

**НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД  
«УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ АЛЬФРЕДА НОБЕЛЯ»**

**ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД  
«УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ АЛЬФРЕДА НОБЕЛЯ»**

*Кваліфікаційна наукова  
праця на правах рукопису*

**РЕЗЯПОВ КИРИЛО ІГОРОВИЧ**

УДК 336.714: 338.246.025.2

**РЕГУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ  
НА ФОНДОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ**

Спеціальність 08.00.03 – економіка та управління  
національним господарством

Подається на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей,  
результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело



\_\_\_\_\_  
(підпис)

К.І. Резяпов

\_\_\_\_\_  
( ініціали та прізвище здобувача)

Науковий керівник: **Кузьмінов Сергій Васильович**, доктор економічних  
наук, професор

**Дніпро – 2021**

## АНОТАЦІЯ

Резяпов К.І. Регулювання інвестиційних процесів на фондовому ринку України. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.03 – економіка та управління національним господарством. – Вищий навчальний заклад «Університет імені Альфреда Нобеля», Дніпро, 2021.

У дисертації наведено результати дослідження теоретичних та науково-методичних положень, а також розробки практичних рекомендацій щодо регулювання інвестиційних процесів з використанням потенціалу національного фондового ринку.

Проведено дослідження сутності поняття «розвиток фондового ринку» та запропоновано розглядати його як процес побудови багатогранної функціональної структури соціально-економічних відносин, які формуються за взаємодії суб'єктів господарювання при перетворенні грошових потоків у форму інвестиційних цінних паперів. Таке визначення розмежовує інституціональні та новаторські аспекти досліджуваної категорії та забезпечує у подальшому можливість конкретизації напрямів еволюції фондового ринку в контексті реалізації його основного функціонального призначення як трансформаційного механізму забезпечення інвестиційних потреб національної економіки.

Наведено характеристику фондового ринку з позиції системного підходу як комплексу, складовими елементами якого є соціально-економічні відносини, що ґрунтуються на різних формах власності на економічні ресурси та результати господарської діяльності. Виділено об'єкти таких відносин та наведено механізм, використання якого підтверджує зазначені відносини.

Визначено роль і місце фондового ринку в економічній системі країни на підставі характеристики відносин, що розвиваються в його межах, а також

внутрішній механізм, що опосередковує відносини та об'єкти, між якими встановлюються відносини з виділенням макроекономічних функцій фондового ринку.

Встановлено, що регулювання інвестиційних процесів на фондовому ринку є діяльністю держави, спрямованої на активізацію накопичення ресурсів та спрямування грошових потоків на здійснення операцій з цінними паперами з гарантованим захистом учасників фондового ринку.

Виділено одне з ключових положень дослідження стосовно того, що інвесторами вітчизняного фондового ринку мають бути громадяни України – домашні господарства за умови забезпечення їх особистої фінансової безпеки та особливих вимог до способів інвестування. Виходячи з цієї тези, визначено роль держави щодо підтримки як формування інфраструктури фондового ринку, так і потреб домашніх господарств.

Встановлено, що гострота соціальних питань в сфері розвитку ринку капіталів обумовлюється інфляцією, через що громадяни України втратили значну частину заощаджень, а також в результаті банкрутства комерційних банків в 2014-2016 рр. Ці події сформували у дрібних інвесторів негативне ставлення до розміщенню заощаджень, що стримує приплив інвестицій на фондовий ринок та знижує їх активність. Як наслідок, відбувається скорочення обсягів угод з цінними паперами та зниження кількості учасників операцій на фондовому ринку.

Це дозволяє дійти висновку, що формування фондового ринку має стати завданням, вирішення якого створює умови, за яких громадяни України – домашні господарства та інші потенційні інвестори – зможуть відновити довіру до ринку цінних паперів як до інвестиційного інституту.

Розвинуто концептуальну схему розвитку фондового ринку, в основі якої лежить ідея залучення грошових ресурсів домашніх господарств з метою здійснення ними інвестиційної діяльності. До схеми додано платформу, елементи якої виконують функцію активізації інвестиційної діяльності домашніх господарств. У результаті реалізації концептуальної схеми

забезпечується регулювання руху інвестиційних грошових ресурсів на фондовому ринку та інформаційний супровід всіх операцій на цьому ринку.

Структуровано наукове обґрунтування доцільності спільного інвестування, як об'єднання капіталів дрібних інвесторів, що ґрунтується на ідеї формування кількісного і якісно активного прошарку домашніх господарств («середнього класу»), грошові ресурси яких трансформуються на фондовому ринку в інвестиційні ресурси. Враховано можливість мінімізації інвестиційних ризиків домашніх господарств за рахунок створення інституту фінансових консультантів та страхування їх інвестиційних ризиків.

В результаті аналізу діяльності інститутів спільного інвестування з точки зору їх надійності, прибутковості та ліквідності встановлено, що на сьогодні найбільш повно цим трьома критеріями відповідають пайові інвестиційні фонди та фонди банківського управління.

Доведено необхідність розвитку сектора спільного інвестування в Україні та створення сприятливих умов для їх діяльності як найбільш оптимальних для домашніх господарств.

Удосконалено механізм залучення грошових ресурсів домашніх господарств у інвестиційний процес шляхом доповнення його блоком трансформації грошових ресурсів домашніх господарств у інвестиції. Серед елементів блоку виділено: залучення індивідуальних фінансових консультантів та страхування інвестиційних ризиків домашніх господарств. Мінімізація інвестиційних ризиків домашніх господарств сприятиме активізації їх інвестиційної діяльності. За мультиплікатором інвестицій оцінено незадіяний інвестиційний потенціал домашніх господарств. Запропоновано створення фонду державних гарантій їх інвестиційних вкладень, що забезпечує інтеграцію в інвестиційний процес за умови обов'язкового страхування.

Формування інституту індивідуальних фінансових консультантів, діяльність яких спрямована на підвищення ефективності управління

грошовими ресурсами домашніх господарств, сприятиме активізації їх участі в інвестиційному процесі. Залучення страхових компаній дозволить забезпечити диверсифікацію інвестиційних ризиків та посилити керованість ними.

Реалізація комплексу заходів щодо захисту прав та інтересів домашніх господарств забезпечує розширенню масштабів їх участі в процесах спільного інвестування та активізації фондового ринку.

Досліджено проблему синхронізації інфляційних процесів та глобальних факторів, а також їх вплив на внутрішню інфляційну динаміку. Виявлено екстернальну чутливість внутрішньої економічної кон'юнктури та параметрів розвитку національної економічної системи і, як наслідок, залежність внутрішньої економічної і монетарної політики від глобальних факторів. Встановлено, що в умовах однознакової інфляції відбувається звуження можливостей застосування класичного монетарного інструментарію для проведення ефективної економічної політики, адекватної до нових глобальних викликів, що, в свою чергу, вимагає корекції існуючої парадигми економічного розвитку. Це викликає необхідність зміни акцентів у бік посилення ролі внутрішніх факторів при визначенні детермінант національного економічного розвитку.

Виділено на підставі коефіцієнта кореляції глобальні фактори, серед яких: монетарна політика зовнішньоторговельних партнерів, глобальні інфляційні тренди, частка імпорту з країн з низькою вартістю робочої сили.

Підтверджено за статистично значимим зв'язком  $(-0,85)$ , що для України найвагоміше значення має фактор імпорту із стійкою від'ємною кореляцією з внутрішньою інфляцією.

З метою активізації інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання та диверсифікації шляхів фінансового забезпечення процесів стимулювання інвестиційної активності запропоновано ряд заходів, спрямованих на розвиток інституту прямих інвестицій, як сегменту фондового ринку.

Виділено найбільш ефективні інструменти стимулювання прямих інвестицій: законодавчий дозвіл комерційним банкам створювати фонди прямого інвестування та забезпечення взаємодії фондів прямого інвестування і страхових компаній щодо залучення грошових ресурсів домашніх господарств за мінімізації інвестиційних ризиків домашніх господарств. Формування фонду державних фінансових гарантій, кошти якого спрямовуються на компенсацію частини витрат домашніх господарств щодо страхування інвестиційних ризиків, попереджує зниження доходності їх інвестицій у фонди прямого інвестування.

Для запобігання зниженню доходності вкладень у фонди внаслідок виплат страхових внесків обґрунтовано доцільність формування фонду часткових державних фінансових гарантій, за рахунок коштів якого можна компенсувати частину сум відповідних внесків з метою збереження рівнів доходності прямих інвестицій вище рівня портфельних, та відповідного підвищення зацікавленості приватних інвесторів до інвестування у фонди прямого інвестування.

Обґрунтовано розширення участі держави у стимулюванні діяльності інституту прямого інвестування шляхом співфінансування витрат, пов'язаних із проведенням науково-дослідницьких розробок та дослідно-конструкторських робіт компаній, які потрапили до портфелів фондів прямого інвестування, у високотехнологічних галузях, що відносяться до стратегічних пріоритетів розвитку економіки України.

Реалізація заходів сприяє розвитку фондового ринку України в розрізі макроекономічних завдань.

Окремі положення дисертаційного дослідження доведено до рівня конкретних пропозицій щодо поліпшення механізму державного регулювання макроекономічних процесів з використанням потенціалу фондового ринку.

**Ключові слова:** регулювання, фондовий ринок, інвестиційні процеси, домашні господарства, спільне інвестування, прямі інвестиції.

## SUMMARY

Rezyapov K.I. Regulation of investment processes in the stock market of Ukraine. – Qualifying scientific work on the rights of the manuscript.

Thesis for the Degree of Candidate of Economic Sciences in Specialty 08.00.03 – Economics and Management of the National Economy. – Higher educational institution «Alfred Nobel University», Dnipro, 2021.

The thesis presents the results of the research of theoretical and scientific-methodical provisions, as well as the development of practical recommendations for the investment processes regulation using the national stock market potential.

It has been studied the essence of the "stock market development" concept and it has been proposed to consider it as a process of building a multifaceted functional structure of socio-economic relations, which are formed by the interaction of economic entities in the conversion of cash flows into investment securities. This definition distinguishes between institutional and innovative aspects of the studied category and further provides the opportunity to specify the directions of stock market evolution in the context of its main functional purpose as a transformational mechanism to meet the investment needs of the national economy.

It has been characterized the stock market from the standpoint of a systemic approach as a complex, the components of which are socio-economic relations based on various forms of ownership of economic resources and economic results. The objects of such relations have been highlighted and the mechanism, the use of which confirms these relations, has been presented.

The role and place of the stock market in the economic system of the country has been determined on the basis of the characteristics of relations developing within its borders, as well as the internal mechanism that mediates relations and objects between which relations are established with the allocation of macroeconomic functions of the stock market.

It has been established that the regulation of the investment processes in the stock market is the activity of the state aimed at intensifying the accumulation of resources and directing cash flows to carry out transactions with securities with guaranteed protection of stock market participants.

One of the key provisions of the study is that investors in the domestic stock market should be citizens of Ukraine - households, provided that they have their personal financial security and special requirements for investment methods. Based on this thesis, the role of the state in supporting both the formation of stock market infrastructure and the needs of households has been determined.

It has been established that the urgency of social issues in the field of capital market development is conditioned by inflation, due to which Ukrainian citizens lost a significant part of savings, as well as the result of bankruptcy of commercial banks in 2014-2016. These events formed a negative attitude of small investors to savings that restrains the inflow of investments into the stock market and reduces their activity. As a result, there is a decline of the volume of transactions with securities and a decrease in the number of participants in stock market transactions.

This allows us to conclude that the formation of the stock market should be a task, the solution of which creates conditions under which the citizens of Ukraine - households and other potential investors - will be able to restore confidence in the securities market as an investment institution.

A conceptual scheme of stock market development, which is based on the idea of attracting monetary resources of households in order to carry out investment activities, has been worked out. A platform, the elements of which perform the function of intensifying the investment activity of households, has been added to the scheme. In the result of the conceptual scheme implementation, the regulation of the movement of investment money resources in the stock market and information support of all operations in this market is provided.

The scientific substantiation of the expediency of joint investment has been structured as a pool of capital of small investors, based on the idea of forming a quantitative and qualitatively active stratum of households ("middle class"), whose



money resources are transformed on the stock market into investment resources. The possibility of minimizing investment risks of households by creating an institution of financial advisors and insuring their investment risks has been taken into account.

As a result of the analysis of the activity of mutual investment institutions in terms of their reliability, profitability and liquidity, it has been established that currently mutual funds and banking management funds are those that most fully meet these three criteria.

The necessity of joint investment sector development in Ukraine and creation of favorable conditions for their activity as the most optimal for households has been proved.

The mechanism of attracting monetary resources of households to the investment process has been improved by supplementing it with a block of transformation of monetary resources of households into investments. Among the elements of the block are: involvement of individual financial advisers and insurance of investment risks of households. Minimizing the investment risks of households will help intensify their investment activities. The untapped investment potential of households was estimated by the investment multiplier.

It has been proposed to create a fund of state guarantees for their investments, which ensures integration into the investment process under the condition of compulsory insurance.

The formation of the institute of individual financial advisers, whose activities are aimed at improving the efficiency of management of monetary resources of households, will enhance their participation in the investment process. Involving insurance companies will diversify investment risks and strengthen their manageability.

The implementation of a set of measures to protect the rights and interests of households provides for the expansion of their participation in the processes of joint investment and activation of the stock market.

The problem of synchronization of inflation processes and global factors, as well as their impact on internal inflation dynamics has been studied. The external sensitivity of the domestic economic situation and the parameters of the development of the national economic system and, as a consequence, the dependence of domestic economic and monetary policy on global factors has been revealed. It has been established that in the conditions of unambiguous inflation there is a narrowing of possibilities of application of classical monetary tools for carrying out effective economic policy, adequate to new global challenges, that, in its turn, requires correction of the existing paradigm of economic development. It causes the necessary changes of emphasis towards strengthening the role of internal factors in determining the determinants of national economic development.

Based on the correlation coefficient, global factors have been identified, including: monetary policy of foreign trade partners, global inflation trends, the share of imports from countries with low labor costs.

It was confirmed by a statistically significant relationship (-0.85) that the most important factor for Ukraine is the import factor with a stable negative correlation with domestic inflation.

In order to intensify the investment activities of economic entities and diversify the ways of financial support for the processes of stimulating investment activity, a number of measures aimed at developing the institution of direct investment as a segment of the stock market have been proposed.

The most effective tools for stimulating direct investment have been identified: legal permission for commercial banks to create direct investment funds and ensure the interaction of direct investment funds and insurance companies to attract cash resources of households while minimizing investment risks of households. The formation of a state financial guarantee fund, the funds of which are used to compensate the part of the costs of households to insure investment risks, prevents a decrease in the return on their investment in direct investment funds.

To prevent a decrease in the profitability of investments in funds due to the payment of insurance premiums, the expediency of forming a fund of partial state financial guarantees has been substantiated, at the expense of which it is possible to compensate a part of the sums of the contributions to direct investment funds and a corresponding increase in the interest of private investors in investing in direct investment funds.

Expanding the state's participation in stimulating the activities of the direct investment institution by co-financing the costs associated with the scientific research and development work of companies included in the portfolios of direct investment funds in high-tech industries related to the strategic priorities of the Ukraine's economy has been proved.

The implementation of the measures contributes to the development of the stock market of Ukraine in terms of macroeconomic objectives.

Some provisions of the dissertation research have been brought to the level of specific proposals for improving the mechanism of state regulation of macroeconomic processes using the stock market potential.

**Key words:** regulation, stock market, investment processes, households, joint investment, direct investment.

## СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА

*Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації*  
*Статті у наукових фахових виданнях України, внесених до міжнародних наукометричних баз, та у періодичних наукових виданнях інших держав*

1. Татарінов В.С., Резяпов К.І. Приватизація і стан фондового ринку України. *Європейський вектор економічного розвитку*. 2017. № 2 (23). С. 78–88<sup>1</sup>. *Особистий внесок автора полягає в розробці теоретичного підходу до оцінки стану фондового ринку України.*

2. Гноєвий В.Г., Резяпов К.І. Пріоритетні напрями державної політики розвитку фондового ринку в контексті забезпечення макроекономічної

<sup>1</sup> Міжнародні наукометричні бази: DOAJ, Index Copernicus, Google Scholar, Ulrich's Periodicals Directory.

стабільності. *Інтелект XXI*. 2019. № 1 (55). С. 80–85<sup>2</sup>. *Особистий внесок автора полягає в розробці наукового обґрунтування напрямів регулювання фондового ринку.*

3. Кришан О.Ф., Резяпов К.І. Передумови та перспективи використання потенціалу облігаційного сегменту фондового ринку як джерела інвестиційних ресурсів. *Бізнес-навігатор*. 2018. №5(48). С. 39–44<sup>3</sup>. *Особистий внесок автора полягає в розробці практичних рекомендацій щодо перспектив використання боргового сегмента фондового ринку.*

4. Tatarinov V., Reziapov K. Factors of influence and prospects for the development of the ukrainian stock market. *European Journal of Economics and Management Sciences*. Austria. 2019. №2. С. 71–78. *Особистий внесок автора полягає у формуванні наукового підходу, щодо визначення факторів впливу на розвиток фондового ринку.*

#### *Статті у наукових фахових виданнях України*

5. Гноєвий В.Г., Резяпов К.І. Роль фондового ринку у інфраструктурному забезпеченні функціонування ринкової економічної системи. *Східна Європа: економіка бізнес та управління*. 2018. № 5 (16). С. 228–234. *Особистий внесок автора полягає в розробці методичного підходу щодо визначення ролі фондового ринку в загальній економічній системі держави.*

6. Резяпов К.І. Проблеми мегарегулювання фінансового ринку України. *Інфраструктура ринку*. 2019. № 28. URL: <http://www.market-infr/od.ua/uk/28-2019>.

#### *Публікації, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації*

7. Резяпов К.І. Вплив процесу приватизації в Україні на стан вітчизняного фондового ринку. XII Міжнародна науково-практична інтернет-конференція аспірантів, молодих учених та науковців «Проблеми та перспективи розвитку економіки освіти регіону»: тези доповідей. Кременчук:

<sup>2</sup> Міжнародна наукометрична база: Index Copernicus..

<sup>3</sup> Міжнародна наукометрична база: Index Copernicus.

Кременчуцький інститут ВНЗ «Університет імені Альфреда Нобеля, 2017. С. 210–213.

8. Резяпов К.І. Державна економічна політика як комплекс заходів макроекономічного регулювання. Моделювання та прогнозування соціально-економічного міжнародного співробітництва: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції. Київ: Таврійський національний університет імені В.І. Вернадського, 2017. С. 28–30.

9. Резяпов К.И. Влияние государственного регулирования экономики на перспективы развития фондового рынка Украины в контексте активизации инвестиционной деятельности. XIII Міжнародна науково-практична інтернет-конференція аспірантів, молодих учених та науковців «Проблеми та перспективи розвитку економіки освіти регіону»: тези доповідей. Кременчук: Кременчуцький інститут ВНЗ «Університет імені Альфреда Нобеля, 2018. С. 216–219.

10. Резяпов К.І. Сучасний стан фондового ринку України. Економіка, управління, фінанси: проблеми та перспективи розвитку: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції. Київ: ГО «Київський економічний науковий центр», 2018. С. 11–16.

11. Резяпов К.І. Пріоритетні напрями державної політики розвитку фондового ринку в контексті забезпечення макроекономічної стабільності. Сучасні наукові погляди на економічні механізми стимулювання соціально-економічного розвитку: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції. Ужгород: Ужгородський національний університет, 2019. Ч. 1. С. 62–66.

12. Резяпов К.І. Перспективи використання облігаційного сегменту фондового ринку України в процесі макроекономічної стабілізації. XIV Міжнародна науково-практична інтернет-конференція аспірантів, молодих учених та науковців «Проблеми та перспективи розвитку економіки освіти регіону»: тези доповідей. Кременчук Кременчуцький інститут ВНЗ «Університет імені Альфреда Нобеля, 2019. С. 113–115.

## ЗМІСТ

АНОТАЦІЯ.....	2
ВСТУП.....	16
<b>РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ РЕГУЛЮВАННЯ</b>	
<b>ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ.....</b>	<b>24</b>
1.1. Регулювання інвестиційних процесів: сучасні підходи, методи, інструменти.....	24
1.2. Фондовий ринок як сегмент фінансового ринку та його розвиток.....	34
1.3. Регулювання фондового ринку та грошово-кредитна і монетарна політика.....	53
Висновки до розділу 1.....	69
<b>РОЗДІЛ 2. ФУНКЦІОНУВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ В</b>	
<b>КОНТЕКСТІ АКТИВІЗАЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ.....</b>	<b>71</b>
2.1. Стан фондового ринку України та можливості його розвитку...	71
2.2. Інвестиційна привабливість ринку спільних інвестицій у контексті розвитку фондового ринку.....	95
2.3. Механізм залучення заощаджень домашніх господарств до інвестиційної діяльності з використанням інструментів фондового ринку.....	111
Висновки до розділу 2.....	129
<b>РОЗДІЛ 3. ФОРМУВАННЯ ПЕРЕДУМОВ АКТИВІЗАЦІЇ</b>	
<b>ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ... </b>	<b>132</b>
3.1. Обґрунтування впливу на розвиток фондового ринку внутрішніх інфляційних процесів та їх зв'язок з глобальними факторами .....	132
3.2. Розвиток інституту прямих інвестицій як сегменту фондового ринку	164
Висновки до розділу 3.....	183

	15
ВИСНОВКИ.....	185
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	189
ДОДАТКИ.....	207
Додаток А. Місце фондового ринку у загальній структурі фінансового ринку.....	208
Додаток Б. Обсяг біржових контрактів з фінансовими інструментами у 2019 році .....	209
Додаток В. Обсяг біржових контрактів на організаторах торгів за видами ринку протягом 2019 року.....	209
Додаток Г. Структура зовнішньої торгівлі України у розрізі країн – торговельних партнерів.....	210
Додаток Д. Індекси споживчих цін у 1991-2019 рр.....	213
Додаток Е. Список публікацій здобувача.....	214
Додаток Ж. Довідки про впровадження.....	216

## ВСТУП

**Обґрунтування вибору теми дослідження.** У сучасних соціально-економічних умовах одними з найбільш перспективних джерел зростання національної економіки є активізація формування та використання внутрішнього інвестиційного потенціалу країни. Суттєву роль у формуванні цього потенціалу відіграють грошові ресурси домашніх господарств. Їх залучення в національну економіку стимулює інноваційний розвиток та модернізацію економіки України. Однак на сьогодні заощадження домашніх господарств країни практично не задіяні в інвестиційному процесі.

У домашніх господарствах зосереджено значні кошти, виключені з процесу розширеного відтворення. Держава та приватні компанії намагаються залучати ці грошові ресурси через фондовий ринок, але існуючий механізм управління грошовими ресурсами домашніх господарств є неефективним. Це викликає необхідність обґрунтування пріоритетності ролі держави у зміцненні інвестиційних інститутів ринкової економіки та підвищення довіри до їх системи.

Проблеми регулювання інвестиційних процесів у національній економіці та їх взаємозв'язок з процесами, що відбуваються на фондовому ринку України, розглядалися в працях вітчизняних і зарубіжних вчених, зокрема: Д. Вейла, С. Веселової, В. Гейця, Е. Денісона, М. Довбенка, О. Домара, А. Задої, С. Івашківського, Дж. Кейнса, С. Кузьміна, С. Кузнеця, Р. Лукаса, О. Маслак, Н. Менкью, Г. Митрофанової, В. Павлової, О. Пирог, О. Пономарьової, І. Радіонової, Д. Ромера, Р. Солоу, В. Тараненко, В. Ткаченка, К. Удовиченко, Р. Харрода, Б. Холода, С. Холода та ін.

У той же час окремі аспекти регулювання інвестиційної активності на фондовому ринку, у тому числі регулювання інвестиційних процесів, потребують додаткового дослідження. Актуальність теми обумовлюється також недостатньо опрацьованим теоретичним й організаційно-методичним



забезпеченням процесів залучення грошових ресурсів домашніх господарств до інвестування у національну економіку. Вирішення зазначених питань у теоретичному та практичному контексті визначає актуальність цієї роботи, її мету, завдання та напрями дослідження.

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

Дослідження проводилося згідно з комплексним планом науково-дослідних робіт ВНЗ «Університет імені Альфреда Нобеля» за темою: «Економіка України у нових геостратегічних реаліях: індивід, держава, суспільство» (номер державної реєстрації 0115U000063), в рамках якої автором розвинуто концептуальну схему розвитку фондового ринку з використанням інвестиційного потенціалу домашніх господарств.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дослідження є розвиток теоретичних засад, удосконалення науково-методичних підходів та розробка практичних рекомендацій щодо регулювання інвестиційних процесів на фондовому ринку України.

Поставлену мету досягнуто шляхом вирішення таких завдань:

- розвинути понятійний апарат теорії розвитку фондового ринку з конкретизацією його ролі в активізації інвестиційних процесів;
- обґрунтувати концептуальну схему розвитку фондового ринку з позиції його функціонування як інституції інвестиційного механізму;
- здійснити наукове обґрунтування спільного інвестування в контексті розвитку фондового ринку та його інвестиційної привабливості;
- удосконалити механізм залучення заощаджень домашніх господарств у інвестиційний процес;
- розвинути теоретико-прикладні засади обґрунтування впливу на розвиток фондового ринку внутрішніх інфляційних процесів та їх зв'язок з глобальними факторами;
- удосконалити науково-практичний підхід до стимулювання розвитку інституту прямих інвестицій як сегмента фондового ринку.

*Об'єктом дослідження* є регулювання інвестиційних процесів на фондовому ринку України.

*Предметом дослідження* є теоретико-методичні та прикладні положення щодо формування передумов активізації інвестиційних процесів на фондовому ринку України.

**Методи дослідження.** Теоретичними й методичними засадами дослідження є наукові праці українських та зарубіжних вчених з теорії фондового ринку, макроекономічної рівноваги, державного регулювання економіки. З метою досягнення поставлених завдань у роботі використано такі методи дослідження: узагальнення та систематизації – для дослідження сутності понять «розвиток фондового ринку», його державного регулювання, систематизації етапів його розвитку; економіко-математичні, статистичні методи – для дослідження динаміки здійснення операцій інститутами спільного інвестування на фондових ринках; графічні й табличні методи – для наочного відображення статистичного матеріалу, візуалізації теоретичних та практичних положень.

Інформаційною базою дослідження є законодавчі та нормативно-правові акти України, дані Державної служби статистики України, власні наукові розробки автора, інформаційні ресурси мережі Інтернет.

