансування системи охорони здоров'я, що фактично означає появу контролю не тільки державного, а й ринкового за процесами вибору та реалізації медичних послуг з їх подальшою модернізацією.

Другий підхід фінансування (модель приватно-платна) оснований на платності медичних послуг, джерелом є приватні кошти населення. Переважно приватна система медичного страхування, найбільш широко представлена в США, характеризується децентралізованістю, високим розвитком інфраструктури страхових компаній і фондів та відсутністю втручання держави<sup>501</sup>.

Слід підкреслити, що саме в США розробляються і впроваджуються ефективні медичні технології, розгортаються передові наукові дослідження і в результаті успішно реалізується медична допомога високої якості.

Третій підхід (бюджетна-страхова модель) базується на змішанні джерел фінансування, при цьому поєднуються державні і приватні джерела.

---

<sup>501</sup> Elias Mossialos and Martin Wenzl London School of Economics and Political Science / International Profiles Of Health Care Systems, 2014 [Електронний ресурс].

— Режим доступу:  
[http://www.commonwealthfund.org/~media/files/publications/fund-report/2015/jan/1802\\_mossialos\\_intl\\_profiles\\_2014\\_v7.pdf](http://www.commonwealthfund.org/~media/files/publications/fund-report/2015/jan/1802_mossialos_intl_profiles_2014_v7.pdf)



### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

---

Метою економічної політики держави при такому підході є адаптація вже існуючих у розвинених країнах найбільш ефективних організаційних, комерційних способів проведення медичного страхування. Фінансування охорони здоров'я відбувається за кошти працюючих громадян, роботодавців, внесків на соціальне страхування. Розмір внесків залежить від платоспроможності споживача послуг, а доступність медичних послуг – від наявної потреби.

Бюджетна-страхова модель фінансування охорони здоров'я із застосуванням механізмів медичного страхування набула поширення в більшості країн світу, де проявила себе як дієву.

При такому підході організації фінансування охорони здоров'я підвищується рівень конкуренції між медичними установами, а отже, максимально підвищується якість запропонованих медичних послуг. При цьому інституційні вимоги до такої моделі фінансування виявляються менш жорсткими, чим у випадку орієнтації на бюджетно-державну, а тому вона є більш привабливою як для пересічних громадян, страхових компаній або страхових фондів, так і для органів державної влади.

По-перше, стає можливим збереження прозорості суб'єктів фінансування охорони здоров'я і медичного страхування.

По-друге, не є необхідним створення системи захисту прав споживачів медичних послуг.

І, нарешті, по-третє, сприятливий вплив має існування конкуренції у медичному бізнесі. В умовах бюджетно-страхової орієнтації на формування поліпшуючих новацій перерозподіл ресурсів та гнучкість умов взаємодії держави, населення, страхових фондів, страхових компаній та медичних установ дозволяють вирішувати завдання соціально-економічного розвитку. При цьому держава може розраховувати на неформальну підтримку населення та бізнесу.

Таким чином, від держави вимагається лише змінити мотивацію у реальному секторі на користь здійснення активізації медичного страхування. Вихідним моментом у рішенні цього завдання стає визначення стратегічних пріоритетів розвитку країни.

Стосовно України варто окремо розглянути проблему реформування системи охорони здоров'я, в тому числі і її фінансування. У більшості держав вихідною точкою впровадження страхової медицини і медичного страхування була слабка система фінансування системи охорони здоров'я, обмежені можливості медичного бізнесу та меди-

щини. В Україні ситуація інша. Залишки системи соціального страхування та безкоштовної медицини від адміністративно-командних часів протрималися 25 років. Але за ці роки ринкової економіки не побудована система охорони здоров'я, яка б відповідала вимогам сьогодення. У медицину не вкладалися гроші ані з боку держави, ані з боку бізнесу. Потенціал, закладений у здійснення подібної діяльності, закладений політикою приватизації та укріплений у рамках неформальних взаємодій бізнесу й державних органів влади.

У зв'язку із цим потребує створення умов ринкового стимулювання реалізації модернізаційних процесів у системі охорони здоров'я зі створення страхової медицини.

Свідомо цьому – низька ефективність державних методів управління і стимулювання розвитком та дієвістю системи охорони здоров'я, медичного бізнесу в сучасній Україні, їхня залежність від сформованої системи неформальних відносин держави й бізнесу.