**Наукова новизна отриманих результатів** полягає в обґрунтування теоретичних, методичних та практичних засад регулювання інвестиційних процесів на фондовому ринку України, що забезпечило такі наукові результати:

*удосконалено:*

– механізм залучення грошових ресурсів домашніх господарств у інвестиційний процес, який, на відміну від існуючих, доповнено блоком трансформації грошових ресурсів домашніх господарств у інвестиції шляхом залучення індивідуальних фінансових консультантів та страхування інвестиційних ризиків домашніх господарств з метою мінімізації таких ризиків, що сприятиме активізації інвестиційної діяльності домашніх

господарств. Застосування мультиплікатора інвестицій дозволяє оцінити незадіяний інвестиційний потенціал домашніх господарств і на цій підставі обґрунтувати необхідність створення фонду державних гарантій їхніх інвестиційних вкладень, що забезпечує інтеграцію в інвестиційний процес за умови обов'язкового страхування, яке, посилюючи надійність вкладень, активізує страховий ринок;

– науково-практичний підхід до стимулювання розвитку інституту прямих інвестицій як сегмента фондового ринку, що забезпечує інтенсифікацію й мобілізацію вільних грошових коштів домашніх господарств та їх спрямування у реальну економіку на довгостроковий період з метою розширеного відтворення, за яким, на відміну від вже існуючих, як інструменти стимулювання визначено такі: позитивний ефект від проведення законодавчих змін щодо надання комерційним банкам можливості створення фондів прямого інвестування; залучення страхових компаній в процеси прямого інвестування, що дозволяє мінімізувати інвестиційні ризики домашніх господарств; впровадження часткового фінансування державою витрат, пов'язаних із проведенням науково-дослідницьких робіт компаніями високотехнологічних галузей, що включаються до портфелів фондів прямого інвестування; формування фонду державних фінансових гарантій повернення вкладених у фонди прямого інвестування коштів домогосподарств у разі ризику їх втрати. Це дозволяє прискорити розвиток фондового ринку України за рахунок активізації інвестиційних процесів;

*набули подальшого розвитку:*

– поняття «розвиток фондового ринку», яке, на відміну від існуючих, запропоновано розглядати як процес поступового ускладнення функціональної структури соціально-економічних відносин суб'єктів господарювання щодо перетворення грошових коштів на фінансові активи у формі інвестиційних цінних паперів. Це дозволяє розмежовувати інституціональні та новаторські аспекти досліджуваної категорії та забезпечити у подальшому можливість конкретизації ролі фондового

ринку щодо реалізації його функціонального призначення у системі фінансових відносин та визначити напрями регулювання фондового ринку державою з метою активізації інвестиційних процесів;

– концептуальна схема розвитку фондового ринку із залучення інвестиційних ресурсів домашніх господарств, яка, на відміну від вже існуючих, включає платформу залучення до джерел інвестування на фондовому ринку інвестиційних ресурсів домашніх господарств. Платформа містить взаємодоповнюючі елементи з функціями інтенсифікації руху інвестиційних ресурсів від домашніх господарств на фондовий ринок та стимулювання формування капіталу венчурних компаній. Це уможливує спрямування інвестиційних ресурсів домашніх господарств на фондовий ринок і задоволення потреб у інвестиціях підприємств інноваційних сфер діяльності. У свою чергу, інвестиційний капітал трансформується в пропозицію та попит на фондовому ринку і стає підґрунтям вирішення проблеми, пов'язаної з ресурсним наповненням фондового ринку для цілей його розвитку за рахунок забезпечення позитивного сальдо доходів та видатків домашніх господарств як стимулу до зростання їхніх грошових заощаджень та, відповідно, підвищення інвестиційної активності;

– наукове обґрунтування спільного інвестування як об'єднання дрібних інвесторів, що, на відміну від вже існуючих, базується на ідеї використання, окрім коштів інституційних інвесторів, коштів інвестиційно активного прошарку домашніх господарств як потенційного джерела інвестиційних ресурсів, що спрямовуються на фондовий ринок для фінансування інноваційної діяльності підприємств. Трансмісія цих коштів у реальний сектор економіки через законодавчо врегульоване спільне інвестування з використанням можливостей страхових компаній у вирішенні проблем інвестиційного страхування та консалтингових фірм у сфері фінансового консультування забезпечує акумуляцію і перерозподіл вільних грошових ресурсів дрібних інвесторів з можливістю мінімізації ризиків інвестування. Виявлена інвестиційна привабливість інститутів спільного

інвестування, а саме пайових інвестиційних фондів та фондів банківського управління, дозволяє визначити їх як найбільш надійні та прибуткові для інвестування домашніми господарствами;

– теоретико-прикладні засади обґрунтування впливу внутрішніх інфляційних процесів на розвиток фондового ринку та їх зв'язок з глобальними факторами, що визначається за коефіцієнтом кореляції та відрізняється від існуючих формалізацією впливу зовнішніх факторів, серед яких: монетарна політика зовнішньоторговельних партнерів; глобальні інфляційні тренди; частка імпорту з країн з низькою вартістю робочої сили. Це дозволяє виявляти найбільш впливові на інфляційні процеси фактори й надавати домогосподарствам простий інструмент використання прогнозування інфляційних трендів у національній економіці для усунення сумнівів щодо інвестиційних вкладень, що позитивно впливатиме на їхню інвестиційну активність за регулювання зазначених процесів державою.

**Практичне значення отриманих результатів** полягає у можливості використання матеріалів дослідження для розробки та реалізації заходів щодо підвищення ефективності формування бюджету домашніх господарств і використання вивільнених коштів як внутрішнього інвестиційного ресурсу розвитку економіки.

Рекомендації та пропозиції, наведені в дисертації, можуть бути використані законодавчими та виконавчими органами управління в Україні, банківськими та інвестиційними структурами при розробці довгострокових програм щодо залучення інвестицій в економіку України, а також при вдосконаленні цивільного і господарського права.

Результати дисертаційного дослідження використано Комунальним підприємством «Інститут розвитку Кременчука» Кременчуцької міської ради при розробці Концепції залучення інвестиційних ресурсів домашніх господарств в інвестиційні проекти органів місцевого самоврядування (довідка про впровадження результатів дослідження №164/18-А від 11.10. 2020 р.) та в Публічному акціонерному товаристві Акціонерному банку

«УКРГАЗБАНК» щодо шляхів залучення інвестиційних ресурсів у 2021–2025 рр. (довідка про впровадження №5-452/16/24/2020 від 05.10.2020 р.).

Окремі теоретичні й методичні положення використовуються в освітньому процесі ВНЗ «Університет імені Альфреда Нобеля» при викладанні дисциплін «Інвестиційна діяльність», «Економічна теорія (Основи економічної науки)», в процесі розробки навчально-методичного забезпечення, виконання науково-дослідних, курсових та кваліфікаційних робіт здобувачів вищої освіти (довідка про впровадження №665/4 від 23.10.2020 р.).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертація є самостійно виконаною науковою роботою, в якій викладено авторський підхід до вирішення проблем виявлення особливостей впливу розвитку фондового ринку України на стабілізацію макроекономічних процесів завдяки активізації використання грошових ресурсів домашніх господарств. У роботі використано лише ті положення, які є результатом власних розробок автора. Результати дисертаційного дослідження знайшли відображення в опублікованих наукових роботах.

**Апробація матеріалів дисертації.** Основні наукові результати дослідження обговорювалися на 6 науково-практичних конференціях, зокрема: XII, XIII та XIV міжнародних науково-практичних інтернет-конференціях аспірантів, молодих учених та науковців «Проблеми та перспективи розвитку економіки освіти регіону» (м. Кременчук, 2017, 2018, 2019 рр.); Міжнародній науково-практичній конференції «Моделювання та прогнозування соціально-економічного міжнародного співробітництва» (м. Київ, 2017 р.), Всеукраїнській науково-практичній конференції «Економіка, управління, фінанси: проблеми та перспективи розвитку» (м. Київ, 2018 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Сучасні наукові погляди на економічні механізми стимулювання соціально-економічного розвитку: матеріали доповідей» (м. Ужгород, 2019 р.).

**Публікації.** За темою дисертаційного дослідження опубліковано 12 наукових праць, з яких 6 статей (у тому числі 3 статті у наукових фахових виданнях України, внесених до міжнародних наукометричних баз, 1 стаття у періодичному науковому виданні іншої держави) та 6 праць апробаційного характеру. Загальний обсяг публікацій становить 4,60 др. арк., особисто автору належить 4,06 др. арк.

**Обсяг і структура роботи.** Дисертація складається з анотації, вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел зі 167 найменувань на 18 сторінках і 7 додатків на 11 сторінках. Обсяг основного тексту дисертації становить 188 сторінок (7,83 авт. арк.). Дисертація містить 15 таблиць та 19 рисунків.

## РОЗДІЛ 1

### ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ РЕГУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ

#### **1.1. Регулювання інвестиційних процесів: сучасні підходи, методи, інструменти**

Регулювання інвестиційних процесів у будь-якій економічній системі має на меті управління процесами формування капітальних потоків та їх подальшого спрямування у відповідності з перспективними цілями і завданнями державного регулювання економіки. У випадку адміністративної економіки визначення цілей державного регулювання відбувається в умовах суттєвого ідеологічного тиску, за яких проблеми соціально-економічного характеру мають набагато менший пріоритет, ніж питання ідейно-політичної доцільності. В умовах ринкової економіки за відсутності подібного ідеологічного «нашарування» об'єктом державного регулювання виступають макроекономічні процеси у чистому вигляді, що дозволяє реалізовувати більш гнучку регулятивну політику та більш ефективно формувати і розвивати економічний фундамент поточного соціально-політичного устрою.

Тому, на нашу думку, доцільним виступає дослідження парадигми регулювання інвестиційних процесів через призму змін парадигми державного регулювання економіки, яка в свою чергу, формується як продукт економічної думки і яка є результатом переосмислення та критичної переоцінки відповідних наукових підходів, що здійснюється на основі отриманих емпіричних даних. При цьому ми не ставимо перед собою мету протиставити існуючі підходи до визначення ролі держави у вирішенні проблем економічного регулювання чи стати на бік тієї або іншої теорії. Нашим завданням є дослідження діалектичних змін у концептуальних аспектах державного регулювання та оцінка перспектив його розвитку з урахуванням накопиченого історичного досвіду та поточних тенденцій.



Діалектика розвитку ринкової економіки на певному етапі привела до розуміння невірності постулатів класичної економічної теорії щодо природної здатності ринкової економічної системи повертатися у стан повного задіяння ресурсів після тимчасових шоків (економічних криз). Як показала практика, динамічному ринковому середовищу притаманні властивості ефекту автопідсилення. Окремі ринкові процеси, які на ранніх стадіях здійснюють позитивний вплив на всю систему, у процесі свого розвитку можуть з певного моменту набути деструктивного характеру і стати причиною виникнення локальних дисбалансів. Подальше зростання їх потенціалу за наявності щільних перехресних зв'язків між ринковими підсистемами може призвести до порушення балансу в цілому в економічній системі держави, внаслідок чого виникають соціально-економічні потрясіння і кризи.

Першою спробою запропонувати новий погляд на проблему подолання криз здійснив у 30-40 роках ХХ століття Дж. Кейнс у ряді опублікованих у цей період робіт, основною з яких виступила «Загальна теорія зайнятості, відсотка і грошей» [47].

На думку Кейнса, класичні постулати могли бути застосовані тільки до особливої ситуації, до граничних випадків можливих станів макроекономічної рівноваги. Вчений прийшов до висновку, що ринкова економіка не є досконалою з точки зору виконання нею функції саморегулювання в період загострення соціально-економічних криз. На його погляд, можливостями для ефективного регулювання макроекономічних процесів володіє тільки держава. Для подолання економічних криз, боротьби з масовим безробіттям та забезпечення стійкого економічного зростання доцільним є застосування арсеналу інструментів регулювання, який реалізується в рамках відповідної бюджетної та грошово-кредитної політики.

Зазначимо, що ці революційні на той час ідеї Дж. Кейнса щодо державного втручання у ринкові процеси не були повністю новими. Представники меркантилізму ще у XVI-XVII столітті наголошували на

необхідності активного втручання держави в економічні процеси, але фокус цього втручання обмежувався переважно торгівлею з метою стимулювання процесів накопичення багатства в країні, тобто, таке втручання носило яскраво виражений протекціоністський характер.

Подальші посткейнсіанські наукові дискусії стосовно втручання держави у ринковий механізм були переважно зосереджені на питаннях форм, ступеня і характеру такого втручання (М. Фрідман, Ф. Хайек та ін.), але його об'єктивна необхідність у наукових колах була беззаперечно визнана переважаючою більшістю. Таку необхідність із використанням художніх образів яскраво описав відомий американський економіст В. Леонт'єв: «Щоб справи йшли добре, потрібен вітер – це зацікавленість. Кермо – державне регулювання. В американській економіці слабке кермо. Не можна робити так, як говорив Рейган: підніміть вітрила, нехай їх наповнить вітер, і йдіть до кабіни коктейлі пити. Так нас і на скелі винесе, розіб'є яхту у дріб'язки. У Радянського Союзу зараз навпаки: вітер не наповнює вітрила, а тоді й кермо не допомагає. Я думаю, що більш правильно роблять японці. У них, безперечно, є приватна ініціатива, проте і держава відіграє велику роль, впливаючи на розвиток економіки у кращому напрямі» [65, с. 11-15].

На цьому етапі нашого дослідження необхідно відзначити доцільність у подальшому використанні терміну «державне регулювання» замість «державне втручання».

Основна відмінність між цими двома термінами, на нашу думку, полягає у набагато більшій системності і цілеспрямованості «регулювання» на відміну від «втручання». «Втручання» є характеристикою, в більшій мірі, незапланованих раніше дій, спрямованих на певну корекцію поточного стану об'єкту впливу. По суті, втручання є ситуативною реакцією на відхилення у стані об'єкту впливу, і часто є «гасінням пожежі».

На відміну від терміну «втручання» поняття «регулювання» визначає систематизований комплекс дій, спрямованих на стимулювання прогресуючого характеру розвитку керованого об'єкту, і передбачає:

- кількісне та якісне визначення кінцевих (в межах окресленого періоду) планових значень характеристик та параметрів об'єкту впливу, які необхідно досягнути;
- визначення критеріїв оцінки ступеня досягнення відповідних показників цільового стану об'єкту впливу;
- розробку та реалізацію певної стратегічної послідовності дій, спрямованих на зміну поточного стану об'єкту впливу;
- побудова системи моніторингу (зворотного зв'язку) із визначенням способів отримання контрольних значень параметрів, що відслідковуються, методів їх систематизації та обробки;
- порівняння отриманих фактичних значень, параметрів, що відслідковуються, із плановим рівнем;
- у випадку невідповідності фактичних і планових значень розробка корегуючих заходів, які сприятимуть зменшенню такої невідповідності або корекція планових значень показників.

Очевидно, що державний вплив на макроекономічні процеси не повинен бути фрагментарним чи ситуативним. Економічна політика – це, перш за все, стратегія, якій повинна бути притаманна системність, виваженість та послідовність. З цієї позиції державній макроекономічній політиці повинен бути властивий саме «регулятивний», а не «втручальний» характер. Тому більш коректним та доцільним буде використання терміну «державне регулювання».

З метою конкретизації терміну «державне регулювання» застосуємо онтологічний підхід для його однозначної інтерпретації та виключення можливості підміни понять при застосуванні цієї категорії до макроекономічних об'єктів або процесів.

Якщо дослідити корні виникнення терміну «регулювати», то їх можна знайти у латинській мові (*regula* – правильність), з якої він потім потрапив у німецьку (*reguliren*) та французьку (*regulariser*) мови.

Академічний тлумачний словник української мови інтерпретує регулювання як процес впорядкування чи керування чимось, підкоряючи його відповідним правилам, певній системі [114, с. 480]. Наголосимо на характеристиці системності цього поняття, що присутня у даному визначенні, яку врахуємо у подальшому аналізі.

В російськомовних джерелах ХІХ- початку ХХ ст. цей термін має дещо інше трактування. Зокрема А.Д. Міхельсон у своєму словнику іншомовних слів видання 1865 р. перекладає його як «зрівнювати» (рос. - уравнивать) [76]. Інший російський мовознавець минулого століття М.Попов визначає цей термін як «упорядкувати, визначити межі, урівнювати дію якої-небудь сили, зрівнювати» [101].

Відповідно до визначення, наведеного у тлумачному словнику російської мови С.І. Ожегова та Н.Ю. Шведової, під поняттям регулювання розуміється впорядкування, налагоджування, направлення розвитку, руху чого-небудь з метою приведення в порядок, в систему [83]. Отже, в цьому визначенні характеристика системності теж присутня, але вона стосується не самого процесу, а об'єкта регулювання, і може трактуватись як мета регулювання.

Як функцію менеджменту регулювання досліджують українські автори Г.В. Осовська та О.А. Осовський. За їх визначенням регулювання є процесом впливу на об'єкт з метою усунення або пристосування до факторів, що впливають на поведінку об'єкта. Вони розглядають виробничий аспект функції регулювання і визначають його як діяльність, спрямовану на підтримку заданих параметрів в динамічній системі управління виробництвом, завданням якої є збереження стану упорядкованості [85]. На нашу думку, викладений підхід в певній мірі нівелює активний характер спрямованості регулювання як процедури, що в значній мірі пояснюється «технічним» застосуванням досліджуваного поняття. Регулювання як економічна категорія має більш широке функціональне спрямування і

ставити своїм завданням як підтримку стану об'єкту впливу, так і його розвиток, тобто, містить ознаку активності.

Очевидно, що впродовж двох століть в міру розповсюдження свого вживання та ситуаційного застосування, термін «регулювання» суттєво розширив межі свого трактування і, зокрема, набув ознаки системності. Це, в свою чергу, дозволяє використовувати його як характеристику комплексу скоординованих дій органів державної влади, спрямованих на зміну умов функціонування економічних суб'єктів господарювання відповідно до цілей державної економічної політики, що реалізовується.

Проведемо аналіз найбільш поширених визначень державного регулювання, представлених у наукових джерелах. Ряд авторів у своїх характеристиках акцентують увагу на стабілізуючому аспекті комплексу дій органів державного регулювання, метою якого є адаптація економічної системи до зміни умов функціонування. Зокрема, С. Мочерний трактує це поняття як комплекс форм і методів цілеспрямованого впливу державних регуляторних структур на розвиток системи техніко-економічних, організаційно-економічних та соціально-економічних відносин, а, в кінцевому підсумку, на розвиток суспільного способу виробництва з метою його стабілізації та адаптації до умов мінливого середовища [79, с. 379]. Л. Ходов та деякі інші автори також під державним регулюванням економіки розуміють систему різноаспектних заходів, що здійснюються відповідними державними установами і громадськими організаціями для стабілізації і пристосування соціально-економічної системи до зміни умов функціонування [1; 129, с. 45].

У викладених позиціях, на нашу думку, не враховуються можливості державного регулювання як механізму стимулюючого прогресивного розвитку національної економічної системи. З позиції метаконтексту більш слушним виглядає підхід І. Михасюка, який розуміє під державним регулюванням комплекс ініційованих органами державної влади і управління заходів, метою яких є спрямування активності суб'єктів економічної

діяльності на досягнення поставлених державою цілей у відповідності з пріоритетами державної економічної політики [75, с. 8]. Очевидно, що викладений підхід є більш гнучким, адже враховує багатоваріантність завдань державного регулювання залежно від поточного стану об'єкту регулювання, що повинно бути відображено у пріоритетах державної економічної політики на визначений період. Тому будемо використовувати його у якості базового у нашому подальшому дослідженні.

Повернемось до розгляду можливостей самостійного відновлення ринковою системою макроекономічного балансу. Саморегулюючі механізми, які беззаперечно присутні у ній, і на основі яких будували свої наукові теоретичні концепції прибічники принципу «laissez faire», виявились надто обмеженими в своїх можливостях в умовах прогресуючого ускладнення економічних систем і появи нових підсистем з багатоаспектними зв'язками та нелінійним характером функціонування окремих процесів.

Теоретично ринкова система, в принципі, здатна самостійно, без втручання держави, відновити позитивну динаміку свого розвитку, але на це знадобиться надто багато часу. До того ж, невідомо, наскільки глибокі зміни відбудуться у суспільно-політичному житті країни за цей час і наскільки радикально вони вплинуть на світогляд, психічний стан та ментальне здоров'я населення країни. В будь-якому випадку це будуть втрачені роки або, навіть, десятиріччя, а ціна втрат навряд чи матиме вимір. Непрогнозована тривалість і глибина соціально-економічної та суспільно-політичної кризи не залишають сумнівів щодо доцільності зовнішнього моніторингу та, за необхідності, реалізації певної послідовності дій, спрямованих на корекцію існуючого положення. Заслугою Дж. Кейнса стало те, що він довів, що суб'єктом-ініціатором такої послідовності дій повинна виступати держава у особі відповідних державних регуляторів.

Необхідно зазначити, що сучасні концептуальні підходи до економічного регулювання виходять з наявності як провалів ринку, так і провалів держави. Це означає, що впровадження в чистому вигляді крайніх

регулятивних концепцій приречено на невдачу. Більше того, ми вважаємо надто спрощеним і, навіть, взагалі, помилковим підхід, згідно з яким обидва механізми протиставляються один одному.

У дослідженні А. М. Стельмащука наголошується на тому, що ефективно державне регулювання економіки не ставить за мету підмінити її механізм саморегулювання або, тим більше, протистояти йому. Мова йде про більш повноцінне використання його регулюючого потенціалу шляхом цілеспрямованого каталізуючого впливу на окремі ринкові процеси. Результатом такого впливу стає досягнення поставлених державою цілей і пріоритетів із меншими економічними та соціальними витратами [123, с. 27].

Як зазначає О. Гончаренко, «державне регулювання визначає межі здійснення саморегулювання самими суб'єктами і водночас межі втручання органів державної влади у саморегулювання. У разі оптимального збалансування ступінь втручання держави може варіюватися залежно від наявності різних факторів чи їх поєднання» [26]. Таким чином, визначальною характеристикою ефективного державного регулювання стає його гармонійне поєднання з механізмом саморегулювання з метою використання переваг кожного з них у єдиному збалансованому механізмі. Зауважимо, також, що подібне поєднання дозволяє мінімізувати витрати державного бюджету на досягнення поставлених цілей регулювання.

Також, на наш погляд, необхідно врахувати такий аспект державного регулювання як його ефективність, адже, якщо розглядати його як систему заходів, то потрібно мати можливість оцінити, в якій мірі досягнуті цілі регулювання. Якщо застосовується термін «державне регулювання економіки», то апріорі вважається, що воно є результативним, тобто, таким, що дозволяє досягти поставленої мети в межах виділеного бюджету. Але і світова, і вітчизняна практика державного регулювання свідчить, що ефективність регулюючих заходів часто є далекою від бажаної. Тому аналіз даного поняття є доцільним лише, якщо розглядати його як систему ефективних заходів, тобто, таких, що дозволяють досягнути поставлених

цілей за мінімальних витрат. При цьому у якості критеріїв ефективності можна розглядати рівень ВВП (зміни ВВП), показник інфляції, валютний курс, рівень безробіття, обсяг інвестицій та ін.

Таким чином, можемо вивести перелік ознак, які, на наш погляд, характеризують сутність поняття державного регулювання економіки, і які необхідно врахувати у схемі його визначення (рис. 1.1).



Рис. 1.1. Підходи до визначення поняття державного регулювання економіки  
Джерело: складено автором

На підставі вищезгаданого запропонуємо власний варіант визначення досліджуваного поняття. На нашу думку, під поняттям «державне регулювання економіки» слід розуміти систему ініційованих органами державної влади управлінських заходів, збалансованих з можливостями ринкового механізму, реалізація яких дозволяє на основі визначених критеріїв ефективності досягнути поставлених державою цілей шляхом спрямування активності суб'єктів економічної діяльності у відповідності з пріоритетами державної економічної політики.

Діалектика процесів конвергенції у світовій економіці на даному історичному етапі приводить нас до розуміння необхідності тотальної взаємодії держави і національної ринкової системи, метою якого повинно стати формування продуктивної і конкурентоздатної у світовому масштабі національної економіки, результати діяльності якої забезпечать надійне



підґрунтя для подальшого успішного соціально-економічного розвитку суспільства.

Модель державного регулювання економіки та науково обґрунтований механізм її застосування, запропоновані Дж. Кейнсом, передбачають досягнення макроекономічної стабілізації шляхом скоординованого використання інструментарію державної бюджетної, грошово-кредитної та податкової політики. З часів свого виникнення кейнсіанство, як і інші наукові течії, зазнало суттєвих змін, які зумовлені розвитком суспільного способу виробництва та спираються на новий накопичений науковий досвід.

Критика кейнсіанства з боку представників школи монетаризму, спричинена крахом Бреттон-Вудської валютної системи, привела до змін у монетарній політиці центральних банків, які відбулися у 1970-1980-х р.р. минулого століття. Регулятори під впливом неокласичної теорії все більшу увагу починають приділяти контролю за обсягом та динамікою грошової маси. Відповідно до неокласичних поглядів, які широко використовуються в багатьох розвинених країнах в процесі реалізації економічної політики, державне регулювання складається з наступних елементів [97]:

- грошово-кредитне регулювання, інструментами якого виступають відсоткова ставка, норма резервування, операції на відкритому ринку, валютна політика та емісія грошей;

- бюджетно-податкове регулювання, яке реалізується шляхом податкового регулювання, політики трансферів і витрат уряду, міжбюджетної політики;

- соціальне регулювання, яке здійснюється шляхом впровадження відповідної соціальної політики та надання фіскальних пільг;

- зовнішньоекономічне регулювання, яке втілюється через відповідну валютну політику, митну політику, міграційну політику та податкові інструменти протекціонізму.

## **1.2. Фондовий ринок як сегмент фінансового ринку та його розвиток**

Політика держави, спрямована на поживлення високотехнологічних виробничих процесів, формує політику в області інвестицій в реальний сектор економіки з відповідним макроекономічним регулюванням цих процесів. Вона є невід'ємним, стратегічним елементом загальнонаціональної економічної програми, яка забезпечує стабільне економічне зростання. Життєздатність цієї політики можлива лише у тому випадку, коли державне регулювання, сутність та структура механізмів цього регулювання заснована на парадигмах макроекономічної теорії. Лише тоді можна припускати, що при реалізації такої політики можлива мінімізація негативного впливу суб'єктивізму при ухваленні макроекономічних рішень [32]. При цьому виникає питання, в якому об'ємі макроекономічна теорія в сучасних умовах здатна бути методологічною основою при формуванні адекватної загальнонаціональної інвестиційної політики.

Структура і шляхи можливого економічного розвитку знаходиться в стані постійного перетворення. При цьому «досвід останніх десятиліть показує, що хоча розвиток можливий, він аж ніяк не неминучий, і не дається легко», - про що упевнено доносить до нас Всесвітній банк у своїй доповіді «На порозі XXI століття»[81]. Неоднозначність природи інвестиційних процесів визнана давно. У класичній роботі Артура Люїса «Теорія економічного зростання» [68] ним особливо представлені економічні процеси, які, на думку автора, в майбутньому повинні використовуватися «першими серед рівних», використовуючи їх дії на загальноприйнятій процесі розвитку. У його роботі нами виділено прагнення враховувати процесні перетворення, проводячи оцінку дії широкого спектру найважливіших чинників на процеси, які спрямовані на активізацію економічних свобод, інституціональних перетворень, зародження нових ідей, росту знань, трансформацію заощаджень населення в інвестиції. При цьому необхідно

виділити те, що в останні декілька десятиліть філософія усвідомлення економічного розвитку в основному зосереджена на пошуку «універсального ключа» до формування стабільної сучасної моделі розвитку. У 50-60-х роках при формуванні таких моделей увага концентрувалася на стримуванні дії та на обмеженні накопичення капіталу і неефективного розподілу ресурсів [Stiglitz, 1998]. При цьому увесь науковий потенціал спрямовувався на формування теорії про інвестиції (зарубіжних, місцевих накопичень) та місця держави в процесах, пов'язаних з інвестиціями. Дослідження наукових економічних шкіл останніх років показує, що концентрація впливу цих шкіл на інвестиційні процеси частіше призводить до, не повною мірою, прогнозованих результатів. Сучасні суперечки про роль держави та фондового ринку в економічному розвитку вийшла далеко за межі єдиного глобального сценарію політики [57, 63, 67, 72, 102].

У сучасному «портфелі» регуляторних заходів держави, спрямованих на зміну характеру економічних процесів, поступово формується набір макроекономічних важелів, спрямованих на активізацію, у тому числі, інвестиційних процесів. Ці важелі, на практиці, є елементами інституціонального становлення держави. Так, в державі з розвиненою ринковою економікою існують інститути, діяльність яких спрямована на регулювання норм резервування залучених коштів в комерційних банках, регулювання процентної ставки, купівлі-продажу цінних паперів і так далі. Результати дослідження показують, що таких інститутів недостатньо ні для країн – індустріально-технологічних лідерів, ні тим більше, для країн з низьким рівнем розвитку. В деяких випадках, навіть практики часто не сприймають їх як формальні інститути, вважаючи, що економічні регулятори не можна називати такими. На наш погляд, ми стоїмо на порозі кардинальних перетворень відношень в цій сфері. Це узгоджується із вже початим процесом усвідомлення сучасної ролі держави в ринковій економіці і, зокрема, ролі її формальних (нормативних) і неформальних інститутів [43].

Сучасні теорії функціонування національних економік і, особливо, економік індустриальних країн в двадцять першому столітті вказують на ряд серйозних проблем. Зокрема, в процесі дослідження виникло питання щодо реальних економічних меж інвестиційних можливостей. Як наслідок, постало завдання щодо надання державної допомоги цим процесам і функціонуванню відповідних механізмів.

Для подальшого розвитку ідеї інституціональної теорії щодо ролі інвестиційних процесів у формуванні сучасного фондового ринку в Україні, вважаємо необхідним розкрити суть і природу цих процесів.

Подальший розвиток економіки України, спрямований на формування сучасних економічних стосунків, результатом яких має бути прогрес в соціальній і економічній сферах, неможливий без розвитку механізмів стабільного функціонування інвестиційного процесу в загальній економічній системі України [19].

За останнє десятиліття цьому процесу в Україні характерні регресія і відсутність якісних елементів, які, у свою чергу, мають негативний вплив на формування відтворювального процесу у економіці України. Це і підвищення рівня безробіття з причини падіння виробництва (розрив економічних стосунків з Російською Федерацією), і посилення інфляційних процесів та пов'язане з ними падіння рівня життя, і уповільнення інноваційних процесів в економіці (відсутність програм технічного переоснащення у виробничій і невиробничій сферах), великий відтік робочої сили, як робочих спеціальностей, так і науково-технічного персоналу [109].

Як наслідок цього, в науковому середовищі та в сфері практичного застосування виникли ідеї не лише відтворення інвестиційного процесу в Україні, але і якісного та масштабного реформування його регулювання з використанням сучасних механізмів впливу [42].

Проте суб'єктивізм, існуючий в деяких наукових судженнях в сучасній вітчизняній економічній науці, не додає ясності при визначенні етапів виведення інвестиційного процесу на новий якісний рівень. Такі висновки

нами були зроблені на основі деяких точок зору, які були відображені в наукових виданнях за останні роки.

Проводячи вивчення світового досвіду господарювання, нами був зроблений висновок про те, що основу інвестиційного процесу формує інвестиційна привабливість національної економіки країни, яка у свою чергу складається з наступних елементів:

1. Інвестиційний потенціал економічної системи країни, галузей і регіонів.
2. Правила участі іноземних та вітчизняних інвесторів, зацікавлених в інвестиційному процесі країни.

Ці елементи безпосередньо впливають на рівень та масштаб інвестиційної привабливості економіки України для зовнішнього і внутрішнього інвестора. Необхідно відзначити, що при ухваленні рішення щодо інвестування першочерговим чинником виступає не стільки потенціал економіки країни, скільки рівень інвестиційного ризику [95]. Як нами раніше було відмічено, існує система правил на ринку, які регулюють формування інвестиційного ризику як країн в цілому, так і щодо кожної з них окремо. Ці «правила гри» мають структуру, що змінюється, і яка залежить від ситуації в країні (політичної, економічної, соціальної). Але, передусім від стану та розвитку політичної ситуації.

Тому, даючи оцінку суті конкретних елементів інвестиційного ризику, а саме, доцільності інвестицій в економіку конкретної країни, її галузі або регіону, в першу чергу, необхідно визначити взаємозв'язок цих елементів. Аналіз елементів, що значною мірою, впливають на ухвалення рішення в цій області показав, що основними ризиками є: політичний, економічний, соціальний, кримінальний [28].

Природа економічної категорії «інвестиційний ризик» пов'язана з вірогідністю повної або часткової втрати інвестором коштів, які були вкладені в об'єкт інвестування. Абсолютно всі інвестиції пов'язані з ризиком. При ухваленні рішення щодо інвестування власник капіталу повинен реально

оцінювати усі суб'єктивні та об'єктивні сторони економічної діяльності об'єкту інвестування [33].

В той же час будь-який інвестор розуміє, що збільшити свій капітал, не здійснюючи процедури інвестування, неможливо. По-перше, грошові кошти можуть бути схильні до інфляційного знецінення, а по-друге, вони можуть просто зникнути в результаті дії кримінальних елементів.

Усі ці події мають бути адекватно осмислені інвестором. Тому успіх інвестування повністю залежить від здатності інвестора правильно оцінювати існуючий рівень ризику і, у зв'язку з цим, приймати відповідні рішення [126].

Проводячи аналіз суті економічних категорій, що формують об'єми, структуру, напрями, форми і методи процесу інвестування, закладають розуміння інвестиційного процесу в країні, необхідно враховувати таке поняття, як інвестиційний клімат економічної системи країни. Це пов'язано з тим, що приймаючи рішення щодо інвестицій в той або інший проект, будь-який інвестор формує думку про стан і якість внутрішнього і зовнішнього середовища з точки зору можливості отримання прибутку (доходу) від вкладеного капіталу. В зв'язку з цим виникає необхідність в реальній оцінці інвестиційного клімату країни, яка приймає цей інвестиційний ресурс.

Економічна категорія «інвестиційний клімат» - це багатофакторне і комплексне поняття, яке має визначення як на макро-, так і на мікрорівні. У області наших досліджень нас більше цікавить макрорівень. Поняття макрорівня містить в собі чинники політичної і економічної спрямованості розвитку країни, а також рівень розвитку соціальної сфери. З точки зору, політичної складової проводиться оцінка державного регулювання інституту прав власності, міри державного втручання в інституціональні структури, традицій дотримання міжнародних угод, правонаступності влади, ефективності роботи фінансово-економічних державних структур.

Несприятливий вплив на інвестиційний клімат формується, в тому числі, через непогодженість дій окремих державних інститутів, відсутність чітких формулювань окремих законодавчих норм та ін. Усі ці чинники

позначаються на зменшення об'ємів інвестиційних ресурсів в економіку країни [132].

До економічних параметрів, що впливають на інвестиційний клімат можемо віднести стан економіки, державне регулювання у валютній, фінансовій і кредитній сферах країни, митний режим та режим використання робочої сили. Іноземних інвесторів найбільше цікавить, які існують механізми, що забезпечують вільний рух капіталу. В процесі прийняття ними рішення щодо інвестування визначальну роль грають: стійкість валютного курсу, рівень і методи регулювання інфляції, вартість кредитного ресурсу, податкова політика. Особлива увага приділяється чинникам, які формують розмір витрат виробництва (оплата і продуктивність праці в кореляції з кваліфікацією персоналу) [77].

Наступним елементом інвестиційного клімату є соціальна складова. Вона дає можливість потенційному інвестору сформулювати судження щодо суспільного розуміння поняття «приватна власність» взагалі, та по відношенню до зарубіжних інвесторів зокрема (оцінюється теоретична можливість громадського невдоволення щодо зміни громадянства власника).

Загалом визначення економічної категорії «інвестиційний клімат», як одного з визначальних елементів інвестиційного процесу, не має чіткого розуміння в Україні. Разом з теоретичним інтересом ця категорія має і практичне значення. Воно знаходиться в розумінні категорії «інвестиційний клімат», яке пов'язано з формуванням світогляду щодо системи цілей і цінностей, у рамках якого існує інвестор.

Таке сучасне поняття економічної науки, як інвестиційний клімат включає усе те, що використовує інвестор при ухваленні рішення. Ключовими чинниками при ухваленні рішення є судження про те, сприятливими або несприятливими є умови для вкладення капіталу (враховується ідеологія і політика, економіка та культура, національний менталітет господарювання). Оцінюючи ці умови, інвестор формує думку стосовно рівня інвестиційного ризику. Тобто, чим менш сприятливим є

інвестиційний клімат в країні, тим менше шансів у інвестора отримати бажаний прибуток. Наслідком цього є збільшення витрат для країни щодо залучення інвесторів, як іноземних, так і вітчизняних.

Таким чином, підводячи підсумок, можна констатувати, що рівень інвестиційного клімату в країні має грошове вираження, яке виливається в матеріальні втрати, пов'язані із низькою ефективністю інвестицій. Цей зв'язок зумовлює рівень інвестиційної активності та розмір інвестиційних ресурсів, які направляються в реальний сектор економіки, що, у свою чергу, впливає на інвестиційний потенціал країни [74].

Зараз соціально-орієнтована ринкова економіка України направляє інвестиції в галузі, які надають послуги ринкового та неринкового характеру, зокрема, в розвиток соціальної сфери. Усі ці процеси свідчать про спроби держави сформувати якісний і кількісний інвестиційний потенціал країни [100, 105].

Проводячи аналіз інвестиційного потенціалу національної економіки України і основних його складових, слід виділити той факт, що збільшення числа джерел фінансування ще не дає нам можливості говорити про сприятливі тенденції в інвестиційному кліматі і про достатні об'єми інвестиційних вкладень. Держава в сьогоденному стані не здатна узяти на себе вирішальну роль в активізації інвестиційного процесу і в перерозподілі потоків інвестицій в реальний сектор економіки нашої країни [116].

Проте, на державному рівні приймаються зусилля зі створення сприятливого інвестиційного клімату в економіці України. Йдеться про законодавчі зміни щодо звільнення від оподаткування прибутку підприємств, що направляється ними на інвестиційні і інноваційні цілі, про податкові пільги що стосуються придбання інноваційного обладнання, залучення до інвестування населення та домашніх господарств [133].

Потенціал можливостей населення України щодо здійснення інвестицій досить великий. Але, враховуючи економічну, політичну та законодавчу нестабільність в країні, повною мірою ці можливості не



використовуються. Оцінюючи реалії сучасної високої майнової диференціації та рівня інфляції, а також низький рівень грамотності більшої частини населення у сфері інвестування, рівень участі вільних грошових коштів населення, які могли б бути залучені в економіку України шляхом реалізації ряду інвестиційних програм, є несуттєвим [50].

Враховуючи ситуацію, що склалася як на світовому ринку, так і усередині України, в короткостроковій перспективі немає підстав розраховувати на істотне збільшення інвестиційних ресурсів за рахунок збільшення прибутку господарюючих суб'єктів. Досить «жорстке» податкове законодавство не дає можливості підприємствам в достатній мірі поліпшити свій фінансовий стан з подальшим інвестуванням у внутрішні капітальні активи [138].

Стосовно кредитування через систему комерційних банків необхідно зазначити, що нині ще не спостерігається ріст кількості цих ресурсів, спрямованих до підприємств нефінансового сектору національної економіки в цілях розширення виробництва і реалізації інвестиційних проектів.

Відкритим залишається і питання залучення іноземних інвестицій в економіку України. Об'єм цих інвестицій, на сьогодні, недостатній для формування упевненого економічного зростання [80].

Недосконалість українського законодавства не дає повною мірою залучати іноземний капітал, а, отже, і збільшувати інвестиційний потенціал України.

Таким чином, на нашу думку, інвестиційний потенціал як визначальний елемент, що формує економічний потенціал країни та виступає основою інвестиційного процесу, повинен грати вирішальну роль у визначенні поточних соціально-економічних завдань і вирішенні проблем, що стоять перед українським суспільством та державою [118].

У основі понять та категорій, розглянутих нами вище, пов'язаних з реалізацією ідей капіталовкладень і накопичень в Україні, закладена

парадигма двох понять «інвестиційна діяльність» та «інвестиційний процес», що вимагає виявлення між ними відповідних відмінностей.

На нашу думку, під інвестиційною діяльністю в національній економіці слід розуміти рух інвестиційного ресурсу на основі застосування існуючих ринкових механізмів і реалізація практичних заходів з метою отримання прибутку та (чи) досягнення іншого корисного ефекту.

У свою чергу, інвестиційний процес, на нашу думку, в загальному випадку є діяльністю щодо використання інвестиційного ресурсу для здійснення і реалізації інвестиційних проектів з метою отримання додаткової вартості на вкладений капітал або досягнення іншого корисного результату.

Це визначення «інвестиційного процесу» як економічної категорії ринкової економіки визначає чіткий круг учасників, сферу інвестицій, стадії реалізації, індикатори результатів та наслідків (прямих і непрямих) свого здійснення. Це дає нам розуміння того, що категорія «інвестиційний процес» є більш змістовною і об'ємною та цим відрізняється від категорії «інвестиційна діяльність». Разом з цим слід зазначити, що при аналізі цих двох понять на макроекономічному рівні схожості і відмінності в строго науковому значенні слова доки провести важко. Єдине, що не викликає сумнівів, це те, що інвестиційний процес в Україні життєво потрібний, і це слід враховувати при формуванні економічної політики держави, у тому числі і у формуванні інвестиційних програм розвитку [117].

На наш погляд, флагманом в активізації інвестиційного процесу в Україні повинен виступати фондовий ринок. Для того, щоб зрозуміти які механізми і інструменти фондового ринку здатні принципово змінити якісні характеристики інвестиційного процесу, нам необхідно розкрити сутність і дати поняття фондового ринку, як інституту трансформації грошових ресурсів в інвестиції [69].

Також для повного розуміння суті питання особливо важливим є усебічне вивчення сутності і державного регулювання процесів, пов'язаних із діяльністю фондового ринку. Для вирішення цього завдання, передусім,

важливо визначити та охарактеризувати дію механізмів цього регулювання на макрорівні, для чого необхідно надати оцінку грошово-кредитної політики, вивчити теоретичні аспекти державного регулювання фондового ринку, представити державне регулювання фондового ринку як систему, охарактеризувавши її поелементно.

Одним з оптимальних механізмів, який може бути використаний для реалізації потенціалу інструментарію грошово-кредитного регулювання є, на нашу думку, фондовий ринок. Поглиблене вивчення категорії фондового ринку передбачає дослідження його сутності та функцій, які він виконує в якості елемента економічної системи країни в контексті його функціонування як макроекономічного стабілізаційного механізму.

Згідно із визначенням, наведеним у статті 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», під фондовим ринком (ринком цінних паперів) розуміється «сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів)» [40]. Зауважимо те, що законодавець ототожнив поняття фондового ринку і ринку цінних паперів, проігнорувавши дискусії, які ведуться з цього приводу у науковому світі. Це свідчить, що, скоріш за все, до розробки цього закону не було залучено досить широке коло науковців.

Дискусійність такого ототожнення є характерною лише для пострадянського наукового простору. У західних економічних джерелах поняття «ринок цінних паперів» (securities market) є мало використовуваним, очевидно, з причини його певної аморфності, що робить його мало придатним для дослідження. Замість нього зустрічаються терміни, які мають однозначне трактування, такі як «ринок акцій» (stock market, equity market), «ринок облігацій» (debt market, bond market) і «ринок похідних фінансових інструментів» (derivatives market). Як зазначає дослідник фондового ринку Р. Тьюлз, під терміном «stock» у Північній Америці розуміють власність корпорації або просто акції. Тому переклад терміну «stock market» є доволі однозначним [129, с. 3].

Очевидно, що широко застосований у нашій економічній літературі термін «фондовий ринок» є не зовсім вдалою спробою узагальнити варіанти перекладів з англійської терміну «stock market» (stock – акції, фонди, цінні папери). На нашу думку, якби за критерій перекладу була б поставлена буквральність, то процес подолання його різноманітності привів би лише до одного з варіантів – «ринок акцій», – а підґрунтя для дискусій навколо ототожнення фондового ринку і ринку цінних паперів взагалі б не виникало.

Безумовно, термін «фондовий ринок» є надто поширеним у вітчизняних економічних колах, щоб говорити про відмову від нього. Ймовірно, основною причиною, яка спричинила широке розповсюдження у пострадянській науковій літературі саме цього варіанту перекладу англійського терміну «stock market», стала зручність його використання. Очевидно, назва «фондовий» походить від назви об'єкту взаємовідносин, що виникають на цьому ринку. Відповідно, таким об'єктом виступають капітальні активи (фонди), права володіння якими, документально підтверджені у вигляді відповідних цінних паперів, і стають предметом ринкових взаємовідносин. Тобто, використовуючи термін «фондовий ринок» в розумінні комплексу ринків капітальних активів (акцій, облігацій), можна скоротити витрати часу на викладення думки, але при цьому потрібно слідкувати, щоб це не стало причиною її неточності або некоректності.

Очевидно, що у викладеному вище аналізі ми йшли «знизу-догори», тобто, від об'єкту взаємовідносин до призначення ринку. Для перевірки правильності цієї логічної конструкції спробуємо піти протилежним шляхом – від визначення макроекономічного призначення фондового ринку. Так, К.Р. Макконнелл і С.Л. Брю визначають його як складовий елемент фінансової системи країни, як механізм, що опосередковує рух вільних грошових коштів, призначення якого визначається в наданні можливості позичальнику залучати кошти для придбання капітальних ресурсів [70, с. 61].

Аналогічний підхід використовує відомий американський економіст Джефрі Сакс, який під фондовим ринком розуміє організаційно-технічний

механізм, що виконує функції перерозподілу вільних коштів та ризиків, оцінки вартості прав власності на активи, формування і обробки масивів ділової та економічної інформації між учасниками ринку та ін. Він визначає його як транзитний ринок, куди спрямовуються вільні капітали, що можуть бути надані на тривалий термін, які потім направляються в галузі, де відбувається їх іммобілізація з метою задоволення інвестиційних потреб суб'єктів господарювання [112, с. 319]. Таким чином, в цих роботах відомих економістів підкреслюється наявність ознаки «капітальності» активів, що лежать в основі фондових цінних паперів.

Згідно дослідження українських науковців А.А. Пересади, О.Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко та С. В. Урванцевої «ринок цінних паперів складається з двох частин – фондового ринку та сфери обігу цінних паперів у вигляді купівлі-продажу короткотермінових (до одного року) документів. Таким чином, ринок цінних паперів за економічним змістом – це поняття дещо ширше за фондовий ринок, хоча значення останнього є достатньо великим (саме на ньому знаходяться в обігу акції і облигації)» [98]. Ми погоджуємось з викладеними вище позиціями, і додаємо, що фондовими цінностями можуть бути не будь-які цінні папери, а лише інвестиційні.

Продовжуючи дослідження, проведемо поглиблений аналіз понять «ринок цінних паперів» і «фондовий ринок» для того, щоб більш чітко окреслити їх сутність і встановити комплекс взаємозв'язків, а, також, конкретизувати відмінності, обумовлені їх економічною природою.

Очевидно, що і ринок цінних паперів, і фондовий ринок є системними об'єктами. Тобто, з одного боку, вони функціонують як окремі системи у взаємодії з іншими системами, а, з іншого, вони є елементами більш складної економічної системи, тобто, їх потрібно розглядати як підсистеми з точки зору макроекономічного аналізу. Таким чином, у будь-якому випадку подальше дослідження цих економічних категорій в аспекті їх функціонування як елементів макроекономічних процесів доцільно проводити з використанням системного підходу.

Використання системного підходу в процесі аналізу вказаних понять передбачає, в тому числі, необхідність їх декомпозиції як процедури, що використовується при визначенні структурних елементів нижчого рівня, встановленні їх ієрархічної побудови, функціонального призначення та характеру і напряму взаємозв'язків між ними [31].

Поглиблене вивчення категорії фондового ринку передбачає дослідження його сутності та функцій, які він виконує в якості елемента економічної системи країни в контексті його функціонування як макроекономічного стабілізаційного механізму.

Метою функціонування фондового ринку є формування сучасних механізмів для залучення інвестицій в економіку шляхом створення інформаційного поля, на якому відбуватиметься взаємодія між об'єктами інвестицій та інвесторами. При цьому дуже важливо, щоб фондовий ринок забезпечував стабільне функціонування механізму, спрямованого на безперешкодну передачу інвестицій (шляхом придбання цінних паперів) з рук в руки, причому така операція повинна мати законну силу [27].

Механізм функціонування фондового ринку представляє собою сукупність елементів взаємовідносин різних суб'єктів ринку, пов'язаних із здійсненням операцій на ньому [9].

Звідси витікає, що в основі фондового ринку лежать такі елементи:

- суб'єкти ринку - учасники;
- об'єкти ринку - цінні папери;
- фондовий ринок - операції на ринку;
- регулювання ринку цінних паперів;
- інфраструктура ринку (правова, інформаційна, депозитарна, розрахунково-клірингова і реєстраційна мережа).

Існує багато визначень економічної категорії «фондовий ринок». Для формування її власного трактування зробимо аналіз визначень та представимо їх у табл. 1.1.

Визначення категорії «фондовий ринок» в різних дослідженнях  
та нормативних актах

Зміст визначення категорії «фондовий ринок»	Автори	Джерело
Фондовий ринок – це інститут, що зводить разом покупців і постачальників капітальних ресурсів	К. Р. Макконнелл, С. Л. Брю	[70]
Фондовий ринок – сукупність підприємств, обладнання та інших факторів тривалого користування. Відповідно, фондовий ринок розцінюється як механізм, який виконує організаційно-технічні функції перерозподілу вільних коштів та ризиків, оцінки вартості прав власності на активи, формування і обробки масивів ділової та економічної інформації між учасниками ринку та ін.	Джефрі Д. Сакс	[118]
Фондовий ринок – ринок довгострокових вільних капіталів, куди спрямовуються і де концентруються заощадження, які направляються в галузі, де відбувається їх іммобілізація на тривалий термін	А. Н. Пургін	[107]
Фондовий ринок – ринок емісійних паперів – акцій та облігацій, – які можуть бути використані в якості інструментів залучення довгострокових інвестицій	Г. М. Калач	[45]
Фондовий ринок це інститут чи механізм, який зводить разом покупців (носіїв попиту) і продавців (поставщиків) окремих товарів і послуг	М. М. Кутузова	[62]
Фондовий ринок – це ринок обігу цінних паперів, який входить до складу фінансового ринку. Він утворюється як результат певного розвитку товарного, грошового і кредитного ринків, є складним і чутливим механізмом регулювання господарських зв'язків, перетворюється в індикатор економічного становища країни і окремих галузей господарства	Матеріали НДФІ, які стали основою для обговорення в Мінфіні СРСР, квітень 1990 р.	[100]
Фондовий ринок – фондова біржа, що функціонує постійно на підставі відповідної ліцензії, виданої Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку в установленому нею порядку, і забезпечує проведення регулярних торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами за встановленими правилами, а також організовує централізоване укладання і виконання договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів	Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»	[40]
Фондові ринки чи фондові біржі - ринки, на яких відбувається торгівля акціями корпорацій	Я. М. Міркін	[73]
Фондовий ринок – багатогранна функціональна структура соціально-економічних відносин, яка формується внаслідок взаємодії суб'єктів господарювання в процесі руху грошових потоків, що перетворюються в форму інвестиційних цінних паперів	<i>Авторське визначення</i>	

Джерело: складено автором

На підставі проведеного дослідження існуючих визначень можемо зробити висновок, що фондовий ринок – це багатофункціональна інституціональна структура, що включає набір інструментів і механізмів, спрямованих на забезпечення інвестиційного процесу, шляхом здійснення операцій з цінними паперами, з урахуванням правового регулювання взаємовідносин між учасниками цього ринку.

Як будь-яка системна структура, фондовий ринок є підсистемою більш великої економічної системи, яка постійно перебуває під впливом діалектичних змін у відповідності до поточного стану політичного та соціально-економічного розвитку країни. Відповідно до цього фондовий ринок також перебуває у певній послідовності станів, яку можна назвати його розвитком.

Розгляд поняття «розвиток об'єкту» з точки зору його керованості передбачає його розуміння як процесу зміни умов функціонування об'єкту з метою його переведення у бажаний стан у відповідності до поставлених суб'єктом (суб'єктами) розвитку цілей такого перетворення. Суб'єктами розвитку фондового ринку виступають держава та учасники фондової торгівлі, які зацікавлені у максимально ефективному функціонуванні фондового ринку як механізму досягнення своїх цілей. Співпадіння тактичних цілей суб'єктів розвитку зумовлює появу феномену саморегулювання об'єкту, в той час як визначення стратегічних цілей залишається переважно за державою.