Таким чином, для розвитку системи охорони здоров'я необхідні не тільки державні заходи щодо стимулювання розвитку і запровадження страхової медицини з медичним страхуванням. Єдиним шансом вирішення цього завдання є створення державою особливих механізмів для одночасного впровадження нових принципів та підтримуючих їх ринкових інститутів.

До базових принципів, що мають бути покладені у побудову дієвої системи охорони здоров'я з медичним страхуванням, можна віднести:

1. рівний доступ до медичної допомоги;
2. фінансування охорони здоров'я забезпечується роботодавцем, найманим працівником, державою (частка кожного регламентована);
3. управління і контроль за фінансами охорони здоров'я;
4. регламентація базового пакету медичних послуг для застрахованих та пакету з надлишковими послугами і їх фінансування;
5. орієнтованість на якість і результат.

Аналізуючи зарубіжний досвід реформування систем охорони здоров'я країн світу, можна зробити такі висновки:

По-перше, централізація фінансових ресурсів у системі обов'язкового медичного страхування є необхідною, але не достатньою умовою вирішення проблеми фінансування медичного страхування. Вона лише створює підґрунтя для більш ефективного і справедливого пе-

### Розділ 3. Регуляторні механізми накопичення якісних елементів у функціонуванні окремих сегментів фінансового ринку

---

рерозподілу коштів. Адже фактичний перерозподіл відбувається на етапі закупівель медичних послуг, коли кошти витрачаються за цільовим призначенням. При використанні методів перерозподілу ресурсів медичного страхування, заснованих на принципі фінансування мереж медичних установ, а не результатів їхньої діяльності, дисбаланс у розподілі ресурсів зберігається навіть у випадку існування централізованого фонду медичного страхування на національному рівні.

По-друге, намагаючись зменшити розпорошеність фінансових ресурсів, країни використовували кілька підходів, з яких найбільш розповсюджений – створення єдиного національного фонду коштів медичного страхування, який охоплює більшість або усе населення. У країнах, які розпочали реформування обов'язкового медичного страхування зі створення великої кількості фондів медичного страхування за територіальним принципом, централізація відбувалася шляхом злиття або поступового поглинання цих фондів Національним фондом медичного страхування.

Таким чином, на практиці не існує якоїсь однозначно правильної системи фінансування охорони здоров'я та медичного страхування. Перед початком такого реформування в Україні слід сформулювати чітке розуміння переваг та недоліків діючої системи, а досвід країн, у яких реформа медичного страхування вже відбулася або продовжується, надає уявлення про підходи, напрями удосконалення, інструментарій, проблеми, які виникають у ході реформ, та спрямованість заходів щодо їх усунення.

**СЕРІЯ «ПОДАТКОВА ТА МИТНА СПРАВА В УКРАЇНІ»**

**Серію «Митна справа в Україні» засновано в 2001 р. Її продовженням є серія «Податкова та митна справа в Україні», яку започатковано в 2015 р.**

Онишко Світлана Василівна, Венгуренко Тетяна Григорівна, Вергелюк Юлія Юріївна, Воронкова Олена Миколаївна, Воронченко Ольга Володимирівна, Герус Юлія Василівна, Гуменний Анатолій Анатолійович, Данькевич Алла Петрівна, Капелюш Анна Анатоліївна, Капелюш Олег Олегович, Коваленко Юлія Михайлівна, Ковернінська Юлія Вікторівна, Козій Налалія Сергіївна, Кострач Людмила Миколаївна, Кужелев Михайло Олександрович, Лактіонова Олександра Анатоліївна, Мовчун Світлана Вікторівна, Новицький Віталій Андрійович, Олешко Анна Анатоліївна, Онишко Сергій Володимирович, Пасентко Тетяна Василівна, Позднякова Людмила Олексіївна, Прокопенко Валерія Юріївна, Проскура Катерина Петрівна, Рудой Володимир Михайлович, Рябокінь Марина Валеріївна, Сокирко Олена Сергіївна, Чуницька Ірина Іванівна, Федина Віта Віталіївна

***Регулятивний потенціал фінансового ринку  
в умовах глобальних викликів***

***Монографія***

Редагування

*Н. І. Грицюк,  
Л. Б. Дьомена*

Форматування та  
комп'ютерна верстка

*О. В. Лисенко*

Здано до друку 16.02.2016 р. Формат 60×84/16.  
Папір офсетний № 1. Гарнітура «Times New Roman».  
Друк. арк. 21.1.  
Наклад 300 прим. Зам. № 580.