На підставі вищевикладеного, під поняттям «розвиток фондового ринку» будемо розуміти процес поступового ускладнення соціально-економічних відносин щодо перетворення грошових коштів на фінансові активи у формі інвестиційних цінних паперів. Даний підхід надає можливість якісної конкретизації напрямів еволюції фондового ринку в контексті реалізації його основного функціонального призначення як трансформаційного механізму забезпечення інвестиційних потреб національної економіки.



Фондовий ринок має чіткий зв'язок з такими ринками: фінансовий ринок, грошовий ринок, ринок капіталів. Фондовий ринок є індикатором інвестиційних процесів країни, де відбувається задоволення інвестиційних потреб і можливостей між його учасниками, та активізується розвиток національної економіки [71]. Це в певній мірі спонукає індивідуальних інвесторів приймати участь в інвестиційних програмах як держави, так і приватних власників.

Необхідно відмітити, що далеко не всі цінні папери походять від грошових капіталів. Тобто, можна зробити висновок, що ринок цінних паперів не може в повній мірі корелювати з фінансовим ринком [120].

Тому, в разі коли розглядається ринок цінних паперів з точки зору грошових ресурсів, в основі яких лежить капітал, то цей ринок називається фондовим. Саме в цій якості фондовий ринок виступає складовою частиною фінансового ринку. Більша частина ринку цінних паперів формує фондовий ринок.

Також можна вважати, що фондовий ринок, опосередковано через свої багатофункціональні інструменти, виступає сегментом як грошового ринку, так і ринку капіталів, які характеризуються постійним рухом прямих банківських кредитів, трансформацією заощаджень в інвестиційні ресурси через страхові компанії, внутрішньофірмові кредити тощо [24, 25].

Таким чином, під розвитком фондового ринку нами запропоновано розуміти процеси щодо побудови багатогранної функціональної структури соціально-економічних відносин, які формуються внаслідок взаємодії суб'єктів господарювання в процесі руху грошових потоків, що перетворюються в форму інвестиційних цінних паперів

Провівши сегментацію ринку цінних паперів, виділимо чотири основних сегменти: фондовий ринок, ринок інструментів грошового обігу, ринок товаророзпорядчих паперів та ринок похідних інструментів. Базовим визначенням для них є система відносин з приводу випуску та обігу інструментів кожного з сегментів в економічній системі. Проте, система

відносин кожного з ринків лежить не тільки в площині певного сегмента. Причиною цього є те, що в основі цінних паперів ринку похідних інструментів знаходяться первинні папери, які обертаються на ринках інструментів грошового обігу та фондовий ринок. Виходячи з цього, відносини, які виникають на ринку похідних інструментів, як наслідок, знаходяться в тісному взаємозв'язку з відносинами, що лежать в площині ринків первинних цінних паперів. Схематично структура ринку цінних паперів показана на рис. 1.2.

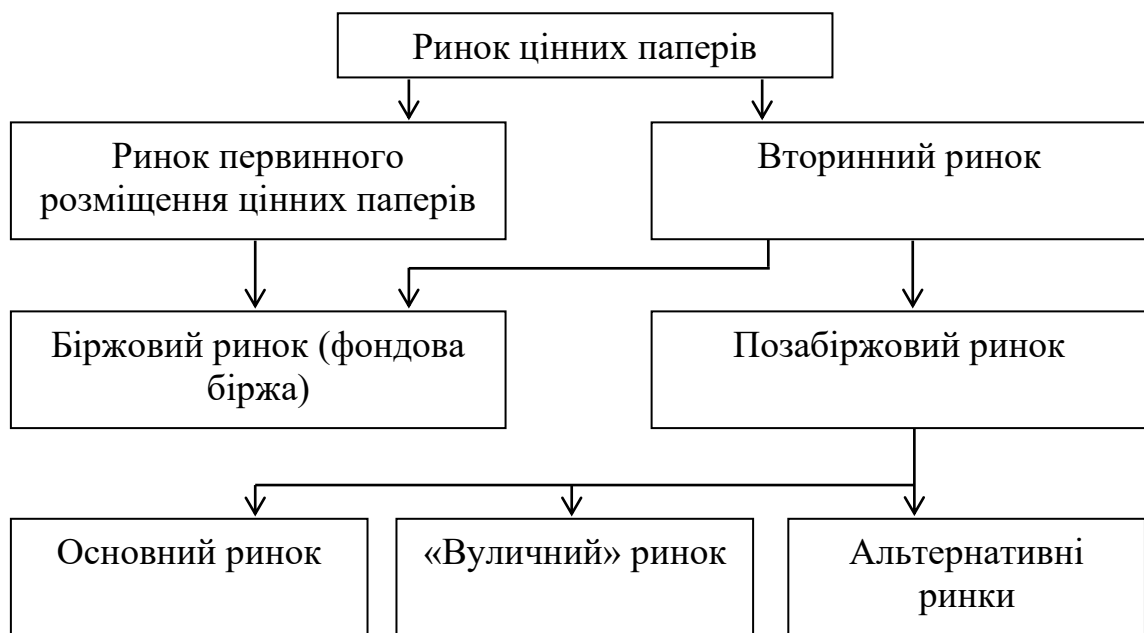


Рис. 1.2. Структура ринку цінних паперів

Джерело: складено автором за [9, 15, 17]

Саме тому, що різні групи ринків в структурі ринку цінних паперів виконують різні по суті функції, слід чітко розділяти і категорії, які їх позначають. В іншому випадку можна досить чітко уявляти собі характер і економічну значимість процесів, що протікають на ринку цінних паперів і їх наслідки для економіки країни.

Як правило, ринок цінних паперів визначають як елемент фінансового ринку, проте, питання про його місце є дискусійним багато в чому через взаємозв'язок всіх складових частин останнього.

У структурі фінансового ринку, як правило, виділяють наступні елементи: грошовий ринок і ринок фінансового капіталу. На грошовому ринку обертаються кошти, що забезпечують рух готівки і короткострокових позик, втілених в різні інструменти. На ринку фінансового капіталу відбувається рух довгострокових накопичень. Однією із складових частин грошового ринку є валютний ринок, що представляє собою сферу економічних відносин, які проявляються при здійсненні операцій з іноземною валютою і цінними паперами в іноземній валюті.

Необхідно відзначити, що сучасна фінансова система являє собою структуру, в основу якої покладено механізм кредиту. Абсолютно всі фінансові інструменти, за винятком золота, є чиймись зобов'язаннями (державні, банківські, корпоративні), які обертаються на відповідних ринках [22]. Фінансові інструменти виконують свої функції до тих пір, поки організація, яка їх випустила, відповідає за зобов'язаннями, оформленим цими фінансовими інструментами. У разі банкрутства організації її активи знецінюються. Причому ризики фінансових інструментів вищого рівня значно більше ризиків їх базисного активу [23].

Всі сегменти фінансового ринку тісно переплітаються і взаємодіють один з одним. Всі вони мають свої особливості, що дозволяють виділити їх серед інших. Ці особливості визначаються економічними відносинами, що виникають в їх рамках, типами емітентів, а також видами і терміновістю фінансових активів, які обертаються на них. Ринок цінних паперів складається з грошового ринку, інструментами якого виступають цінні папери з терміном обігу до року, і ринку фінансового капіталу, на якому представлені цінні папери з терміном обігу понад один рік [15].

Одночасно ринок цінних паперів сам є як частиною грошового ринку, так і частиною ринку капіталів. Те ж саме можна сказати і щодо всіх інших основних сегментів фінансового ринку: будучи цілим, кожен сегмент складається з частин і сам є частиною чогось. Таким чином, ринок цінних паперів, з одного боку, є самостійним елементом фінансового ринку, а з

іншого – органічною частиною грошового ринку і ринку капіталу (рис. А.1, Додаток А). Такий стан визначається тим, що інструменти ринку цінних паперів допомагають створити умови для більш інтенсивного руху інвестиційних ресурсів.

Зазначимо, що у структурі угод на фондовому ринку значну перевагу мають угоди, що обслуговують процес вторинного перерозподілу корпоративних прав власності або передбачають отримання спекулятивного прибутку від короткострокового володіння цінними паперами, що обертаються на ринку. Первинний продаж пайових та боргових цінних паперів становить незначену частку фондових операцій [18].

Очевидно, що вторинні продажі ніяк не впливають на капітал, що вже залучений емітентом у результаті раніше проведених випусків його цінних паперів, і, відповідно, на його інвестиційний потенціал, сформований за результатами минулих емісій. Але вторинний ринок, за умови достатнього рівня ліквідності, створює можливості для виходу з інвестицій у певні цінні папери та дозволяє забезпечити високий рівень гнучкості вкладень залежно від ринкової кон'юнктури чи особистих уподобань інвестора. Вказана особливість створює умови для залучення до торгівлі на фондовому ринку не тільки інвесторів, що вкладають кошти на довготривалий термін, а й трейдерів, операції яких розраховані на значно коротший часовий горизонт. Масова присутність останніх забезпечує, по-перше, досягнення високого рівня ліквідності біржових торгів, а, по-друге, формує умови для ефективної реалізації біржовим (фондовим) ринком його інформаційної функції шляхом встановлення поточних ринкових цін на біржові активи.

Також необхідно відзначити суттєву перевагу ринкової оцінки вартості цінних паперів, сформованої на достатньо ліквідному ринку, у порівнянні з показником балансового прибутку у якості критерію оцінки ефективності використання корпоративного майна. Якщо балансовий прибуток є ретроспективним показником ефективності, то біржовий курс є відповідним перспективним показником, оскільки він відображає інтегральну прогнозу

оцінку успішності господарювання емітента на основі наявної інформації, щонайменше, по відношенню до середнього показника прибутковості по галузі або по ринку в цілому. В свою чергу, достатньо висока перспективна ефективність діяльності компанії дозволяє їй, скориставшись сприятливою кон'юнктурою, залучити новий капітал шляхом додаткової емісії корпоративних цінних паперів та використати його для фінансування власної інвестиційної діяльності [38].

Таким чином, не дивлячись на те, що вторинний ринок безпосередньо не надає емітентам можливості фінансування своїх інвестиційних потреб, його функціонування дозволяє:

- сформувати механізм інформаційного забезпечення учасників ринку;
- надати кількісну оцінку поточних рішень менеджменту компаній-емітентів та їх господарських перспектив;
- визначити потенційно найбільш прибуткові об'єкти інвестиційних вкладень та спрямувати до них капітальні потоки, тим самим максимізувавши ефективність використання вільних економічних ресурсів на макроекономічному рівні.

Таким чином, в національній ринковій економіці простежується чіткий зв'язок між розвитком фінансовим сектором економіки та інвестиційним процесом. Цей зв'язок стає більш істотним з посиленням ринкового характеру економіки, адже від рівня розвиненості механізму ринкових стосунків безпосередньо залежить активність інвестиційних процесів, яка забезпечується через тісний взаємозв'язок фондового ринку з іншими сегментами фінансового ринку.

### **1.3. Регулювання фондового ринку та грошово-кредитна і монетарна політика**

Проведемо визначення характеристик регулювання фондового ринку, як елементу макроекономічного регулювання. Поняття «регулювання

фондового ринку» формується в сполученні двох термінів. В першу чергу це безпосередньо фондовий ринок, та у другу чергу це механізми регулювання, пов'язані з ним. Визначення фондового ринку та суті регулювання економіки нами дане вище, тому зупинимося на особливостях впливу регулювання на функціональність фондового ринку.

Поняття «регулювання фондового ринку» сформулюємо, ґрунтуючись на визначенні «фондовий ринок», представленому нами вище, та понятті «регулювання економіки», запропонованого нами в підрозділі 1.1.

Регулювання фондового ринку – це діяльність, спрямована на активізацію економічних процесів, пов'язаних з накопиченням ресурсів та перерозподілом (сформованих за допомогою цих ресурсів) грошових потоків при операціях з цінними паперами, з метою забезпечення ефективного інвестиційного процесу із гарантуванням інституціональних зв'язків між учасниками фондового ринку.

Це формулювання, на відміну від вже існуючих, показує важливість регулювання економіки в цілому з метою систематизації фінансово-економічних стосунків в контексті інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання у рамках фондового ринку.

Виходячи з цього визначення регулювання фондового ринку, сформуємо його цілі. На наш погляд, регулювання фондового ринку повинне втілювати глобальну для регулювання економіки мету, а, саме, досягнення максимального росту добробуту усіх категорій населення.

При реалізації цієї мети, теоретиками з державного регулювання економіки, виділяються такі основні завдання [121]:

системне зростання економіки;

максимальна зайнятість;

низький рівень інфляції;

стійкість національної валюти до зовнішніх та внутрішніх викликів;

зовнішньоекономічна рівновага.

На нашу думку, регулюванню фондового ринку має бути властиве вирішення специфічних завдань, які б формували реальну позитивну динаміку в економічному розвитку країни. До таких завдань нами пропонується відносити:

- створення умов, спрямованих на економічний розвиток та таких, що спрощують ведення бізнесу;

- створення умов для підвищення інвестиційної активності суб'єктів господарювання, що забезпечить можливість поліпшення інвестиційного клімату в країні;

- формування цивілізованих форм взаємовідносин на фондовому ринку між інвесторами і позичальниками [117].

Реалізація цих завдань дасть можливість, в перспективі, створити у рамках національної фінансової системи відносну макроекономічну рівновагу, що спричинить збалансованість зовнішньоекономічних показників (зовнішній рух капіталів, платіжний баланс).

Відмітимо, що завдання регулювання фондового ринку повинні вирішуватися одночасно, щоб уникнути проблеми першочерговості, як це відбувається на практиці в сучасних умовах.

Грунтуючись на поставлених цілях та завданнях, визначимо функції регулювання фондового ринку, які воно повинне реалізовувати у рамках запропонованих перетворень.

Перша функція – це формування законодавчої бази, яка забезпечуватиме цивілізовану фінансову діяльність фондового ринку. У рамках цієї функції має бути гарантована недоторканість прав власника цінних паперів, забезпечено дотримання умов укладених контрактів із захистом інтересів усіх учасників цього процесу. Це необхідно реалізувати через Закон про цінні папери і фондовий ринок.

Друга функція регулювання фондового ринку – створення механізмів, спрямованих на посилення активності діяльності суб'єктів господарювання у

сфері інвестиційних процесів, за допомогою створення прозорої та гарантованої системи портфельних вкладень [61].

Прозорість в управлінні державою прибутковою частиною бюджету, в області розподілу і перерозподілу централізованих фінансових потоків є третьою функцією державного регулювання фондового ринку. Загальновизнаним фактом є те, що фондовий ринок визнає лише один критерій розподілу доходів – результат конкурентної участі на ринку цінних паперів для усіх його учасників. Тому справедливими вважаються як високі доходи тих, хто досяг успіху в конкуренції, так і низькі тих, хто потерпів невдачу. На фондових ринках, які піддаються державному регулюванню, складаються чіткі фінансові потоки по формуванню фондів інвестиційних ресурсів та подальшому їх перерозподілу, що в загальному випадку позитивно впливає на ефективність фінансових стосунків в суспільстві і в економіці в цілому [64].

Суб'єктами державного регулювання фондового ринку вважаємо з одного боку державу в особі органів влади, з іншого боку – суб'єктів фондового ринку – інвесторів та позичальників.

Фінансові відносини, що виникають між учасниками фондового ринку в процесі перерозподілу інвестиційних ресурсів при здійсненні операцій з цінними паперами, виступають, на наш погляд, об'єктом державного регулювання фондового ринку.

Істотну роль при оцінці діяльності фондового ринку грають інструменти впливу на нього при регулюванні на рівні держави [135].

У сучасних наукових публікаціях, які присвячені дослідженню теорії фондового ринку [119, 136], основними інструментами прийнято вважати законодавчі та правові норми, що визначають поняття державної власності і державного підприємництва. На наш погляд, це обумовлено тим, що ці групи інструментів містять у своїй основі заходи, що мають вплив на характер взаємодії між суб'єктом та об'єктом цього процесу.



Законодавчо-правові інструменти формуються при здійсненні державою регулювання в області інвестиційно-фінансової діяльності. За допомогою цих інструментів держава розвиває ринкову структуру – створює конкурентне середовище на ринку, визначає механізми тарифно-податкової політики, шляхом розробки державних стандартів окреслює правове поле державного регулювання; формує «правила гри», що регламентують операції з цінними паперами на фондовому ринку [51].

Наступними невід'ємно важливими інструментами при регулюванні фондового ринку являються інститути державної власності і державного підприємництва. Ці інструменти представлені на фондовому ринку у вигляді державних цінних паперів, які використовуються в ролі матеріальної бази досягнення як перспективних, так і короткострокових цілей державного регулювання фондового ринку.

Для кожного сегменту ринку структура інструментів та характер їх використання державою мають свої специфічні відмінності та особливості. При здійсненні регулювання фондового ринку функціональна роль держави полягає в розробці і застосуванні різноманітних методів впливу. На основі вивченої наукової літератури [134], нами систематизовані ці методи за основними критеріями.

1. Критерій, що оцінює ступінь свободи ухвалення рішень, які приймає суб'єкт фондового ринку (методи прямого і непрямого впливу). Методи прямого впливу сприяють формуванню рішення суб'єкта фондового ринку, які повністю виключають самостійність при здійсненні вибору, а заснованих на інструкціях держави. Прямі методи більшою мірою ефективні, оскільки для отримання економічного результату у суб'єктів більше самостійності при ухваленні рішення [16]. Але в той же час вони стосуються «...не лише агентів фондового ринку, на яких безпосередньо спрямовані державні заходи, але і суб'єктів, пов'язаних з ними ринковими стосунками» [134].

Відмінною рисою методів непрямого впливу є те, що вони викликають лише допущення самостійного вибору суб'єктів фінансових стосунків, які,

зрештою, узгоджуються з цілями економічної політики держави. Істотним недоліком непрямих методів можна вважати певний часовий розрив, який виникає між моментами вжиття державних заходів, реагування на них фондового ринку і реальними змінами в господарських результатах.

2. Критерій, що оцінює рівень організаційно-інституціональних перетворень під впливом державного регулювання. Ці методи класифікуються на адміністративні та економічні. До адміністративних методів можна віднести методи заборони та примусу. Вони засновані на діях, спрямованих на регулювання, що створює правову інфраструктуру. Метою цього регулювання є формування стійких «правил гри» на фондовому ринку. Ці методи регламентують контрольовану лінію поведінки суб'єктів діяльності на фондовому ринку.

До економічних методів регулювання фондового ринку можна віднести:

- грошово-кредитну політику;
- фіскальну політику держави;
- інвестиційну політику;
- інноваційну політику;
- зовнішньоекономічну політику.

Фокус нашого подальшого дослідження буде зосереджений на грошово-кредитній (монетарній) політиці, як комплексі дій, механізмів та інструментів, спрямованих на реалізацію обраної державної стратегії економічного і, зокрема, інвестиційного розвитку. Від її ефективності залежить цілий комплекс показників, ключовим із яких у аспекті регулювання інвестиційних процесів виступає рівень інфляції. Цей показник береться до відома всіма економічними агентами при оцінці доцільності реалізації проектів, у яких момент (моменти) вкладення коштів і момент (моменти) отримання доходу відтерміновано у часі, тобто, при реалізації будь-якого інвестиційного проекту шляхом врахування інфляційних ризиків.

Також, зазначимо, що основним інструментом грошово-кредитної політики виступає облікова ставка центрального банку, від рівня якої залежать всі ринкові процентні ставки. Зміна облікової ставки чи, навіть, просто зростання кількості оцінок її імовірної зміни у ринкових інформаційних каналах може привести до значних зрушень у напрямках руху інвестиційних потоків [103]. Вищевикладене обумовлює доцільність зосередження акцентів подальшого дослідження саме на монетарній складовій комплексу державного економічного регулювання.

Грошово-кредитне регулювання розглядається нами як система заходів контролю за параметрами грошово-кредитного обігу і цілеспрямованого впливу на них із застосуванням відповідних методів та інструментарію, що має за мету забезпечити стимулювання і підтримку сталого економічного розвитку та попередження виникнення кризових явищ в економіці.

Циклічність економічного розвитку та умова забезпечення зниження амплітуди його коливань обумовлює необхідність регулювання грошової пропозиції. У фазі економічного спаду воно полягає у збільшенні пропозиції грошей для стимулювання витрат суб'єктами господарювання та домогосподарствами, а у фазі зростання – у проведенні рестрикційної грошової політики, відповідно, спрямованої на обмеження витрат та запобігання посилення інфляційних процесів [128]. Регулювання грошової маси є ключовим засобом, здатним вплинути на ринкові процентні ставки, рівень банківських депозитів, обсяги кредитування та інші параметри грошового обігу та ринку позикового капіталу. Грошово-кредитне регулювання, як складова державного економічного регулювання, володіє універсальною здатністю реалізовувати стратегічні макроекономічні завдання і, маючи в своєму арсеналі інструменти гнучкого і оперативного втручання, здійснювати швидке корегування короткострокових відхилень у функціонуванні об'єкту впливу [137].

Державні органи для виконання завдань регулювання грошової пропозиції (банківських депозитів) або процентних ставок мають у своєму

розпорядженні ряд засобів, які виконують роль інструментів грошово-кредитної політики. Їх комбіноване використання дозволяє досягнути кумулятивного ефекту у зміні стану об'єкту впливу [86]. Тому комплексність (системність) застосування інструментарію грошово-кредитної політики є обов'язковою умовою її проведення.

До основних загальних інструментів грошово-кредитного регулювання відносяться:

- 1) зміна норми обов'язкового резервування;
- 2) зміна облікової ставки (ставки рефінансування);
- 3) операції на відкритому ринку.

Загальносвітові тенденції у напрямі фінансової лібералізації зумовлюють застосування у регулятивних цілях переважно непрямих методів монетарної політики. Вплив непрямих методів на мотивацію і поведінку суб'єктів господарювання відбувається через дію ринкових взаємозв'язків. Їх «непрямий» характер впливу зумовлює наявність певного, іноді великого часового лагу та менш передбачувані наслідки застосування. В той же час, їх використання не стає причиною деформації ринкових механізмів. Однак, зауважимо, що ефективність використання непрямих методів регулювання багато в чому залежить від рівня розвитку грошового ринку.

Операції на відкритому ринку відносяться до методів непрямого регулювання та наразі є основним і найбільш динамічним інструментом грошово-кредитної політики у економічно розвинених країнах. На відміну від облікової ставки здійснення операцій на відкритому ринку дозволяє зайняти регулятору більш активну позицію. Суть використання цього інструменту полягає у здійсненні регулятором операцій з купівлі-продажу високонадійних та ліквідних цінних паперів, частіше за все державних облігацій, на вторинному ринку. За допомогою операцій на відкритому ринку відбувається швидке регулювання грошової маси через ту її частину, яка обслуговує такі операції. З огляду на те, що контрагентами регулятора виступають комерційні банки, відповідно, відбувається зміна ліквідності та

кредитних можливостей банківської системи залежно від того, купує він чи продає цінні папери. При викупі цінних паперів регулятор надає банкам додаткову ліквідність, а при їх продажі здійснює стерилізацію її надлишку.

З урахуванням того, що ціна купівлі-продажу визначає ставку дисконтування, а, значить, і доходність державних цінних паперів, це надає можливість регулятору практично щоденно впливати на кон'юнктуру процентних ставок. З огляду на те, що операції на відкритому ринку непрямим чином впливають на доходність інвестиційних активів, номінованих в національній валюті, це, також, дозволяє регулювати інтенсивність міжнародних фінансових потоків, які залучаються до країни з метою купівлі таких активів. Політика, спрямована на зниження доходності державних цінних паперів, стимулює масштабний перетік ліквідності у пайові цінні папери, що стимулює залучення нових інвестиційних потоків у діяльність суб'єктів корпоративного бізнесу. Таким чином, потенціал операційного інструментарію відкритого ринку дозволяє стверджувати про достатньо широке коло функцій, яке може здійснювати регулятор, будучи присутнім на ньому (рис. 1.3).

Враховуючи те, що масштаби операцій на відкритому ринку можуть варіюватись у широких межах, ціни купівлі-продажу встановлюються у відповідності з поточною ситуацією, а періодичність здійснення може бути будь-якою, такі операції виступають найбільш гнучким непрямим інструментом вирішення тактичних оперативних завдань грошово-кредитного регулювання. Звичайно, на ефективність використання їх потенціалу, крім загальноекономічних умов, значний вплив здійснює ступінь розвитку фінансових ринків, і, зокрема, фондового ринку (сегменту державних облігацій).

Основним регулятором, який реалізує завдання державної макроекономічної політики в Україні, виступає Національний банк України (НБУ).



Рис. 1.3. Функціональне призначення операцій на відкритому ринку

Джерело: складено автором

Пріоритетом монетарної політики НБУ є досягнення та забезпечення цінової стабільності, яка передбачає певне незначне зростання цін, а не їх незмінність.

Регулятор вважає, що за незначної та стабільної інфляції доходи та заощадження громадян в достатній мірі захищені від знецінення, а суб'єкти господарювання можуть здійснювати довгострокові інвестиції, що сприятиме створенню робочих місць.

В умовах низької прогнозованої інфляції серед бізнесу та населення підвищується впевненість у подальшій макроекономічній стабільності. При цьому збільшується горизонт економічного і інвестиційного планування, зростають обсяги кредитування та депозитна активність, відбувається економічне зростання [124].

Відзначимо, що здійснення грошово-кредитного регулювання має за мету саме створення основних сприятливих умов для економічного розвитку. В той же час воно не може бути «вирваним» з контексту макроекономічного регулювання і виступати автономним джерелом стійкого економічного зростання. З особливою ефективністю інструментарій грошово-кредитної політики дозволяє вирішувати завдання оперативного втручання при вирішенні проблеми короткострокових дисбалансів на різних сегментах фінансового ринку [122].

Основними факторами, що у довгостроковій перспективі зумовлюють зростання економіки були і залишаються економічна свобода, продуктивність праці, ефективність використання капіталу, підприємницька, інвестиційна та інноваційна активність суб'єктів господарювання. Національний банк не має можливості впливати на формування і розвиток вказаних факторів інструментами і засобами грошово-кредитного регулювання. Регулюючи монетарні агрегати, він ставить за мету забезпечити цінову стабільність і тим самим сформувати необхідну динаміку показників внутрішнього попиту, які, в свою чергу, зумовлюють потрібні зміни у характері, інтенсивності та ефективності використання факторів виробництва [141]. Отже, потенціал грошово-кредитного регулювання дозволяє управляти темпами зростання економіки, в той час як фактори, що зумовлюють формування економічного потенціалу країни залишаються поза межами його впливу.

Мету забезпечення цінової стабільності Національний банк, відповідно до Стратегії монетарної політики, планує досягати завдяки використанню режиму інфляційного таргетування та плаваючого обмінного курсу гривні.

Основним інструментом, що використовується при реалізації заходів монетарної політики, виступає облікова ставка. Також НБУ підкреслює, що своєю діяльністю він сприяє фінансовій стабільності та стійкому економічному зростанню, якщо це не перешкоджає досягненню цінової стабільності [93].

Режим інфляційного таргетування представляє собою в більшій мірі систему принципів, а не жорстких правил монетарної політики. Він полягає у прогнозуванні динаміки цін, яка порівнюється з цільовими показниками інфляції. Тобто, мова йде про наявність прогнозованого низького темпу зростання цін в рамках достатньо вузького коридору. Визначена таким чином відмінність між прогнозним і цільовим значенням дозволяє окреслити напрям і характер проведення (корекції) грошово-кредитної політики. В результаті такої процедури встановлюється плановий таргет (ціль) щодо рівня інфляції. Всі подальші дії монетарного регулятора спрямовані на те, щоб досягти цього показника шляхом регулювання процентних ставок.

Основною проблемою застосування режиму інфляційного таргетування в умовах перехідної економіки є необхідність отримання достовірних даних на потрібних часових інтервалах для розрахунку прогнозного значення інфляції та використання відповідного надійного методичного інструментарію. Також в процесі прогнозування інфляції необхідно мати точне уявлення про поточний стан трансмісійного механізму монетарної політики. Однак, навіть для регуляторів у розвинених країнах, де економіка є достатньо стійкою, це розуміння не є досконалим, адже часові лаги цього механізму та наявні канали трансмісії є надто мінливими величинами, що не може не вплинути на якість результатів прогнозування.

Зазначимо, що досягнення потрібної точності прогнозів ускладнюється рядом факторів, які також є мало прогнозованими (динаміка цін на світових сировинних ринках, форс-мажорні події та інші катаклізми, нестабільність курсу національної валюти, спричинена екзогенними факторами) [59]:



Основним недоліком режиму інфляційного таргетування вважається тривалий термін отримання позитивного ефекту від його дотримання. Як показує практика, при потраплянні економіки у турбулентний стан, коли активізуються інфляційні процеси та девальваційні очікування, стабілізація відбувається у довгостроковій (невизначеній) перспективі, в міру зростання довіри до політики грошово-кредитного регулювання та до національної валюти. Ефективність застосування даного режиму дуже відрізняється за країнами з огляду на специфіку економічного устрою, що зумовлюється низьким рівнем розвитку фінансового ринку, високою часткою експорту у структурі ВВП, високою часткою доларових розрахунків та наявністю значної кореляції між валютним курсом і цінами [125].

Невирішеним питанням залишається те, в якій мірі і коли позитивний ефект від таргетування інфляції перевищить (якщо перевищить) економічні втрати, які несе реальний сектор внаслідок зростання процентних ставок та зниження доступності кредитних ресурсів. Тому у процесі подальшого розгляду проблематики державного макроекономічного регулювання доцільно більш детально зупинитись на цілях грошово-кредитної політики.

Грошово-кредитна політика як елемент економічної політики звичайно повинна бути з нею узгоджена. З іншого боку, вона повинна, також, мати внутрішню узгодженість, тобто її цілі не повинні вступати у протиріччя одна до одної. Для того, щоб досягнути високого рівня зайнятості, необхідно забезпечити економічне зростання; досягнення стабільності та прогнозованості на фінансовому ринку неможливе без впровадження послідовної та прозорої політики облікової ставки тощо. Але сучасна практика монетарного регулювання налічує багато прикладів конфліктів таких цілей. Наприклад, завдання підтримання цінової стабільності нерідко конфліктує із завданням підтримання сталої облікової ставки та високого рівня зайнятості у короткостроковій перспективі. Якщо відбувається економічне зростання та зниження рівня безробіття, може спостерігатись посилення інфляційних процесів внаслідок активізації споживчих настроїв та

зростання кредитних відсотків через збільшення попиту на кредит з боку зростаючої економіки, яка, відповідно, бажає задовольнити споживчий попит, що також збільшується [141].

Регулятор, у намаганні запобігти зростанню відсоткових ставок, буде підвищувати ціни на нові транші державних облігацій з метою переорієнтації грошових потоків на кредитний ринок, та скуповувати держоблігації на вторинному ринку, тим самим насичуючи банківську систему додатковою ліквідністю. При цьому подібне розширення грошової пропозиції буде провокувати подальше посилення інфляційних ризиків, які регулятор, власне, намагався знизити. Цей приклад конфлікту цілей наочно показує необхідність розробки збалансованого сценарію дій в умовах багатоваріантності розвитку економічної ситуації.

Хоча статистика у розрізі країн, які перейшли на застосування режиму інфляційного таргетування, свідчить про покращення ступеня керованості інфляційних процесів, у науковому співтоваристві все частіше звучать сумніви щодо його абсолютної корисності для економіки. Аналіз світового досвіду реалізації грошово-кредитної політики свідчить, що цінова стабільність не завжди виступає гарантією фінансової стабільності. Розбіжності у фазах та амплітуді фінансового та ділового циклів можуть стати причиною формування у фінансовому секторі системних ризиків на фоні достатньо стабільних макроекономічних умов. Так, зокрема, у 2000-х роках, коли у розвинених країнах спостерігалось стале економічне зростання в умовах низької інфляції, відбувався «перегрів» окремих сегментів світових фінансових ринків, який проявлявся у формуванні фінансових «бульбашок» з подальшим слабо керованим, а, іноді, лавиноподібним процесом їх «здуття», що стало причиною зародження і розвитку кризових явищ та, в кінцевому підсумку, привело до суттєвих втрат в економіці [108].

Загострення ситуативних протиріч між цілями грошово-кредитної політики та необхідністю підтримки фінансової стабільності актуалізувала проблему пошуку оптимального та динамічного балансу між ними.

Проблемність оцінки ефективності застосування заходів грошово-кредитного регулювання для досягнення фінансової стабільності спонукала до формування розуміння роздільного підходу до визначення мети обох політик. Наслідком цього процесу стало виключення з практики центральних банків розвинених країн або мінімізація використання ними процентної ставки як інструменту обмеження системних ризиків. Своєрідним мейнстрімом у вирішенні проблеми обмеження виникнення і накопичення дисбалансів на фінансових ринках на поточний момент є використання макропруденційних інструментів. Жертвою компромісу, як правило, виступають терміни досягнення цільового рівня інфляції, які подовжуються відносно ситуації, у якій облікова ставка використовується у цілях грошово-кредитного регулювання.

Щодо іншого широко використовуваного у світовій практиці інструменту – операцій на відкритому ринку, – то при аналізі Стратегії монетарної політики Національного банку звертає на себе увагу той факт, що НБУ розглядає його лише як допоміжний при досягненні цілей цієї політики [93]. Аналіз ринку облігацій внутрішньої державної позики, який буде проведено у наступному розділі, надасть можливість більш детально сформулювати причини такого концептуального «заниження» функціональної ролі цього інструмента. Попередньо лише виділимо деякі з них, такі як:

- слабкий розвиток (низька ліквідність, невисока за світовими мірками капіталізація) облігаційного сегменту фондового ринку;
- високі конкурентні переваги державних цінних паперів, як об'єкта інвестицій, не дивлячись на їх низьку дохідність. Можна, навіть, стверджувати, що природа цих переваг на нашому ринку носить не ринковий, а, в більшій мірі, інституційний характер;
- дефіцит привабливих інвестиційних об'єктів на національному фондовому ринку.

Ці фактори суттєво обмежують можливості регулювання грошової маси шляхом операцій з інструментами облігаційного ринку. Нажаль, фундаментальні фактори, які визначають розвиток фондового ринку, знаходяться поза межами впливу монетарної влади.

Зауважимо, що стабільність у фінансовому секторі виступає визначальною передумовою забезпечення ефективної трансмісії грошово-кредитної політики, в тому числі, впливу рішень щодо процентної ставки на динаміку основних макроекономічних показників. Його якісний розвиток, в тому числі, як механізму трансформації заощаджень в інвестиції, збільшує глибину і ліквідність фінансових ринків, сприяє підвищенню довіри до нього та привабливості з боку потенційних учасників і, в тому числі, впливає на рівень ризик-премій [55].

Реалізація макропруденціальних заходів у фінансовій сфері обмежує можливість накопичення системних ризиків і, відповідно, дозволяє знизити ймовірність виникнення кризових явищ, підвищити визначеність перспектив для учасників ринку та знизити потенціал негативних наслідків для реального сектора економіки.

У своїй практиці Національний банк України також дотримується стратегії поділу цілепокладання між вказаними політиками. Але в умовах зовнішніх шоків або реалізації внутрішніх системних ризиків доцільною виглядає більш висока координація в процесі реалізації заходів грошово-кредитного регулювання та підтримки фінансової стабільності, і, зокрема, при прийнятті рішення щодо облікової ставки.

Розвиток фінансового ринку в умовах фінансової та цінової стабільності сприяє підвищенню ступеня доступності фінансування для широкого кола економічних суб'єктів [54]. Крім того, він є одним з основних елементів трансмісійного механізму, який забезпечує трансляцію змін у обліковій політиці в економіку. Зростання обсягу і ліквідності фінансового ринку забезпечує більш швидку передачу сигналів, які генеруються в процесі

реалізації грошово-кредитної політики, та підвищує чуттєвість параметрів економічного розвитку до зміни облікової ставки і грошової маси в обігу.

Фондовий ринок, як одна з основних складових фінансового ринку, є ефективним механізмом акумуляції і перерозподілу фінансових ресурсів з метою створення умов для економічного розвитку країни та задоволення інвестиційних потреб суб'єктів господарювання. Його облігаційний сегмент, і, зокрема, сегмент державних облігацій, окрім функції забезпечення обслуговування державного боргу виконує активну роль механізму регулювання грошової маси [134].

Як показує практика розвинених країн, активні операції регуляторних органів з державними облігаціями здатні значно вплинути на цінову динаміку в сегменті пайових (корпоративних) цінних паперів. Зокрема, зниження доходності нових траншів державних облігацій та зростання цін їх викупу на вторинному ринку стимулює масштабний рух ліквідності з сегменту боргових цінних паперів на інші ринки і, в значній мірі, у сегмент пайових цінних паперів. Збільшення попиту на акції, що обертаються на вторинному ринку, створює сприятливі умови для розміщення нових емісій корпоративних паперів та залучення нових портфельних інвестицій суб'єктами підприємництва [139]. Тобто, трансмісійні властивості механізму фондового ринку дозволяють за рахунок операцій регулятора на відкритому ринку здійснювати масштабний вплив на динаміку портфельних, а непрямим чином, й інших форм інвестицій у національну економіку.

## **Висновки до розділу 1**

Підводячи підсумок проведеного в першому розділі дослідження, можна зробити наступні висновки.

1. Під поняттям «державне регулювання економіки» слід розуміти систему ініційованих органами державної влади управлінських заходів, збалансованих з можливостями ринкового механізму, реалізація яких

дозволяє з мінімальними витратами досягнути поставлених державою цілей шляхом спрямування активності суб'єктів економічної діяльності у відповідності з пріоритетами державної економічної політики.

2. Уточнено поняття «регулювання фондового ринку», яке повною мірою розкриває особливості та необхідність в регулюванні економічних процесів. Відповідно до нього, регулювання фондового ринку – це діяльність, яка спрямована на активізацію економічних процесів, пов'язаних з накопиченням ресурсів та перерозподілом (сформованих на підставі цих ресурсів) грошових потоків при операціях з цінними паперами, з метою забезпечення ефективного інвестиційного процесу з гарантуванням інституціональних зв'язків між учасниками фондового ринку.

3. У дослідженні були виділені основні функції регулювання фондового ринку, а саме: 1) формування законодавчої бази у сфері фінансових стосунків на фондовому ринку; 2) створення передумов по активізації інноваційної і інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання; 3) вплив держави на «прозорість» в розподілі і перерозподілі інвестиційних потоків, які концентруються в межах ринку.

4. Зазначено, що суб'єктами регулювання фондового ринку з боку держави є органи влади, а з боку фондового ринку – його учасники (позичальники та інвестори). Об'єктами регулювання фондового ринку, на наш погляд, виступають стосунки між учасниками, що виникають у процесі перерозподілу інвестиційних ресурсів при здійсненні операцій з цінними паперами.

Варто відзначити, що регулювання фондового ринку повинно ґрунтуватися на принципах законності, відкритості, єдності, незалежності та рівності.

Результати досліджень за першим розділом дисертації опубліковані у наукових працях здобувача [23, 24, 111, 112, 114].

## РОЗДІЛ 2

# ФУНКЦІОНУВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ В КОНТЕКСТІ АКТИВІЗАЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ

### 2.1. Стан фондового ринку України та можливості його розвитку

Сучасна економічна система України, яка формується протягом останніх років, дозволяє оцінити роль українського фондового ринку як окремого елемента світового фондового ринку. Ця оцінка дає нам чітке розуміння того, що фондовий ринок України намагається виходити на цивілізований шлях ринкових відносин, але створена інституційна модель економічного розвитку за умови глобальної конкуренції не здатна забезпечити економічну стабільність у країні.

Дослідження цієї проблематики вказують на те, що при формуванні перспектив розвитку українського фондового ринку відбувалося необдумане імплементація інших моделей, для інтегрування яких не було ніяких передумов. Потенційні учасники фондового ринку наголошують на невідповідності розвитку українського ринку сучасним вимогам, що несе негативні наслідки, які виражаються у недоотриманні інвестиційних ресурсів для економіки держави та дискредитації іміджу країни як такої, що стала на шлях ринкових перетворень.

За основними якісними і кількісними показниками, що регламентуються Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, його стан характеризується коливанням обсягів випуску акцій та кількості (рис. 2.1).

Зокрема, обсяг випуску акцій у 2019 р. зріс порівняно з 2014 р. у 1,6 разів, а порівняно з 2018 р. більше, ніж у 4 рази, при цьому кількість випусків зменшується. При цьому, у 2014-2015 рр. на фондовому ринку спостерігався суттєвий спад діяльності.

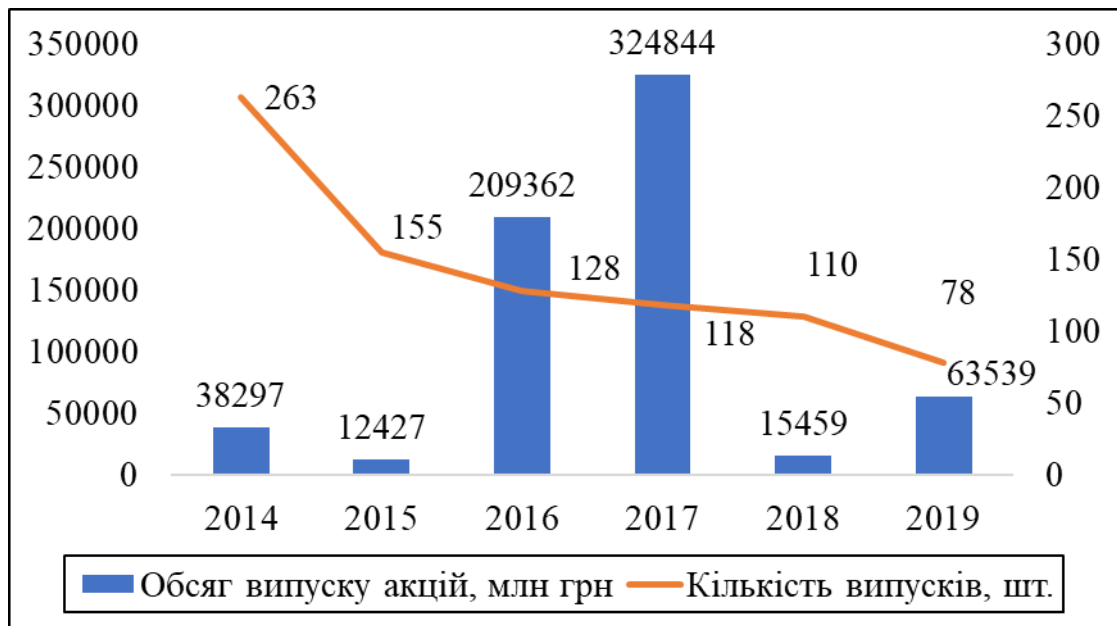


Рис. 2.1. Динаміка фондового ринку у 2014-2019 рр.

Це стає підставою для подальшого дослідження організаторів торгівлі та можливостей залучення до інвестиційних процесів різних джерел.

Досліджено динаміку обсягу біржових контрактів з цінними паперами на фондовому ринку України за організаторами торгівлі у 2016-2019 рр. (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Обсяг біржових контрактів з цінними паперами на фондовому ринку за організаторами торгівлі у 2016- 2019 рр., млн. грн.

Період	Організатор торгівлі										Усього
	УФБ	КМФБ	ПФТС	УМВБ	ІННЕКС	ПФБ	УМФБ	Перспек- тива	СЄФБ	УБ	
2016	352,2	8542,4	87654,	310,1	85,1	11012,	93,5	412023,4	195,1	8145,	528413,6
2017	463,1	9955,6	99910,	257,6	27,3	12739,	118,8	496103,9	126,5	8588,	628290,3
2018	452,3	9148,3	91568,	280,5	35,3	13245,	117,5	499025,4	145,8	9123,	521692,6
2019	515,8	9645,6	96523,	303,1	37,8	12956,	125,1	500124,2	149,2	9023,	629404,2

УФБ – ПрАТ «Українська фондова біржа»; КМФБ – ПрАТ «Київська міжнародна фондова біржа»; ПФТС – ПАТ «Фондова біржа ПФТС»; УМВБ – ПрАТ «Українська міжбанківська валютна біржа»; ІННЕКС – ПрАТ «Фондова біржа "ІННЕКС»»; ПФБ – ТОВ «Фінансова компанія «ЛФБ КРЕДИТ»»; УМФБ – ПрАТ «Українська Міжнародна Фондова Біржа»; Перспектива – ПрАТ "Фондова біржа «Перспектива»»; СЄФБ – ПрАТ «Східно-Європейська фондова біржа»; УБ – АТ «Українська біржа».



Як видно з табл. 2.1, обсяги торгівлі є незначними (в межах 8-10% ВВП України), що свідчить про неспроможність вітчизняного фондового ринку виконувати макроекономічну функцію трансформації вільних грошових ресурсів у інвестиційні ресурси та задовольняти відповідну потребу національної економіки. Серед проблем, що впливають на такий стан, виділено: недосконалість корпоративного законодавства, що регулює порядок зміни права власності на цінні папери; несвоєчасність та недостатня достовірність інформації про діяльність учасників фондового ринку.

Поряд з цим, в Україні відсутня довгострокова програма розвитку фондового ринку, а ті програми, що є, розраховані на вирішення оперативних проблем. НКЦПФР мала намір розробити та ввести в дію Стратегію розвитку фондового ринку в 2014 році, але все це так і не було реалізовано. Реалії сьогодення такі, що наше майбутнє прогнозують інші країни, які активно впливають на вітчизняний фінансовий ринок. Це стало наслідком того, що у державних регуляторів відсутнє чітке уявлення інституціональної суті розвитку фондового ринку. Перспективи економічного розвитку держави залежать від того «...чи все ж таки Україна знайде в собі внутрішні сили, щоб впровадити незалежну економічну політику» [10], і вийти на рівноправні партнерські стосунки з економічно розвиненими державами. Все це залежить, в тому числі, від вибору ефективної моделі національного фондового ринку.

Сучасний фондовий ринок України, на жаль, не виконує своїх інституційних функцій. Він не виступає організаційним центром залучення інвестицій, а є лише місцем, де власники займаються перерозподілом прав власності на бізнес-активи шляхом перепродажу їх зовнішнім інвесторам, а, також, здійснюють рефінансування заборгованості [116].

Як згадувалося в першому розділі, змістом макроекономічної політики держави є досягнення стабільності загального рівня цін, виробництва і зайнятості після того, як ці параметри з тих чи інших причин були виведені зі стану рівноваги, наприклад, в результаті розвитку кризових явищ або в

рамках трансформації економічної системи при переході від одного способу господарювання до іншого.

Щоб розглянути державну макроекономічну політику в Україні необхідно відштовхуватися від положень, безперечно встановлених економічною наукою. Мова йде перш за все про такий поширений стабілізаційний захід як скорочення грошової маси, що за фіксованих обсягів виробництва має привести до зниження цін.

Як показано в попередніх підрозділах, нормальний, або неінфляційний спосіб регулювання грошової бази, може здійснюватися за допомогою інструментів фондового ринку – а саме, через державні цінні папери, що знаходяться в портфелі НБУ. Необхідне збільшення грошової бази здійснюється через покупку Національним банком паперів або через рефінансування комерційних банків під заставу державних паперів. Скорочення грошової бази здійснюється шляхом продажу цінних паперів з вилученням відповідної кількості грошей. Дане регулювання передбачає наявність розвиненого фондового ринку і його сектора – ринку державних цінних паперів.

Збільшення обсягів пропозиції грошей має співвідноситися з обсягом попиту на гроші з боку економічних суб'єктів. При цьому рівновага буде стабільною, якщо обсяги попиту трансформуються в пропозицію ресурсів на фінансових ринках [102]. Використовуючи вищенаведені базові принципи макроекономічної політики, проведемо дослідження процесу фінансової стабілізації в Україні з акцентом на участь в ньому фондового ринку і виявлення його потенціалу в підтримці фінансової рівноваги та створення умов для стабільного економічного зростання.

Процес макроекономічної, а точніше, фінансової стабілізації в ході українських реформ можна умовно поділити на два основних етапи. Хронологічно перший етап починається в 1992 році і закінчується 1998 роком, який вибухнув фінансовою кризою. Другий – 2000-2008 р.р. – закінчується стабілізацією економічної системи і поступовим її зростанням.

Потім з 2014 р. тривало зниження виробництва і ділової активності, що відбувається і досі. Фінансова стабілізація в рамках першого етапу була досягнута з третьої спроби.

Перша спроба була зроблена в 1992 р. і тривала приблизно 3-4 місяці. Друга припала на літо-осінь 1993 р. Третя – почалася в 1994 році після «чорного вівторка» 11 жовтня і закінчилася, можна вважати успішно, в 1996 році, коли споживчі ціни виросли за рік всього на 21,8%.

Проте, фінансова стабілізація була досягнута шляхом формування в економіці певного роду диспропорцій (в тому числі і на фондовому ринку, інструментарій якого застосовувався для досягнення стабільності валютного курсу та грошової системи). І, під впливом зовнішніх умов, вони привели, в кінцевому підсумку, до фінансової кризи 1996 році.

Застосування потенціалу фондового ринку як інструменту стабілізаційної політики реалізовується, починаючи з третьої спроби (в рамках першого етапу фінансової стабілізації). Проте, короткий огляд перших двох спроб здатний показати причини, внаслідок яких починалося створення ринку державних цінних паперів з метою макроекономічної стабілізаційної політики. Динаміка основних показників розвитку економіки України в період першого етапу стабілізаційної політики подана на рис. 2.2.

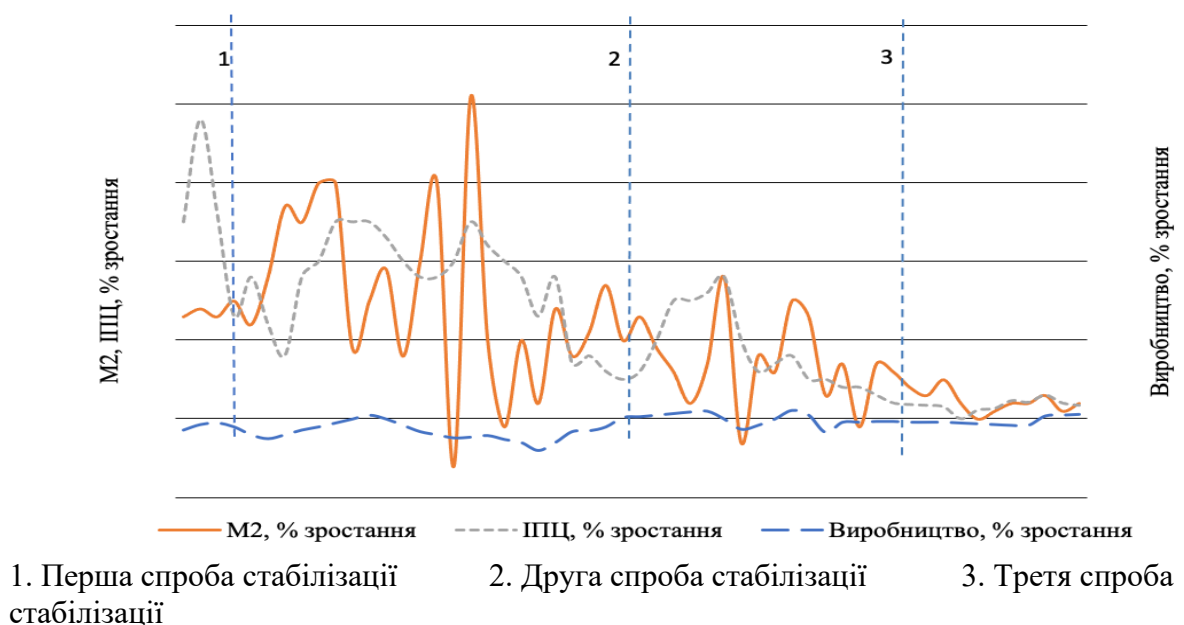


Рис. 2.2. Динаміка зміни показників національної економіки в рамках першого етапу макроекономічної стабілізації [87]

Перша спроба в умовах України 1992 року була практично напевно приречена на невдачу. Динаміка цін на початку 1992 року практично повністю визначалася процесом їх стихійної лібералізації (відразу після лібералізації до січня 1993 року ціни зросли на 249%). У даних умовах, згідно з базовими принципами монетарної політики, держава намагалася стримати зростання цін за допомогою обмежувальної грошової політики - обсяг грошової маси зростав майже тим же темпом, що і наприкінці 1991 р. У підсумку обмеження зростання грошової маси призвело до зниження інфляції до показників, порівнянних з ростом грошової маси.

Але ефективність цієї політики носила обмежений характер. На тлі високого зростання цін і обмежувальної політики зростання грошової маси економічні суб'єкти зіткнулися з нестачею грошей для розрахунків. Відповідно, росли неплатежі, заповнюючи розрив між динамікою цін і обсягом грошової маси, і, як наслідок, прискорився спад у промисловості. Причиною виникнення так званої шокової терапії по-українськи стала спроба держави стримувати зростання грошової маси і відмова від регулювання цін на основні види товарів і послуг. Підсумком даного рішення стало різке падіння реальних доходів і купівельної спроможності громадян. Заощадження населення були знецінені. У країні різко зріс рівень неплатежів, який набув ознак кризи [17].