*Підготовлено до друку Видавничо-інформаційним центром  
Національного університету ДПС України  
08201, вул. К. Маркса, 31, м. Ірпінь, Київська обл., Україна*

*Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи  
до державного реєстру видавців, виготівників і  
розповсюджувачів видавничої продукції  
Серія ДК № 4336 від 12.06.2012 р.*

---

У СЕРІЇ «МИТНА СПРАВА В УКРАЇНІ» ВИЙШЛИ ДРУКОМ:

2002

«Основи митної справи»

«Митний контроль та митне оформлення»

2003

«Таможенное оформление морских грузов»

«Основы таможенного дела в Украине»

«Митний контроль на автомобільному транспорті»

2004

«Митний контроль на залізничному транспорті»

«Митне оформлення автотранспортних засобів»

«Основи митної справи в Україні»

«Митний кодекс України та нормативно-правові акти, що регулюють його застосування»

«Митний контроль на повітряному транспорті»

«Митне регулювання зовнішньоекономічної діяльності в Україні»

«Коментар до Митного кодексу України»

2005

«Порядок заповнення вантажної митної декларації»

2006

«Основи мистецтвознавчої експертизи та вартісної оцінки культурних цінностей»

«Історія митної справи в Україні»

«Митне регулювання зовнішньоекономічної діяльності в Україні»

2008

«Основи митної справи в Україні»

2009

«Таможенный контроль: на пути к международным стандартам» «Таможенный контроль в морских пунктах пропуска»

«Митне оформлення енергоносіїв»

«Митна безпека»

«Міжнародні перевезення товарів автомобільним транспортом: теорія і практика»

2010

«Святий Матфей. Митар. Апостол. Євангеліст»

«Історія митної діяльності: Україна в європейському контексті»

2011

«Митні інформаційні технології»

«Особливості митної класифікації товарів»

«Інфраструктура відкритих ключів: технології, архітектура, побудова та впровадження» «Розподілені бази даних»

2012

«Інформаційно-аналітичне забезпечення діяльності митних органів»

«Митний кодекс України» / Коментар до ст. 6»

«Митна політика та митна безпека: концептуальне визначення та шляхи забезпечення»

«Архітектура комп'ютера»

«Комп'ютерна схематехніка»

2013

«Актуальні питання теорії та практики митної справи»

«Історія митної діяльності»

«Механізми державного управління митною справою»

«Формування системи митного аудиту»

2014

«Митна енциклопедія, т. 1»

«Митна енциклопедія, т. 2»

«Митна енциклопедія, т. 3»

---

Серію «Митна справа в Україні» засновано в 2001 р. Її продовженням є серія «Податкова та митна справа в Україні», яку започатковано в 2015 р.

**У СЕРІЇ «ПОДАТКОВА ТА МИТНА СПРАВА В УКРАЇНІ» ВИЙШЛИ ДРУКОМ:**

**2015**

«Реформування податкової системи України: сучасні виклики та орієнтири»

«Міжнародні економічні відносини: у 2-х ч.»

«Адміністративно-правове сприяння  
соціально-економічному розвитку в Україні: теоретико-методологічні засади»

«Бухгалтерський облік в умовах застосування інформаційних технологій:  
історія та практика»

«Розслідування злочинів, пов'язаних із неналежним виконанням професійних обов'язків  
медичними працівниками: сучасний стан, проблеми та напрями удосконалення»

«Формування управлінської компетентності майбутніх економістів у процесі професійної  
підготовки: теорія і практика»

«Фінансове забезпечення інноваційного розвитку»

«Let Develor English skills»

«Кримінальний процес України»

**2016**

«Актуальні питання розвитку банківської системи України»

«Психологічні основи у професійній підготовці фахівців ПМ»

«Математика для економістів. Вища математика. Частина I. Лінійна алгебра.  
Аналітична геометрія»

«Формування бюджетної стратегії України: теорія, методологія, практика»

«Економічна кібернетика: введення в спеціальність»

«Основи інформатики та обчислювальної техніки: практикум»

«Інформаційні системи та технології у фінансових установах»

«Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів»

«Практикум з інформаційних систем в економіці»

«Практикум з WEB-програмування»

«Європейська інтеграція»

«Правовий статус фіскальних органів України та держав-членів Європейського Союзу»