Під час наступного етапу реформ була зроблена друга спроба стабілізації економіки влітку-восени 1993 року. Чергова лібералізація грошової політики не призвела до очікуваного економічного зростання, але в деякій мірі уповільнила темпи спаду. Восени цього ж року уряд робить чергові кроки щодо стримування зростання грошової маси. Саме в четвертому кварталі 1993 року-першому кварталі 1994 року відбувся якісний стрибок. Фінансова і грошова політика, спрямовані на стримування видаткової частини бюджету давала не тільки прямий ефект у вигляді зниження інфляції. Крім цього, посилювалась криза неплатежів та економічний спад в цілому. В цих умовах підприємства намагаються

уникнути ще більшого зростання неплатежів за рахунок виробництва продукції, яку можна реалізувати за «живі гроші» [44].

Протягом лютого-жовтня 1994 інфляційні процеси сповільнилися, і спостерігалася деяке зниження, в той час як грошова маса росла швидше, ніж ціни. Позитивна динаміка цін, а також те, що грошова маса росла не швидше, а навіть трохи повільніше, ніж в 1993 р, дозволило створити враження стабілізації економіки. Але в 1994 р. Національний банк на цьому тлі завищував курс гривні, приймаючи тимчасову стабілізацію за довгостроковий ефект. З січня до серпня курс гривні до долара знизився на 46,8%, а ціни зросли на 61%. Імпорт в доларах дешевшав, обстановка на споживчих ринках здавалася сприятливою для споживача. Результат не змусив себе довго чекати. 11 жовтня 1994 року в «чорний вівторок» курс гривні за один день впав майже на 30 процентних пунктів. Валютний ринок змінив курс, і це було обумовлено реалізацією відкладених системних помилок, перш за все, в рамках ослаблення грошової політики.

Очевидно, що в результаті цього періоду стабілізації, зв'язок інфляції і грошової маси чітко проявився. В даному випадку було практично доведений взаємозв'язок обмежувального впливу грошової маси (M2) та зниження зростання цін, і навпаки. Водночас швидке її зростання, маючи наслідком зростання інфляції, дозволяє в кращому випадку знизити темпи спаду виробництва або максимум на деякий час стабілізувати його рівень. Неважко помітити, що в цей період грошова маса тягнулася за інфляцією. Прагнення створити умови для обмеження росту інфляції за допомогою тільки стримуючої грошової політики призвело до зростання неплатежів та демонетизації економіки, що, в свою чергу, привело до формування специфічної моделі трансформації економіки.

Як зазначалося вище, в дані періоди стабілізації фондовий ринок, як інструмент макроекономічного регулювання, не міг вплинути на процеси, що відбувалися в економіці країни, однак, його розвиток має безпосередній зв'язок з самим процесом формування ринкової економіки України.

Пов'язано це з тим, що в його рамках починається формування інституту приватної власності, як необхідна умова трансформаційних процесів в умовах переходу від адміністративно-командної економіки до ринкової.

Найважливішим підсумком розвитку відносин на фондовому ринку протягом перших двох спроб макроекономічної стабілізації стало формування нових економіко-правових механізмів та інституціональних структур:

- 1) створення корпоративного сектора економіки (близько 15 000 акціонерних товариств різного типу);
- 2) початок формування ринку корпоративних цінних паперів, включаючи інфраструктуру торгівлі та вторинний ринок акцій приватизованих підприємств;
- 3) поява системи (в даний період - перехідної) інституційних інвесторів;
- 4) розвиток соціального прошарку, який з урахуванням його крайньої неоднорідності і правової незахищеності можна назвати шаром власників (у загальному підсумку їх кількість становить близько 10 млн).

За оцінками Фонду державного майна України, частка державного сектора у ВВП в 1994 р становила 38%. Частка приватизованих підприємств відповідно 37%, частка первинних приватних підприємств – 25% [127].

Третя спроба фінансової стабілізації закінчилася, як вже було згадано вище, успіхом стабілізаційної політики. З точки зору нашого дослідження, вона цікава тим, що в її рамках закінчується формування більш-менш цивілізованого фондового ринку. Більш того, саме в цей період він починає грати досить серйозну роль в економіці країни.

У 1995 р. зростання грошової маси зафіксоване на рівні всього 159,7%, інфляція на 141,4%, в 1996 р. – на 54,3 і на 27,8% відповідно. Це означає, що в 1996 р інфляція увійшла в двознакові показники, а зростання грошової маси (M2), яка в 1992 -1993 рр. відставала від динаміки цін і грала насамперед стримуючу роль, у 1996 р стало випереджати інфляцію, не викликаючи її зростання (рис. 2.1). Сталося це внаслідок зниження інфляційних очікувань і

швидкості обігу грошей. Але на тлі поліпшення ситуації з інфляцією залишалася серйозна проблема у вигляді дефіциту державного бюджету.

Покриття дефіциту за рахунок грошової пропозиції в рамках перших спроб викликало зростання інфляції і посилювало ситуацію нестабільності економіки. Виходом могло стати тільки покриття дефіциту за рахунок неінфляційних джерел шляхом нарощування державного боргу. Виходячи з цього, було прийнято рішення створити ринок ОВДП. В рамках третього етапу даний захід був необхідним способом підтримки розпочатого процесу стабілізації, проте на тлі розвитку ринку державних паперів, важливо було створювати умови і для розвитку корпоративних цінних паперів та знижувати ризики. Ці заходи дозволили б уникнути зростання прибутковості і створення пірамідальної структури ОВДП [45].

Державні цінні папери в більшості країн з ринковою економікою виступають найважливішим інструментом грошової політики. Але в Україні основною проблемою ринку ОВДП стало проведення запозичень на короткі терміни і за дуже високої прибутковості, що було наслідком високої потреби коштів для фінансування дефіциту бюджету. Наслідком цього стало зростання витрат з обслуговування боргу. До грудня 2013 року обсяг ОВДП в обороті складав вже 146,55 млрд. грн., або 13,9% ВВП. Щоправда, протягом майже всього року знижувалася прибутковість, яка в жовтні досягла рівня 20% річних (проти 30% в січні). Середній термін погашення державного боргу (дюрація) зріс з 105 днів на початку 2012 року до 280 днів в 2013 році [62, с.74].

В кінці 2013 р при перших проявах китайської кризи прибутковість виросла до 30%-40%. Непомірне розкручування ринку внутрішніх запозичень в 2012-2014 рр. стало однією з причин фінансової кризи 2015 р. Перші ознаки фінансової стабілізації з'явилися вже в 2016 р., але зниження інфляції було досягнуто за рахунок зростання державного боргу і витрат на його обслуговування [36].

Фондовий ринок в даний період зіграв свою ключову роль в питанні фінансування дефіциту державного бюджету країни, хоча і створив передумови для дефолту державного боргу в 2015 році. Відзначимо, що ситуація на ринку боргових зобов'язань виявилася не єдиною причиною фінансової кризи, що вибухнула в 2015 році. Диспропорції спостерігалися також на валютному ринку, де держава дотримувалася фіксації обмінного курсу в певних межах. Падіння цін на метал і залежність економіки України від сировинного експорту також зіграли істотну роль в розвитку кризових тенденцій того часу. До числа причин, що призвели до кризи і зумовили перехід до нової, післякризової фази фінансової стабілізації, яка характеризує початок четвертого етапу стабілізації економіки країни, відносять також хронічну незбалансованість державних витрат і доходів [37]. При цьому накладення на внутрішні дисбаланси незбалансованості зовнішньої (за рахунок дефіциту платіжного балансу) виключило можливість підтримки видимої стабільності державних фінансів, цін та валютного курсу.

Грошово-кредитна політика НБУ в 2016-2017 рр. була досить стриманою, хоча протягом всього періоду спостерігалось зростання грошової пропозиції, пов'язане з необхідністю гривневих інтервенцій НБУ на валютному ринку. Відбувалася стабілізація темпів інфляції в діапазоні від 1% до 2% в місяць. Але в подальшому коливання посилювалися внаслідок порушення послідовності грошово-кредитної політики і випереджаючого зростання номінальних витрат виробництва. Остання обставина була викликана зростанням цін на паливо і підвищенням тарифів на послуги природних монополій, і була посилена тим, що в 2016 році темпи зростання цін багатьох категорій споживчих товарів, громадських послуг і регульованих тарифів сильно відставали від темпів зростання загального індексу споживчих цін.

Проведене дослідження з нормалізації функціонування грошово-фінансової системи української економіки в рамках четвертого «посткризового» етапу 2015-2017 рр. дозволяє зробити ряд висновків, що



стосуються природи та особливостей проведеної стабілізаційної грошово-кредитної політики, а, також, участі в ній інструментів фондового ринку:

1. Триразова девальвація гривні в лютому 2015 року та подальший сплеск інфляції стали причиною високих інфляційних очікувань економічних агентів і населення та підірвали довіру до української національної валюти;

2. Системна криза банківської системи зруйнувала механізм створення грошової пропозиції. Поряд з цим посилювалося раціонування кредиту, заощадження населення у формі банківських вкладів не повернулися на докризовий рівень, ціна підтримки банківської системи виявилася надзвичайно високою;

3. Сприятлива кон'юнктура світових сировинних ринків і переключення попиту населення на вітчизняні товари забезпечили високу прибутковість в реальному секторі економіки, зростання залишків на рахунках підприємств, зниження негрошових форм розрахунків між підприємствами;

4. Оскільки фінансові ринки в Україні були практично зруйновані в лютому 2015 року, НБУ не міг використовувати операції на відкритому ринку в якості інструментів грошово-кредитної політики. Основними працюючими інструментами були інтервенції на валютному ринку, депозитні операції і зміни нормативів обов'язкового резервування.

Таким чином, в посткризовий період використання інструментів фондового ринку в якості заходів стабілізації економічної системи (регулювання попиту і пропозиції грошей) носило дуже обмежений характер. Основними методами, як і в рамках перших чотирьох спроб першого етапу, були прямі методи регулювання (як монетарні, так і кейнсіанські).

Тільки починаючи з кінця 2017 року НБУ став застосовувати широкий спектр нових інструментів управління грошовою ліквідністю. Як засоби стерилізації грошової маси були введені депозитні аукціони і аукціони модифікованого РЕПО, в якості інструментів рефінансування – операції валютного свопу та прямого РЕПО проти НБУ.

Операції на відкритому ринку, що застосовуються НБУ з метою регулювання ліквідності, можуть здійснюватися як за допомогою купівлі-продажу державних облігацій, так і за допомогою проведення аукціонів прямого або зворотного РЕПО, додаючи або вилучаючи кошти з системи і впливаючи на рівень процентних ставок [121].

Останній спосіб, є найбільш ефективним і найбільш вживаним у світовій практиці. Операції РЕПО як інструмент грошово-кредитної політики дозволяють задавати орієнтири процентних ставок для всього іншого ринку. В той же час ефективність невеликої за обсягом операції надзвичайно висока, оскільки на ринку діє ефект мультиплікатора (рис. 2.3).



Рис. 2.3. Механізм кредитування за допомогою РЕПО

Джерело: складено автором за [43]

Обсяги використання даного виду операцій в 2016-2017 рр. представлені на рис. 2.4.

Проаналізуємо можливі наслідки впровадження даного виду операцій НБУ. За оцінками експертів, обсяг ринку РЕПО в розвинених країнах коливається в діапазоні від 10 до 30% грошової маси МЗ. З огляду на той факт, що, як і будь-який вид кредитування, даний ринок буде збільшувати обсяг грошової маси, рано чи пізно розвиток ринку буде здійснювати інфляційний тиск. Дослідимо, наскільки це тиск може бути великим.

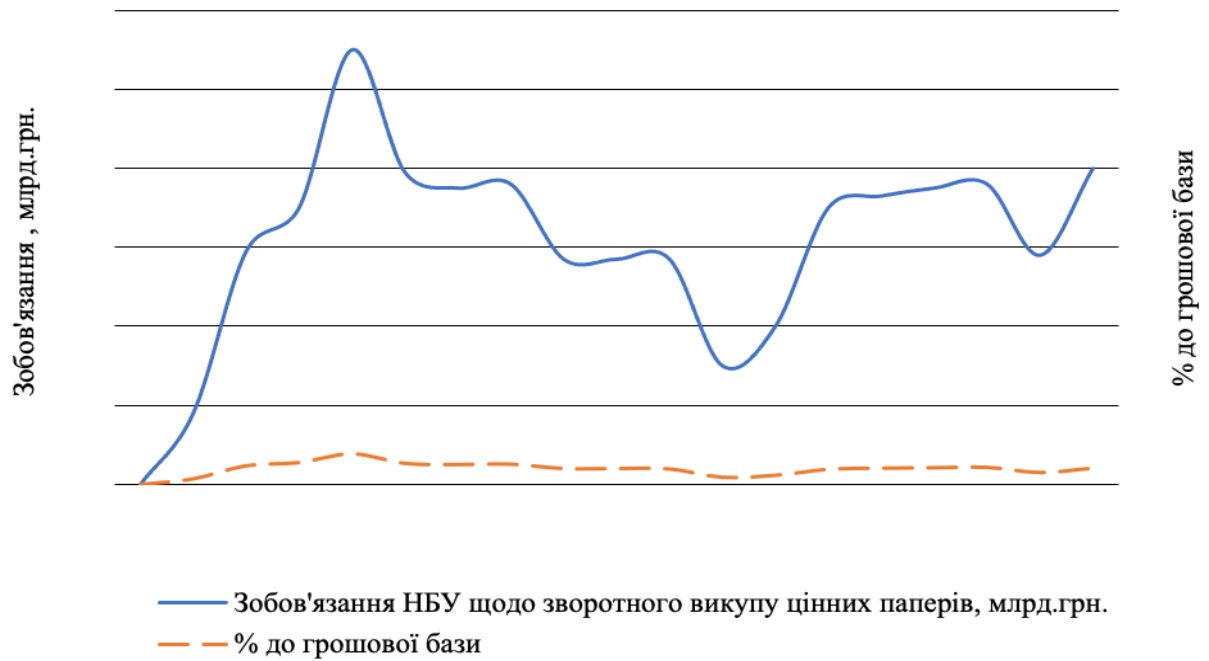


Рис. 2.4. Обсяг заборгованості за зобов'язаннями НБУ з зворотного викупу цінних паперів

Джерело: складено автором за [93]

Для ефективного проведення операцій на відкритому ринку необхідно, щоб частка внутрішнього боргу країни в М2 була великою.

В іншому випадку при нестачі базового активу (державних облігацій) обсяги ринку будуть невеликі, відповідно, невеликою буде і його частка в грошовій масі. В Україні внутрішній борг становить приблизно 30% від М2, в США – приблизно 110%, в Європі – приблизно 100%.

Таким чином, розмір внутрішнього боргу в Україні є недостатнім, що означає потенційно слабку ефективність грошово-кредитної політики, що проводиться за допомогою операцій на відкритому ринку. Виходячи з цього, можна зробити наступний висновок: основним інструментом управління грошовою масою в умовах позитивного торгового балансу і скорочення відтоку капіталу з країни, як і раніше залишиться пропозицію гривень з боку Національного Банку України на валютному ринку.

Тому, розвиток ринку міждилерського РЕПО в найближчі час не матиме значного впливу на збільшення грошової маси через невисоку частку

обсягу ринку державних облігацій в обсязі грошової маси. Єдиним наслідком буде вплив на ринок ОВДП в бік зниження процентних ставок і розширення кола потенційних учасників. Однак в наступні роки обороти ринку РЕПО будуть рости і, можливо, дуже високими темпами.

В період формування макроекономічної політики держави з метою фінансової стабілізації економічних процесів, проводилось і державне регулювання розвитку фондового ринку. Стисла характеристика етапів цього процесу наведена в табл. 2.2.

На підставі проведеного дослідження можна зробити висновки, що в Україні сформовані всі передумови розвитку вітчизняного фондового ринку в рамках правового, економічного та організаційного поля, у тому числі: створена нормативно-правова база для його регулювання (прийняті основні державні закони, видано ряд постанов Уряду України, що формують нормативно-правову основу ринку, розроблена Комплексна програма захисту прав акціонерів і вкладників); створено єдиний державний орган регулювання фінансових ринків; з'явилася значна кількість професійних учасників ринку, що мають досвід практичної роботи на ньому; створена розвинена інфраструктура ринку.

Разом з тим, сьогодні необхідне посилення державного регулювання, особливо в питаннях стійкості та забезпечення безпеки фондового ринку. Складність відносин на ринку, його масштабність, властиві йому підвищені ризики, інтереси безпеки його учасників обумовлюють необхідність розробки системного підходу до попередження ризиків і впровадження превентивних заходів. Організаційні заходи повинні бути спрямовані на підвищення конкурентоспроможності вітчизняного ринку цінних паперів на міжнародній арені.

Основні проблеми діяльності українського фондового ринку можна охарактеризувати наступним чином:

- 1) Ринок цінних паперів, який сформовано на основі сучасних вимог до організованих фондових ринків, складає лише незначну частку (лише 4,27%

## Етапи розвитку державного регулювання фондового ринку України

Етап	Періоди	Характеристика
1	1988-1990 рр. – Початковий період (становлення і формування фондового ринку)	Постанова Ради Міністрів СРСР від 15.10.88 «Про випуск підприємствами й організаціями цінних паперів». Поява різних видів цінних паперів, емітованих підприємствами і державою.. Закінчено формування первинної нормативної бази розвитку ринку.
2	1991-1995 рр. – перший – законотворчий	1991 р. – початок розробка корпоративного законодавства. Затверджено Положення про акціонерні товариства та Положення про цінні папери. Утворення Державної комісії з цінних паперів і фондової біржі. Поява перших ліцензованих фінансових брокерів.
3	1996- 1999 рр. – другий – приватизаційних сертифікатів (пожвавлення та підйом фондового ринку)	Період ваучерної приватизації. Створення та розвиток організованого ринку державних цінних паперів. Проведення перших аукціонів, сформовані торгова, розрахункова та депозитарна системи. Прийняття Закону «Про участь Української фондової біржі в приватизаційних процесах». Створення Першої фондової торговельної системи; поява українських «блакитних фішок».
4	2000- перша половина 2008 рр. Третій – розквіту	Законодавче насичення та оформлення фондового ринку, визначення функцій та регламентування дій професійних учасників ринку. Нове оподаткування цінних паперів та затвердження перспектив розвитку українського фондового ринку. Сформовано первинний фондовий ринок з жорстким державним регулюванням. Закон «Про цінні папери й фондову біржу» 1991 року замінений Законом «Про цінні папери й фондовий ринок» 2006 року. Публікація перших фондових індексів; формування ринку корпоративних облигацій й українських єврооблігацій.
5	Друга половина 2008-2009 рр. Четвертий – кризовий	Урядова криза 2008 року. Знецінювання українських цінних паперів. Вартість фінансових активів впала до найнижчих значень; виведення інвесторами коштів із економіки. Сформовано «Концепцію розвитку ринку цінних паперів до 2010 року».
6	2009-2014 рр. П'ятий – «посткризовий»	Відродження фондового ринку. Формування нормативно-правової бази, захищаючий «середній клас» підприємців від монополістів та представників державних інституцій. Сформовано «Концепцію розвитку ринку цінних паперів до 2015 року»; розпорядження КМУ від 29.2010 № 1900-р «Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011-2015
7	2015 р.- по теперішній час Шостий – «нова економіка»	Внутрішній ринок державних цінних паперів повернувся на докризовий рівень. Збільшення кількості інвесторів. Міністерство фінансів змінило політику запозичень. Зобов'язання перед власниками ОВДП були структуровані.

Джерело: складено автором за [100, 110, 127]

угод операцій з цінними паперами в Україні відбувається на організованому ринку, що в порівнянні з країнами з ринковою економікою є низьким показником [140]). Це негативне явище відлякують закордонних інвесторів, які незадоволені непрозорістю ціноутворення, інформаційною закритістю емітента, що не дає змоги реально оцінити інвестором вартість та інвестиційний потенціал об'єкта інвестування. Як показує практика, для країн з ринковою економікою частка організованого ринку у загальному обсязі торгів повинна бути не меншою за 30% [49].

2) Відставання вітчизняної біржової торгівлі від світових тенденцій. За сучасну історію функціонування фондових бірж в Україні не сталося істотних змін, які б були направлені на покращення якісних характеристик їх функцій щодо залучення, перерозподілу капіталу та його спрямування в реальний сектор.

Фондовий ринок, діяльність якого повинна бути направлена на забезпечення національної економіки інвестиційними ресурсами, не виконує в повній мірі цієї функції. Це проблема має комплексний характер і пов'язана з [119]:

1) Існуванням тіньової економіки. Суттєвий обсяг ресурсів обертається поза офіційного фінансового ринку;

2) Відсутністю достатньої диверсифікованості економіки та суттєвої макроекономічної нестабільності, що ускладнює формування прошарку довгострокових інвесторів;

3) Відсутністю в вільному інвестиційному доступі ліквідних фінансових інструментів (більшість акцій українських емітентів, які виставляються на торги, є занадто ризиковими для інвесторів);

4) Низькими доходами значної кількості населення, що робить неможливим участь їх заощаджень в інвестиційній діяльності;

5) Недостатній рівень капіталізації та ліквідності фондового ринку;

6) Стриманий розвиток фондового ринку не призводить до бажаного стимулювання нових компаній фінансувати інвестиційні потреби шляхом

публічного розміщення акцій. Тому дефіцит в фінансових ресурсах вони покривають за рахунок можливостей ринку кредитів та в меншій мірі шляхом емісії облігацій [60];

7) В процесі управління діяльністю компанії та при розподілі прибутку не завжди враховуються інтереси міноритарних акціонерів;

8) Недосконалість української судової системи не дозволяє дрібним інвесторам в повній мірі почувати себе повноправними акціонерами;

9) Відсутній повномасштабний процес популяризації інвестиційної діяльності, і як наслідок, низька інвестиційна активність серед домашніх господарств [78].

Це комплексні проблеми, вирішення яких, на нашу думку, забезпечить ефект синергії в подоланні негативних явищ в сфері інвестиційної діяльності в Україні, що позитивно відобразиться і на розвитку вітчизняного фондового ринку.

За цих обставин для активізації та розвитку фондового ринку необхідно вносити корективи в державну політику економічного розвитку і стимулювання активності суб'єктів ринку на новій основі. Досвід розвинених економік багаторазово доводить, що в сучасних умовах немає іншого шляху для економічного зростання, крім інноваційного. І жодна країна не зможе вирішити своїх економічних проблем, ігноруючи цей напрямок. Провідна роль в інноваційному процесі належить венчурним малим і середнім підприємствам (МСП).

Сучасні венчурні фірми є гнучкими організаційними структурами, що характеризуються високою підприємницької активністю, яка визначається безпосередньою зацікавленістю винахідників і їх компаньйонів по венчурному бізнесу у якнайшвидшій комерційній реалізації винаходів, причому з мінімальними витратами на їх розробку.

Венчурні малі підприємства здійснюють пошук принципово нових продуктів і процесів, функціонуючи в умовах високого комерційного ризику,

а також беруть на себе доопрацювання і експериментальне освоєння науково-технічних нововведень, які не вимагають великих капітальних вкладень.

Тому, державна підтримка розвитку українського венчурного підприємництва, що знаходиться в стадії становлення, є вкрай необхідною. Удосконалення механізмів розвитку венчурного бізнесу в Україні має стати одним з головних пріоритетів національної інноваційної політики, так як саме високоризиковий бізнес є потужним важелем, здатним задіяти весь науковий потенціал країни і всю її технологічну міць.

Інвестиції в венчурне підприємництво ведуть до збільшення зайнятості, особливо висококваліфікованих фахівців. Венчурне підприємництво відіграє важливу роль в реалізації нововведень в наукомістких галузях. З точки зору структури джерел фінансування та умов надання коштів воно значно відрізняється від традиційних методів залучення інвестицій. Практична реалізація венчурного фінансування може здійснюватися шляхом внутрішньої і зовнішньої приватизації.

Важливим джерелом фінансування інноваційних проектів в Україні повинні стати венчурні компанії та фонди. Однак, для підприємства венчурний фонд виступає не тільки джерелом фінансування його інвестиційних проектів. Це також професійний консультант, який готовий розділити з партнером фінансовий ризик. Представник фонду зазвичай бере участь в розробці стратегічних рішень венчурного підприємства. Приходячи в компанію, венчурний фонд приносить з собою найцінніші для бізнесу активи – свої ділові контакти і досвід, тим самим сприяє підвищенню цінності компанії [52].

Основною стратегією українських венчурних фондів можна вважати придбання контрольного пакету акцій венчурного підприємства, активної участі в його управлінні і консультуванні його топ-менеджерів, збільшенню капіталізації фірми з метою подальшого продажу всього підприємства або власного пакету акцій через кілька років. Необхідно відзначити, що ця стратегія практично зводиться на нуль в країні, де немає сучасного



фондового ринку, на якому формується попит на результати інноваційної діяльності. Фондовий ринок повинен бути місцем, де повинен залучатися інвестиційний капітал в науково-технічну сферу, а також ресурси на інноваційну діяльність підприємств, які втратили конкурентоспроможність.

«...Венчурний бізнес створює новий тип інвестиційного механізму інноваційної діяльності та підвищує ефективність функціонування економіки в цілому. Переваги венчурного підприємництва використовуються і великими корпораціями» [117].

Світовий досвід різних країн (США, Японії, Ізраїлю, Фінляндії, Індії та ін.) свідчить про те, що венчурний бізнес може кардинально змінити якість економічного зростання, сприяючи подоланню дефіциту і дорожнечі інвестиційних ресурсів.

Саме в цій сфері створюється інтелектуальний продукт, при комерціалізації якого вартість акцій фірми на фондовому ринку може значно зрости, а інвестор при продажу акцій отримує значний виграш. Як показує практика, інвестори вважають за краще купувати саме акції венчурної фірми, вважаючи такий шлях найбільш вигідним.

До речі, ефективність використання венчурних розробок може посилитися за рахунок державної підтримки підприємництва, якщо вона спрямована на досягнення активної взаємодії малих, середніх і великих підприємств. При цьому виявляється закономірність, яка проявилася в найбільш успішному розвитку спільнот МСП, що згрупувалися навколо лідерів – великих фірм на основі виробничо-технологічних, науково-технічних і комерційних зв'язків в межах географічно обмежених територій, тобто кластерів. Великий бізнес в процесі створення кластерів привертає МСП для налагодження виробництва на основі тісної кооперації і міжкорпоративних зв'язків при активній діловій та інформаційній взаємодії. Цей процес направлений на активізацію інноваційного розвитку всіх учасників кластеру і забезпечує їм конкурентні переваги в порівнянні з іншими відокремленими підприємствами, що не мають настільки міцних

взаємозв'язків. Інноваційна діяльність, яка ініціює нові взаємовідносини між учасниками кластеру, сприяє інтенсифікації розвитку новітніх технологій і проявленню синергічного ефекту на всіх етапах спільної економічної діяльності. Завдяки цьому активізується потік обміну інформацією та швидке поширення інновацій по каналах постачальників або споживачів, що мають контакти з численними конкурентами. Кластерна взаємодія веде до підвищення конкурентоспроможності учасників і виявлення нових можливостей та шляхів економічного зростання. Учасники кластеру в процесі розширення технологічної та економічної співпраці поступово долають роз'єднаність, що благотворно впливає на зростання їх технічного рівня і конкурентоспроможності.

Наявність кластерів на економічному просторі України дозволяє національним галузям розвивати і підтримувати свою конкурентну перевагу. Учасники кластеру здійснюють інвестиційну діяльність, яка спрямована на науково-дослідні роботи, розвиток інноваційних технологій, в розвиток інфраструктури і в людський потенціал, що проявляється в синергічному ефекті і дозволяє малому підприємству вистояти в гостій конкурентній боротьбі на глобальних ринках. В рамках держави кластери виконують роль точок зростання внутрішнього ринку і забезпечують просування вироблених ними товарів і послуг на міжнародні ринки.

Ця діяльність направлена на достойне представлення міжнародної конкурентоспроможності країни в глобальній економіці завдяки ряду переваг, які має кластерна форма взаємодії великих, середніх і малих підприємств в усіх напрямках економічної діяльності. Виступаючи важливим фактором економічного зростання, кластери стають об'єктом великих капіталовкладень, а це в свою чергу приводить до активізації діяльності на фондовому ринку України. Як показує практика, виробнича структура кластеру ефективніше галузевої, що обумовлено наявністю в кластері інноваційного ядра, яке стимулює появу нових видів продуктів і послуг. «...При групуванні фірм в кластери виникає можливість оптимізації

виробничо-технологічних процесів і мінімізації позавиробничих витрат на різних підприємствах. Таким чином, всі учасники кластеру отримують додаткові конкурентні переваги під впливом сукупного впливу і спеціалізації, що забезпечує підвищення продуктивності праці і зниження собівартості продукції»[77].

Така організаційна побудова інноваційної діяльності сприятливо впливає на функціонування і розвиток фондового ринку за рахунок його поповнення новими активними учасниками. Це сприятиме зміні структури українського фондового ринку у бік підвищення її інтелектуальної складової, а також зростанню капіталізації як безпосередньо підприємств, так і самого ринку, капіталізація якого «не перевищує 12% ВВП, тоді як в більшості розвинених фондових ринків цей показник знаходиться на позначці 40-60% ВВП, в США – 101,2%, Великобританії – 97,2%, Польщі – 24%, Угорщині – 30%» [51].

На жаль, «українська інвестиційно-інноваційна система ще не зовсім дозріла до побудови венчурної моделі бізнесу. Основні причини цього пов'язані з проблемами інвестиційного клімату України, нерозвиненістю ринку капіталу, переважанням низьких технологічних укладів в національній економіці, недосконалістю законодавчої системи в області венчурного інвестування, низькою прозорістю бізнесу, обмеженою кількістю реальних інвестиційно-привабливих та інноваційних пропозицій. Та й самі українські підприємці і інвестори не готові будувати венчурний бізнес європейського зразка. Все це створює завдання національного масштабу щодо підвищення ролі класичного венчурного бізнесу в побудові нової моделі економіки України, заснованої на інвестиційно-інноваційному підході» [46].

Міністерство економічного розвитку України виділило серед перспективних напрямів економіки України наступні:

- 1) розробка сучасних технологій інформаційно-комунікаційного характеру;
- 2) створення умов для формування індустрії креативних розробок;

- 3) формування туристичних кластерів;
- 4) реанімація виробництв, задіяних в аерокосмічній та авіаційній промисловості;
- б) впровадження новітніх технологій та розробка власних інноваційних товарів в машинобудівній галузі;
- 7) вдосконалення харчової та переробної промисловості.

Здійснення цілеспрямованого розвитку економіки України з урахуванням розширення експорту гостро потребує активних дій щодо поживлення і розвитку інноваційної діяльності та виробничого малого і середнього підприємництва і не тільки в перспективних секторах. Зазначені дії можуть ефективно здійснюватися, як мінімум, за умови нормального функціонування ринку цінних паперів, який також необхідно регулювати державі [53]. Для цього державі слід:

- 1) визнати необхідність і пріоритетність розвитку венчурного бізнесу як важливого компонента для поживлення українського фондового ринку і експортної діяльності;
- 2) удосконалювати законодавчу базу в напрямку стимулювання становлення та розвитку промислового та інноваційного підприємництва;
- 3) подальшу приватизацію проводити тільки на конкурсній основі з метою відбору найбільш ефективних бізнес-проектів;
- 4) створити умови для підвищення попиту на інтелектуальний продукт за рахунок посилення конкурентного середовища шляхом стимулювання створення нових виробничих малих підприємств і доведення їх кількості до 2021 року не менше 3 МП на 1000 чоловік населення. Досягнення цього результату здійснити за рахунок:
  - а) звільнення від податків на перші 3 роки новостворених виробничих і венчурних малих підприємств;
  - б) забезпечення доступу на пільгових умовах до ресурсів для виробничих і венчурних малих підприємств, як мінімум, в перший рік їх діяльності,

в) мотивування місцевих органів самоврядування до створення на їх територіях кластерних об'єднань при активній участі в них великих підприємств, а також венчурних і виробничих малих і середніх підприємств;

Таким чином, пріоритетність фінансування підприємств інноваційних сфер діяльності забезпечується шляхом розширення концептуальної схеми розвитку фондового ринку за рахунок введення додаткової платформи, реалізація елементів якої забезпечує збільшення обсягів фінансування інноваційної діяльності в національній економіці (рис. 2.5).

У введений платформі конкретизовано мету залучення інвестиційних ресурсів домашніх господарств до інвестиційного процесу в національній економіці щодо інтенсифікації їх руху на фондовий ринок. На платформі інтегровано елементи з виділенням інструментів залучення (первинне розміщення цінних паперів та венчурні інвестиції) та результатів такого залучення через розширення діяльності венчурних компаній за умови законодавчого забезпечення функціонування венчурних компаній й кластероутворення на рівні державних та регіональних програм розвитку. Результативність реалізації запропонованої платформи забезпечується шляхом регулювання залучення інвестиційних ресурсів домашніх господарств як джерела фінансування інвестиційних процесів на фондовому ринку України.

Наголосимо на комплексності реалізації заходів у рамках окреслених напрямів, адже саме за цієї умови функціонування даної платформи буде найбільш ефективним та максимально сприяти вирішенню завдань стимулювання інвестиційної активності домашніх господарств та формування фінансового забезпечення інноваційного розвитку української економіки.

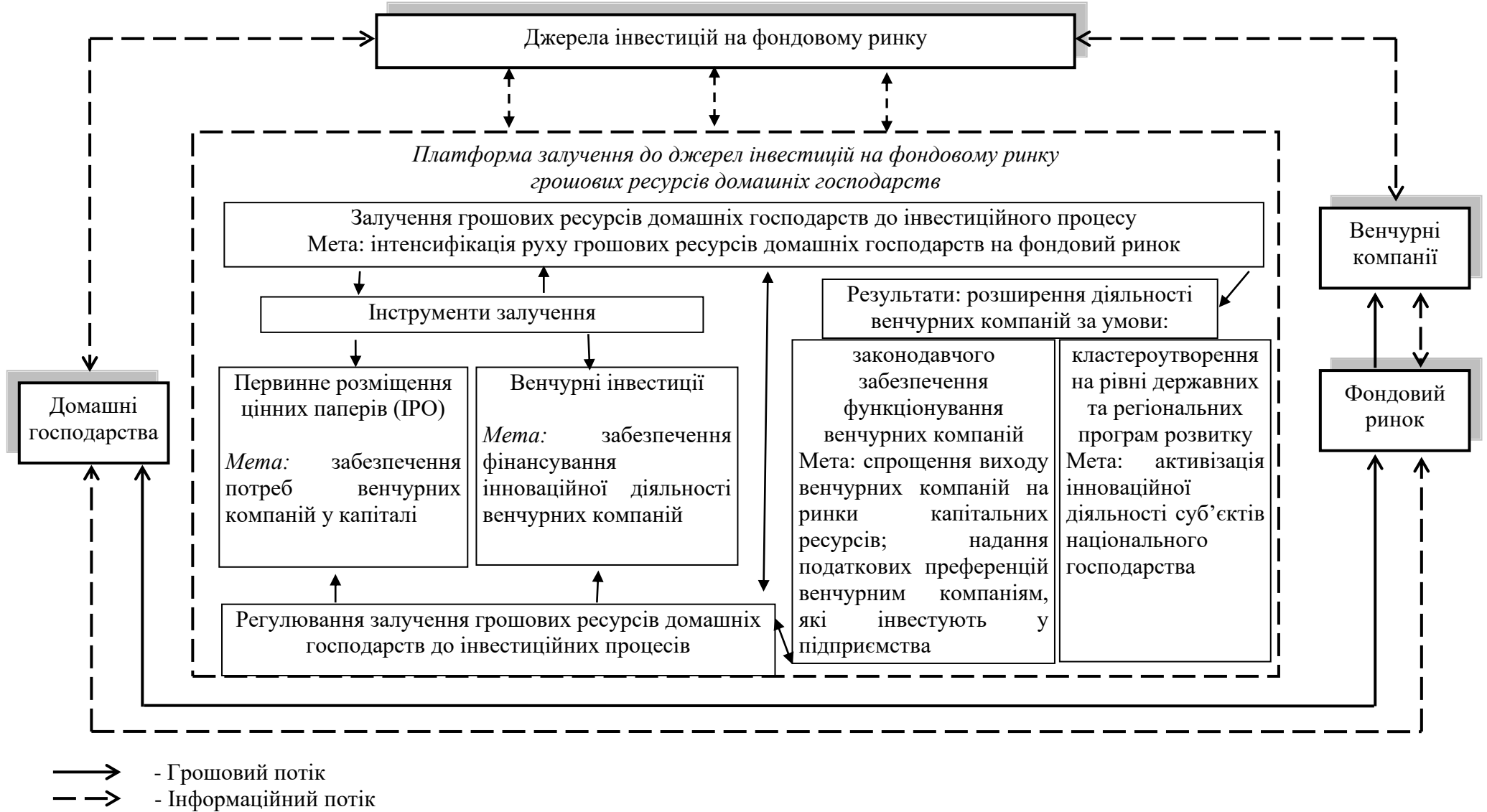


Рис. 2.5. Концептуальна схема розвитку фондового ринку за джерелами інвестицій та суб'єктами  
Джерело: складено автором

## 2.2. Інвестиційна привабливість ринку спільних інвестицій у контексті розвитку фондового ринку

Як було відзначено в першому розділі, сутність фондового ринку полягає в формуванні методів та правил здійснення операцій, що неможливо без відповідної інституційної інфраструктури. В даний час в країнах зі сталою ринковою економікою сформовані спеціалізовані інвестиційні інститути, діяльність яких спрямована на трансформацію заощаджень домашніх господарств на ринку капіталів. Існує кілька різновидів таких інститутів: інвестиційні, взаємні, пайові фонди. Всі вони по суті своїй діяльності грають роль механізмів залучення заощаджень домашніх господарств з використанням операцій на фондовому ринку та трансформації їх в інвестиції. Для економічно розвинених країн розмір залучених інвестиційними інститутами коштів не поступається, а в деяких країнах і перевершує розмір коштів, що залучаються банками. Прикладом таких країн може виступати США, де до кінця 90-х років активи інвестиційних фондів досягли за обсягами величину грошових коштів, розміщених на депозитах і розрахункових рахунках в банках. Відмінною рисою грошових коштів інвестиційних фондів є те, що вони використовуються для посилення інвестиційної активності шляхом вкладання в цінні папери. Основою для зацікавленості в цих інвестиційних інститутах з боку домашніх господарств в країнах з розвинутою економікою є те, що прибутковість учасників інвестиційних фондів, практично завжди перевищує прибутковість за депозитними вкладками в банківських установах. Функціонування інвестиційних фондів, які у своїй діяльності залучають заощадження домашніх господарств, підлягає жорсткому регулюванню у всіх розвинених країнах. Метою цього регулювання є мінімізація ризику інвестицій. Разом з цим на них не поширюються банківські обмеження, такі як співвідношення власного і залученого капіталу, обсяги резервів та ін. [86].

В Україні старт реалізації інвестиційної політики на фондовому ринку поклав Указ Президента України від 19 лютого 1994 № 55/94, а Закон України № 2299-III від 15 березня 2001 року «Про інститути спільного інвестування» дав можливість проведення інвестиційної політики фізичними і юридичними особами шляхом придбання паїв пайових інвестиційних фондів (ПІФ). Незважаючи на це перші ПІФ з'явилися лише в 2003 році.

У сучасних умовах становлення інвестиційних інститутів, а нас, перш за все, цікавлять форми спільного інвестування, повинно визначатися, в основному, їх здатністю до трансформації заощаджень домашніх господарств в інвестиції. За наявними оцінками вони складають величезні суми (за станом на 01.10.2017 р. 449 млрд. грн.), які зосереджені на депозитах і приблизно 400 млрд. грн знаходиться «на руках» [117]. Всі ці дані говорять про недостатній рівень інформованості населення про привабливість інвестиційної діяльності. Лише 10% накопичень домашніх господарств вкладені в різні цінні папери. На цьому тлі активізація інвестиційних інститутів та формування сучасних механізмів спільного інвестування – інвестиційних фондів, кредитних спілок, загальних фондів банківського управління – була б більш ніж закономірністю. Необхідність спільного інвестування важлива тим, що сучасні фінансові інструменти, через економічну ситуацію, високу вартість та труднощі, пов'язаними з управлінням ними, виявляються недоступні невеликим приватним інвесторам. А поки що можна констатувати незначні за обсягами параметри біржових угод, які фіксуються організаторами торгівлі (Додатки Б, В).

В активізації інвестиційної діяльності дрібних інвесторів полягає економічна сутність цього процесу. Спільне інвестування, яке здійснюється на фондовому ринку, відіграє роль посередника між приватними вкладниками і суб'єктами ринку. У той же час, при управлінні активами інвестиційні інститути безпосередньо виступають суб'єктами ринку, формуючи певні механізми в процесі обігу цінних паперів. При цьому значна частина інвестиційних інститутів, які здійснюють свою господарську



діяльність у формі публічного акціонерного товариства, виступають і емітентами цінних паперів, самостійно формуючи пропозиції цінних паперів на фондовому ринку [66].

Зосереджуючи в собі всі ці функції, інвестиційні інститути, таким чином, виступають головними діючими особами у формуванні концепції розвитку українського фондового ринку. Це і є їх основне завдання в процесі насичення капіталом фондового ринку, виконання якого повинно сприяти забезпеченню зростання залежності збільшення норми участі заощаджень домашніх господарств від вдосконалення інвестиційної діяльності українських спільних інвесторів.

Наряду з цим, успішність розвитку сектора спільного інвестування залежить від:

- збільшення обсягу інвестиційного потенціалу фондового ринку;
- збільшення кола інвестиційних інструментів;
- розширення можливостей інвестиційних інститутів оперувати на основі зміни принципів державного підходу до формування ринку цінних паперів в Україні шляхом орієнтації його на розвиток внутрішніх джерел.

Потрібно відзначити, що затверджена ДКЦПФР Програма перспективного розвитку українського фондового ринку відносить до числа інвестиційних інститутів наступні [88]:

- пайові інвестиційні фонди;
- кредитні спілки;
- акціонерні інвестиційні фонди;
- недержавні пенсійні фонди.

На нашу думку, цей перелік не відображає сучасні вимоги ринку, оскільки, ґрунтуючись на характерних ознаках інвестиційних інститутів, необхідно віднести до цієї категорії і інші види структур, що працюють з домашніми господарствами на українському фондовому ринку.

До них можна віднести депозитні відділення комерційних банків, страхові компанії, інвестиційні компанії.

Обмеження видів інвестиційних інститутів пов'язане з лімітування цієї економічної категорії. За визначенням ДКЦПФР, спільне інвестування є усвідомленим і цілеспрямованим вкладенням заощаджень дрібним інвестором в певне підприємство (фонд), з подальшим отриманням спільного прибутку, з можливістю подальшого вкладення акумульованих коштів. Визначення ДКЦПФР дає трактування спільного інвестування з точки зору, визначення вибору форми інвестування. Причому воно не враховує ступеня нерозвиненості не тільки українського ринку в цілому, але і ступеня готовності домашніх господарств до прийняття усвідомлених та цілеспрямованих інвестиційних рішень.

Дуже важливо сформуванати поняття інвестиційного інституту з огляду на його функціональну діяльність, як портфельного інвестора. Ця діяльність характеризує даний інститут, як суб'єкт, який здійснює операції з цінними паперами емітентів, керуючись при цьому дивідендною політикою. Також ця функція характеризується прибутковістю в результаті зміни курсової вартості емітованих цінних паперів. Особливістю функціональності інвестиційних інститутів є те, що сфера їх діяльності поширюється виключно на операції з цінними паперами.

Провівши порівняльний аналіз функціональних особливостей інвестиційних інститутів та інших учасників фондового ринку, можна відзначити наступні характерні особливості спільних інвесторів:

1. Особи, які здійснюють розміщення своїх заощаджень через інститути спільного інвестування, беруть на себе всі інвестиційні ризики.

2. Спільний інвестор, акумулюючи грошові ресурси великої кількості інвесторів (як дрібних, середніх так і великих), знеособлює їх внески в єдиному грошовому пулі. Це дозволяє диверсифікувати інвестиційні ризики для учасників спільної інвестиційної схеми [41].

3. Правильність обраної схеми інвестування керуючим інвестором безпосередньо залежить від кваліфікації та ефективності його діяльності, що згодом впливає на норму прибутковості всіх інвесторів.

В сучасних економічних умовах однією з головних задач, що стоять перед колективним інвестором, є залучення клієнтів – потенційних інвесторів. Це завдання вирішуються за рахунок надання можливості дрібним інвесторам здійснювати інвестиційну діяльність, переслідуючи наступні цілі: отримання стабільного доходу; забезпечення приросту власного капіталу; одночасне збільшення капіталу при отриманні доходу; отримання неоподаткованих доходів.

Трансформація свідомості спільних інвесторів, яка відбувається в процесі прийняття рішення про варіант інвестування, максимально відповідає умовам високої прибутковості і надійності вкладень.

Порівняльний аналіз українських інвестиційних інститутів в плані їх надійності, ліквідності і прибутковості показує, що на сьогоднішній день, перш за все всім трьом критеріям відповідають страхові компанії. Слід зазначити, що фінансова криза 2015 року мала дуже негативний вплив на діяльність страхових компаній, обсяги залученого до них капіталу в доларовому обчисленні значно скоротилися.

На другому місці за умовами інвестування знаходяться комерційні банки, але низька прибутковість та серія банкрутств серед великих банків відштовхують більшість вкладників від цього виду спільного інвестування. Високий потенціал банків може бути реалізований за умови розвитку більш дохідних та надійних форм залучення коштів домашніх господарств (акції, облігації), що дозволить їм стати одним з найпривабливіших інвестиційних інститутів.

Наступними за популярністю вкладення грошових ресурсів дрібними інвесторами є недержавні пенсійні фонди та пайові інвестиційні фонди. Їх головним недоліком є низький показник надійності вкладень. Вплив обов'язкових нормативів резервування коштів з метою забезпечення гарантій вкладів повинен стати основним стимулом для масового вкладника щодо участі в роботі цих інвестиційних інститутів [84].

Несистемна і непослідовна державна політика в сфері регулювання операцій на фондовому ринку визначила недостатню активність потенційних інвесторів українських інвестиційних інститутів.

Сучасні реалії українського ринку спільних інвестицій свідчать про те, що існують всі необхідні передумови для формування різноманітної і розгалуженої мережі інститутів, які мають можливість акумулювати заощадження дрібних інвесторів. Що в свою чергу, повинно привести до стимулювання вітчизняної промисловості до інвестиційної активності, використовуючи можливість нарощування капіталу за рахунок високої прибутковості вкладень. Оцінюючи сучасний ринок спільного інвестування, можна зробити висновок, що співвідношення кола потенційних інвесторів, до числа діючих перебуває в негативній області, що унеможливує отримання високої рентабельності від вкладених коштів дрібних інвесторів в найближчій перспективі в цій сфері діяльності [7].

Дослідження природи утворення спільних інвестицій засвідчує формування зацікавленості дрібних інвесторів в трансформації своїх заощаджень в інвестиції. Цей процес повинен гарантувати їм стабільну інвестиційну привабливість та високу норму прибутку. Рівень інвестиційної привабливості для інвестора обумовлений безліччю факторів.

Перш за все, ухвалення рішення щодо інвестування для дрібного інвестора залежить від розміру прибутку, яку він планує отримати. Якщо цей розмір прибутку, на думку інвестора, буде недостатній, то інвестування не відбудеться.

Наступним фактором у цьому процесі є наявність альтернатив капіталовкладень, і вирішальним при виборі дрібним інвестором тут буде рівень процентної ставки.

Одним з важливих чинників рівня інвестиційної активності є діюча податкова політика держави. Грунтуючись на світовому досвіді, жорстка система оподаткування сприяє уповільненню інвестиційної активності потенційних інвесторів.

І нарешті, інвестиційний процес безпосередньо залежить від темпів інфляції. В умовах високого рівня інфляції, коли існує значна невизначеність, процес розміщення заощаджень з їх подальшою трансформацією в капітал стає непривабливим.

Всі ці фактори в комплексі зумовлюють поведінку дрібних інвесторів в сфері залучення їх заощаджень до здійснення інвестиційної діяльності. Звертаючись до інститутів спільного інвестування, дрібні інвестори реалізують свою потребу в інвестиційній діяльності на ринку цінних паперів через посередників, при цьому отримуючи можливість не тільки професійного управління власним капіталами, але й втілювати в життя свої інвестиційні ідеї.

Для того, щоб інвестиційні інститути підтримували високий рівень прибутковості на ринку, необхідно сформувати оптимальний набір інвестиційних інструментів. В даному випадку враховується можливість впливу регулятора на спільного інвестора за допомогою нормативних механізмів розміщення коштів в різноманітні активи, що має на меті диверсифікацію вкладень за емітентами, інструментами та галузями. З цього випливає обов'язкова диверсифікація інвестором своїх активів на основі використання тільки неризикових інструментів.

В даний час набір інвестиційних інструментів на українському фінансовому ринку досить обмежений. Ємність українського ринку цінних паперів на сьогоднішній день недостатня для того, щоб поглинути всі наявні заощадження у домашніх господарств: сукупний обсяг інвестиційного потенціалу становить, за оцінками, 5 млрд. доларів. Цього недостатньо для створення умов обігу фінансових інструментів, що дозволяють інвестиційним інститутом отримувати дохід, який перевищує доходність банківських вкладів [14].

Інвестиційна привабливість інвестиційних інститутів для дрібних інвесторів з огляду на сучасні реалії українського фондового ринку є низькою. Основними негативними факторами є рівень доходу, ліквідність та

надійність інвестицій на ринку цінних паперів. Ці інститути не гарантують отримання інвестиційного доходу для вкладників, який буде перевищувати банківський відсоток. Тому інтерес до таких операцій, як до джерела заощадження та примноження заощаджень, мінімальний [99].

Виходячи з цього, передумовою недостатнього рівня привабливості ринку спільних інвестицій є відсутність привабливості інвестиційних інструментів та низька ємність фондового ринку. Ці явища пояснюють істотний відтік капіталу з досліджуваного ринку. Тому основним завданням діяльності інвестиційних інститутів на найближчу перспективу стане приведення інвестиційних умов у відповідність до вимог дрібних інвесторів. Інакше подальший відтік інвестиційних ресурсів з ринку буде неминучий.

Таким чином, ми вважаємо доцільним розвиток спільного інвестування, як об'єднання дрібних інвесторів, у напрямі використання коштів інвестиційно активного прошарку домашніх господарств, як потенційного джерела інвестиційних ресурсів. З огляду на те, що домашні господарства виступають непрофесійними інвесторами, акумуляція та перерозподіл їх вільних грошових ресурсів, на нашу думку, відбуватиметься більш інтенсивно за умови залучення страхових компаній для вирішення проблем страхування інвестиційних ризиків домашніх господарств.

Також, зазначимо, необхідність використання можливостей консалтингових фірм у сфері фінансового консультування дрібних інвесторів, що повинно підвищити якість їх інвестиційних рішень і, відповідно, знизити інвестиційні ризики.

Як показує світова практика, не можна забезпечити стійкий розвиток інвестиційних інститутів без відповідного податкового законодавства, спрямованого на стимулювання інвестиційної діяльності.

Основними інструментами податкової політики, які застосовуються в сучасних економіках, є: пільгове оподаткування внесків до пенсійних і інвестиційні фонди і страхові компанії; віднесення витрат зі страхування та пенсійного забезпечення на виробничі витрати [56].

На основі аналізу наведених чинників, що впливають на діяльність інвесторів на українському фондовому ринку, можна сформулювати кращий варіант розвитку сектора спільного інвестування в Україні, який схематично можна представити у вигляді, представленому на рис. 2.6. Виходячи з цього, необхідно проаналізувати привабливість українських інвестиційних інститутів для дрібних вкладників, вивчивши їх діяльність.

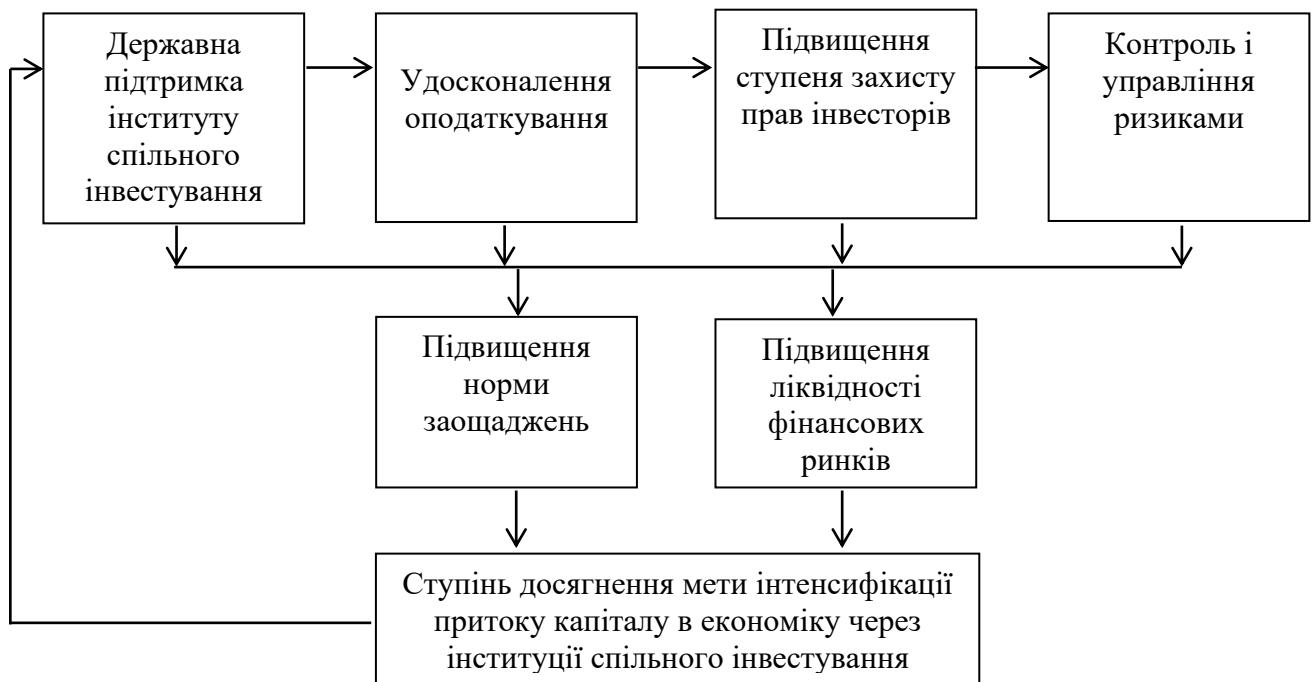


Рис. 2.6. Умови підвищення ефективності діяльності інвестиційних інститутів

Джерело: складено автором

Українські комерційні банки стали одними з перших учасників ринку з операцій з цінними паперами, і тому першими зайняли нішу на фондовому ринку з розміщення грошових ресурсів дрібних інвесторів. Тобто, історично склалося так, що діалектика розвитку українського ринку цінних паперів створила умови для отримання нетрадиційного типу спільного інвестора в особі українських банків.

Це стало можливим через нерозвиненість законодавства щодо ринку цінних паперів на другому етапі розвитку фондового ринку (табл. 2.2) та наявності досить широкої мережі комерційних банків, створених в період 1991-1995 рр. при практично повній відсутності інвестиційних інститутів.

Так, на початок 1995 року в Україні налічувалося близько 100 комерційних банків, що мали ліцензію Національного банку України, і тільки 3 інвестиційних інститути, що мали ліцензію Мінфіну України. Природно, що в силу свого кількісної переваги комерційні банки в цей період, аж до 2015 р. були домінуючим типом спільного інвестора в Україні, який залучає кошти дрібних вкладників.

Разом з тим, з розвитком українського фондового ринку комерційні банки поступово втратили свою привабливість для дрібних вкладників, в силу чого звели до мінімуму виконання функцій спільного інвестора. На наш погляд, існує дві причини, що послужили поштовхом до таких змін, і носять вони суб'єктивний характер. По-перше, серія банкрутств комерційних банків, що припала на 2015-2017 рр., сформувала негативне ставлення до них у переважної більшості дрібних інвесторів. Крім того, регулярне зниження процентних ставок за банківськими вкладами, здійснюване в останні роки, також сприяло відтоку значних коштів дрібних вкладників. За рахунок цих факторів формувалося ставлення потенційних інвесторів до комерційних банків як до ризикових низькодохідних інститутів, тим самим знижуючи потенційний попит на банківські послуги з боку домашніх господарств.

По-друге, комерційні банки становилися все більш закритими для дрібних інвесторів, оскільки при здійсненні емісійної діяльності вони виходили з принципів обмеженого обігу своїх акцій. При цьому, перш за все, домінував корпоративний інтерес збереження контролю над фінансовими потоками та розподілом прибутку серед обмеженого кола осіб. Реалізуючи великі пакети акцій особливо великим або престижним інвесторам за попередньою домовленістю, банки тим самим, з одного боку, попереджали небажані зміни в структурі власності банку, а з іншого – виключали можливість роботи на вторинному ринку з власними цінними паперами, знижуючи ліквідність своїх акцій [10].

Значною мірою за розглянутими вище причинами в інвестиційній політиці комерційних банків відбувалася відчутна тенденція до зниження



частки залучених коштів. Так, в даний час співвідношення власних і залучених коштів в комерційних банках становить в середньому 35 до 65%. Збереження такої ситуації ставить банки перед проблемою відновлення довіри дрібних вкладників до них, як до інвестиційного інституту, що неможливо без участі органів державної влади за допомогою спеціальної програми реструктуризації банківського сектора. Ця програма повинна включати в себе чотири основних напрямки:

1) скорочення числа банків шляхом створення більш стабільних інститутів з концентрацією значних ресурсів;

2) створення кластерів багатопланових фінансових інститутів, а саме, синдикатів банків та страхових компаній;

3) ґрунтуючись на світовій практиці формування корпоративного управління із застосуванням механізмів суворого зовнішнього (фінансовий сектор) та внутрішнього (всередині організації) обліку і контролю.

4) залучення нових форм інвестицій, знань та технологій, шляхом мобілізації іноземного капіталу в український фінансовий сектор.

Державна програма розвитку українського фондового ринку робить ставку на пайові інвестиційні фонди як найбільш перспективний інвестиційний інститут фондового ринку.

Пайовий інвестиційний фонд (ПІФ) являє собою найбільш яскраво виражений інститут спільного інвестування. Пайові інвестиційні фонди є найбільш динамічною формою спільного інвестування. За своєю природою пайові фонди неоднорідні. Вони поділяються на дві категорії за часом та способом викупу паїв: інтервальний, тобто, такий, що викупує паї через певні відрізки часу, і відкритий, такий, що викупує паї в будь-який момент свого існування. Крім того, вони розрізняються за ступенем ризику. Це пов'язано в першу чергу з об'єктом спрямованості інвестицій. Так, фонд, який вкладає свої кошти в державні цінні папери, буде менш ризиковий, ніж той, який здійснює операції на ринку корпоративних цінних паперів [89]. Найбільш ризиковим є фонд, який активно працює на ринку похідних

фінансових інструментів, тобто ф'ючерсів та опціонів. Ключовим поняттям, що визначає в даному випадку рішення інвестора, який з перерахованих фондів вибрати, є непорушний закон фондового ринку – «ризик визначає прибуток».

Згідно з українським законодавством, у відкритому ПФ «керуюча компанія бере на себе обов'язок здійснювати викуп випущених нею інвестиційних паїв на вимогу інвестора в термін, що не перевищує 15 днів з дати його пред'явлення» [39]. Це робить практично неможливим вкладення в корпоративні цінні папери та в інвестиційні промислові проекти. В інтервальному ПФ керуюча компанія здійснює цей викуп не рідше одного разу на рік, що дає дещо більші можливості для фінансових маневрів, проте обмежує ліквідність вкладень інвесторів.

У ПФ дивіденди не виплачуються, а можливий дохід (або збиток) вкладника визначається різницею між ціною придбання паю та його ринковою ціною в момент зворотного продажу, за якою фонд зобов'язаний викупити пай на вимогу інвестора. За підсумками 2017 р. приріст вартості найбільш прибуткових ПФ становив близько 20% річних, а частина фондів отримали збитки [91, 92].

Основною перевагою пайових фондів, на наш погляд, є їх звільнення від корпоративних податків, що підвищує зацікавленість потенційних інвесторів. Їх інтереси зводяться до наступного: бажання отримати більший в порівнянні з банківськими депозитами дохід, режим «до запитання» для своїх інвестицій, як можна швидше збільшити капітали, мати можливість диверсифікації своїх інвестицій та швидкого їх перерозподілу.

Разом з тим, незважаючи на більш привабливі умови роботи в порівнянні з іншими інституційними інвесторами, пайові інвестиційні фонди за останні роки роботи змогли продати в сукупності тільки 1,755,628 паїв. На нашу думку, основною причиною низької активності дрібних інвесторів є загальний інвестиційний клімат в Україні в період розвитку пайових інвестиційних фондів (2015-2017 рр.). Попередній період характеризувався

масовим розчаруванням українських дрібних вкладників в банківських вкладах (в зв'язку з серією банкрутств комерційних банків та поступовим зниженням процентної ставки по депозитах). Тому кращим засобом накопичення та зберігання грошових коштів українське населення, як і раніше, вважає іноземну валюту.

Зруйнувати сформовані уявлення про переваги в способах накопичення грошових коштів пайові інвестиційні фонди не змогли. Недостатньою була рекламна кампанія пайових інвестиційних фондів, які виконували роль інституційних інвесторів, що володіють низкою переваг відносно інших учасників фондового ринку, перш за все, у питанні оподаткування доходів за вкладками у фонди. Це призвело до негативних результатів – переважна більшість українських вкладників досі розглядає пайовий інвестиційний фонд як недостатньо надійний спосіб вкладення своїх коштів.

У 2017 році пайові інвестиційні фонди, скоріше, з об'єктивних причин не змогли дати високий рівень прибутковості по розміщених паях, не змогли реалізувати на практиці свої інвестиційні переваги та підвищити свою інвестиційну привабливість.

Маючи не надто високий відсоток прибутковості за підсумками 2017 року роботи (в середньому 11% річних), пайові інвестиційні фонди незначно підвищили темпи реалізації паїв. Не відбулося і зростання їх популярності серед широких верств дрібних інвесторів.

Разом з тим, на сьогоднішній день даний тип спільного інвестора найбільш повно регламентований в нормативно-правовому відношенні. Законодавство про пайові інвестиційні фонди максимально врахувало помилки інвестиційної діяльності компаній, що діють за принципом фінансової піраміди, врахувало багато нестиковок в минулій діяльності чекових інвестиційних фондів, що зробило пайові фонди, з одного боку, більш мобільними та гнучкими структурами в порівнянні з іншими інвестиційними інститутами, а з іншого – більш підконтрольними регулюючими органами. Таке положення дає підставу відносити пайові

інвестиційні фонди до структур, які працюють з найменшим ризиком на фондовому ринку.

Радикально поліпшити становище в сфері спільного інвестування здатний розвиток конкуренції інвестиційних інститутів. У березні 2002 р. з'явився новий механізм трансформації заощаджень домашніх господарств в інвестиції – фонди банківського управління (ФБУ).

Як і перед ПФ, перед ФБУ ставиться стратегічне завдання щодо залучення коштів домашніх господарств, зв'язування грошової маси та направлення її в виробничий сектор економіки. На початку 2003 р. ФБУ було більше, ніж пайових інвестиційних фондів, які є їхніми реальними конкурентами. Так, на кінець березня 2003 р. банки зареєстрували понад 30 фондів. Для порівняння: діючих ПФ було 13. Використовуючи механізм довірчого управління, досвід роботи на фінансовому ринку та формування інвестиційного портфелю, банки отримують можливість конкурувати з ПФ. ФБУ орієнтовані як на великих корпоративних клієнтів, так і на фізичних осіб. Вони забезпечують широкий спектр вкладень в державні, регіональні та корпоративні цінні папери, боргові зобов'язання українських та іноземних емітентів.

У сучасних реаліях банківські фонди показали непогані результати в порівнянні з ПФ. Наприклад, за січень-березень 2017 р дохід фондів по вкладенням в державні папери Ощадбанку склав близько 9% (36% річних), а приріст паїв аналогічних ПФ – близько 7%. Більш кращими є показники роботи банківських фондів щодо вкладень в акції – в середньому 12% за цей період. У більшості аналогічних ПФ прибутковість була негативною.

А універсальний фонд спільних вкладень в українські цінні папери (банк «Прокредит Банк») за перший квартал 2017 року заробив 34% (136% річних). Якщо порівнювати прибутковість вкладень в фондах банківського управління (ФБУ) з іншими фінансовими інструментами – банківськими депозитами та державними цінними паперами – то і в цьому випадку переваги ФБУ цілком очевидні [96].

Банк, організувавши ФБУ, набуває додаткове джерело доходів, яке, до того ж, не несе із собою зайвих ризиків. Залучення коштів у ФБУ не впливає на банківські нормативи, тому суми залучення необмежені. У порівнянні з пайовим фондом ФБУ дозволяє застосовувати згладжені схеми інвестування, що істотно підвищує прибутковість; у банку, який організував фонд, з'являється додаткова можливість брати кредити; банк економить на обов'язковій для ПФФ оплаті послуг реєстратора, аудитора та депозитарію. ФБУ також привабливий ще й тим, що максимально спрощені процедура реєстрації та супутні юридичні та фінансові формальності для початку роботи. І, нарешті, в залежності від кон'юнктури тут можуть генеруватися послуги, які заборонені ПФФ законодавчо.

Між ФБУ та ПФФ є ще одна важлива, з точки зору інвестора, відмінність. Пайові фонди за діючими правилами позбавлені можливості працювати з деякими фінансовими інструментами, зокрема, корпоративними цінними паперами. ПФФ взагалі мають менші можливості щодо розміщення коштів (тільки державні та муніципальні папери, акції, грошові кошти, та нерухомість для інтервальних фондів). На думку експертів, ПФФ більш інерційні, повільніше реагують на зміну робочої ситуації.

Комерційним банкам Національний банк надав можливість через ФБУ управляти практично будь-якими активами: гривнями, валютою, дорогоцінними металами та камінням, цінними паперами. Виключення не склали і цінні папери промислових підприємств, термінові контракти, які можуть застосовуватися для страхування фінансових ризиків. Це розширює можливості банківських фондів та обіцяє інвесторам більш високі доходи. Однак і ризик збільшується – відомо чимало випадків, коли необачне захоплення, наприклад, терміновими контрактами призводило до фінансових катастроф [107].

Ще один плюс: кошти, залучені в ФБУ, не підлягають резервуванню, отже, вони передбачають отримання більш високого доходу, ніж за банківським депозитом. Крім іншого, великим кредитним організаціям

простіше залучати клієнтів – ім'я та репутація служать гарантом надійності створеного фонду.

ФБУ, як і ПФ, не є юридичною особою і представляє собою майновий комплекс. Він складається з майна, переданого в довірче управління учасниками, об'єднаного на правах спільної власності. В процесі роботи фонду до нього приєднується майно, придбане довірчим керуючим. Інвестору ФБУ видається сертифікат пайової участі, який, не будучи цінним папером, являє собою документ, що фіксує факт передачі майна в довірче управління і розмір частки засновника у складі ФБУ. Як такий, сертифікат не є майном і не може бути предметом купівлі-продажу. Фактично цей документ є свідченням про договір з кредитною організацією щодо довірчого управління її майном [90].

У порівнянні з депозитними вкладками, коли банк зобов'язується виплачувати вкладникові відповідну суму та проценти, передбачені в договорі, при вступі в ФБУ ставка доходу інвестора не встановлюється. Ризики вкладень в ФБУ вище, ніж в банківські депозити, поверненню яких здатне перешкодити тільки банкрутство. Підвищений ризик інвестицій в ФБУ вкладник компенсує більш високою прибутковістю інвестицій.

На основі проведеного аналізу інвестиційних інститутів визначимо загальні фактори, що впливають на рівень привабливості для вкладників, а саме:

1) концентрація потенційних дрібних інвесторів знаходиться переважно у великих промислових центрах, що призводить до нерівномірності розподілу капіталу інвестиційних інститутів.

2) недосконалість податкового законодавства в області пільгового оподаткування інвестиційних інститутів, що позначається на рівні доходу по вкладах і знижує їх привабливість для вкладників.

3) ліквідність інвестицій знаходиться на низькому рівні з огляду на нестачу стабільних інструментів, які б забезпечували високий рівень прибутковості на фондовому ринку.

4) нестача механізмів, здатних гарантувати надійність вкладів інвесторів.

Показники інвестиційної привабливості українських інститутів спільного інвестування з позиції дрібних вкладників наведені у табл. 2.3.

Таблиця 2.3

**Інвестиційна привабливість вітчизняних інститутів спільного інвестування з позиції дрібних вкладників**

Інститути спільного інвестування	Показники надійності	Показники ліквідності	Показник прибутковості
Недержавні пенсійні фонди	Забезпечені тільки власними активами	Внески підлягають поверненню в формі пенсійних виплат по мірі накопичення фіксованої суми	Виплати здійснюються за накопичувальною схемою
Пайові інвестиційні фонди	Забезпечені тільки власними активами	Паї викуповуються за першою вимогою, якщо фонд не є інтервальним	До 12% річних
Фонди банківського управління (ФБУ)	Практично будь-які активи	Вклади видаються на першу вимогу	36 % річних

Джерело: складено автором

Проведений аналіз інвестиційних інститутів з точки зору їх надійності, прибутковості та ліквідності показав, що на сьогоднішній день найбільшою мірою всім трьом критеріям відповідають пайові інвестиційні фонди та ФБУ.

З урахуванням цього напряму пріоритетним завданням розвитку сектора спільного інвестування в Україні має стати створення найбільш сприятливих умов для діяльності цих видів інвестиційних інститутів як потенційно найбільш надійних та прибуткових для інвестування домашніми господарствами.

### **2.3. Механізм залучення заощаджень домашніх господарств до інвестиційної діяльності з використанням інструментів фондового ринку**

Основними інвесторами українського фондового ринку є громадяни України – домашні господарства, що робить необхідним забезпечення їх особистої фінансової безпеки та формує особливі вимоги до способів

інвестування. Тому при формуванні інфраструктури фондового ринку держава не може виходити тільки з потреб економіки та доступності інвестицій, а має враховувати потреби домашніх господарств в цілому.

Гострота соціальних питань в сфері розвитку ринку капіталів обумовлюється також і тим, що українські громадяни втратили значну частину своїх заощаджень в результаті інфляції, а потім в результаті банкрутства комерційних банків в 2014-2016 рр. Це сформувало у громадян негативне ставлення до діяльності щодо розміщення власних заощаджень. Таке ставлення з боку дрібних інвесторів стримує приплив інвестицій на фондовий ринок, а отже, і знижує їх активність на ньому. Як наслідок, відбувається скорочення обороту цінних паперів та зниження кількості учасників операцій на фондовому ринку.

Тому складовою частиною процесу формування фондового ринку має стати створення умов, за яких громадяни України – домашні господарства та інші потенційні інвестори могли б відновити довіру до ринку цінних паперів.

У повній відповідності зі своєю назвою з економічної точки зору домашні господарства – це люди зі «середніми доходами». У розвинених країнах цей прошарок складає сьогодні 60-80%, (у нашій країні його частка навряд чи перевищує 3-5%).

Домашні господарства в структурі країн з ринковою економікою займають особливе місце в соціальній системі, характеризуються несхожістю та неоднорідністю поглядів, інтересів і політичних уподобань [82].

Стартовою точкою розгортання інвестиційного процесу є заощадження, обсяг та напрями розміщення яких зумовлюють основні контури всього інвестиційного процесу. Тому мобілізація внутрішніх інвестиційних ресурсів є на сьогоднішній день першочерговою проблемою. Наявні в українських громадян накопичення (за оцінками фахівців, до 15 млрд. доларів США) створюють значний інвестиційний потенціал. Мобілізація хоча б частини цих коштів дозволила б, в тому числі і через розвиток ринку капіталів, активізувати процес розширеного відтворення



багатьох українських підприємств. У разі залучення в народне господарство хоча б частини заощаджень, уряду вдалося б істотно знизити гостроту цілого ряду загальнодержавних економічних проблем, включаючи проблеми дефіциту державного бюджету, зовнішньої заборгованості, фінансування бюджетної та соціальної сфер, виплати пенсій тощо [58]. У зв'язку з цим однією з найважливіших завдань є розвиток в Україні ринку цінних паперів як основного механізму реалізації ефективних механізмів мобілізації заощаджень домашніх господарств.

Провідні українські вчені-економісти вважають, що фундаментальним критерієм віднесення домашніх господарств до потенційних інвесторів є рівень доходів, який дозволяє їм не тільки вести повноцінний спосіб життя, а й здійснювати накопичення. Щорічні статистичні дані дозволяють більш чітко скласти уявлення про бюджети домашніх господарств.

Дослідження базується на проведенні опитування членів домогосподарств, а також обліку їх доходів та витрат, який ведуть самі члени домашніх господарств. Програма дослідження бюджетів являє собою систему балансового обліку надходжень та витрат коштів в домашньому господарстві. Матеріали дослідження є основою для характеристики зміни структури доходів та споживчих витрат домашніх господарств, дозволяють виявити відмінності в добробуті залежно від складу сім'ї; показують роль окремих джерел у формуванні доходів, характеризують диференціацію домашніх господарств за рівнем доходу [14].

Аналіз доходів домашніх господарств в сучасних умовах проводиться, ґрунтуючись на результатах непрямих вимірювань з урахуванням оцінки макроекономічних показників. Нажаль, ні ті, ні інші не є абсолютно точними та достовірними.

Всі ці дані використовуються при аналізі моделі розподілу загального обсягу доходів за різними групами домашніх господарств, що застосовується Державною службою статистики України.

У табл. 2.4 наведено динаміку розподілу сукупних грошових доходів домашніх господарств за 2010-2017 рр.

Таблиця 2.4

Розподіл загального обсягу грошових доходів домашніх господарств за 2012-2019 рр.

Група \ Рік	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Сукупні грошові доходи домашніх господарств:	100	100	100	100	100	100	100	100
Перша (з найменшими доходами)	11,9	12,0	12,8	13,3	13,5	6,2	5,9	6,2
Друга	15,8	15,6	13,6	13,2	13,2	10,7	10,2	10,5
Третя	18,8	17,6	16,7	15,2	15,0	15,2	14,8	14,9
Четверта	22,8	24,5	24,8	23,0	22,4	21,5	21,6	21,0
П'ята (з найбільшими доходами)	30,7	30,3	32,1	35,3	35,9	46,4	47,5	47,4

Джерело: складено автором за [87]

У 2012 р. розподіл доходів був порівняно рівномірним, але починаючи з 2017 р. після девальвації гривні та падіння виробництва розпочалася диференціація домашніх господарств за рівнем доходів як в розрізі соціальних груп, так і в територіальному розрізі, яка, до того ж продовжує посилюватись.

Якщо в 2013 р. питома вага доходів трьох середніх квінтільних груп становила 47% сумарних доходів домашніх господарств, то до 2017 р. вона знизилась до 32%. Це наочно підтверджує, що процес «вимивання» середньодохідних груп триває протягом усього періоду.

Аналіз бюджетної статистики, а також дані соціологічних досліджень свідчать, що головним джерелом доходів основної маси домашніх господарств залишається оплата праці. В основі диференціації доходів лежить диференціація оплати праці, причому остання формується не стільки за рахунок неоднаковості якості та кількості праці, скільки в результаті відмінностей в оплаті праці в різних галузях господарства, окремих регіонах та сферах економіки державного або ринкового сектору.

Статистичні параметри місячного доходу на душу населення можна проілюструвати даними табл. 2.5.

Таблиця 2.5

## Розподіл домашніх господарств за розміром грошових доходів на особу

	Кількість, млн. чол.				У відсотках			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Все населення у тому числі із середнім грошовим доходом на місяць на особу., тис. грн:	42,58	42,39	42,15	41,90	100	100	100	100
- до 4000,0	20,52	10,99	8,39	6,527	48,19	25,93	19,91	15,58
- 4000,1-6000,0	9,7	9,484	7,97	15,803	22,78	22,37	18,91	37,72
- 6000,1-8000,0	5,49	7,25	6,94	7,248	12,89	17,10	16,47	17,30
- 8000,1-10000,0	2,96	4,86	5,195	4,45	6,95	11,46	12,33	10,62
- 10000,1-12000,0	1,59	3,196	3,7	3,889	3,73	7,54	8,78	9,28
- 12000,1-16000,0	1,42	3,45	4,55	1,949	3,33	8,14	10,79	4,65
- 16000,1-20000,0	0,52	1,58	2,34	1,314	1,22	3,73	5,55	3,14
- більше 20000,0	0,38	1,58	3,065	0,72	0,89	3,73	7,27	1,72

Джерело: складено автором за [87]

Виділити середню групу за рівнем доходів вкрай складно, особливо з урахуванням відмінності рівня життя по регіонах та багатьох інших факторів. Протягом останніх років співвідношення доходу на душу населення до прожиткового мінімуму, за офіційними, досягало 2-2,3 рази. І це за умови, що методика визначення прожиткового мінімуму є далеко не беззаперечною.

Наведена в табл. 2.5 характеристика рівня диференціації доходів домашніх господарств навряд чи відповідає реальному стану справ, тому що враховує тільки офіційні доходи, які на практиці істотно відрізняються від дійсно одержуваних. Недосконалість української статистики доходів домашніх господарств не дозволяє в повній мірі врахувати розміри тіньової економіки, яка досягає 30-40% ВВП і більше.

Масштаби тіньового сектора обумовлені невизначеним характером економічних взаємин українського суспільства. На сьогоднішній день приховані від податкової служби та державної статистики доходи можуть

вважатися переважаючими, а дані офіційної статистики про рівень доходів домашніх господарств та ступінь їх диференціації не відображають реальних процесів, що відбуваються в суспільстві.

У сучасних наукових соціологічних публікаціях можна зустріти певне ототожнення понять «домашні господарства» та «верстви населення». У цих публікаціях аналізуються основні критерії віднесення домашніх господарств до того чи іншого прошарку населення, ґрунтуючись на якісному складі, структурі та межах цієї соціальної категорії. В українському суспільстві, схильному до постійних перетворень соціальної структури, перманентно відбувається переміщення домашніх господарств від одного прошарку до іншого.

Згідно вихідної дослідницької гіпотези, основну частину суспільства розділимо на чотири класи:

- верхній клас – топ-менеджери великих корпорацій, великі підприємці та підприємці «середньої руки»;
- середній клас – дрібні підприємці, менеджери виробничої та невиробничої сфери, інтелігенція вищої ланки, кваліфікована еліта;
- базовий клас – службовці, працівники сфери торгівлі та послуг, робітники підприємств, фермери;
- нижній клас – некваліфіковані різноробочі.

В даному випадку ми не враховуємо олігархів, представників так званої «політичної еліти» та людей, що знаходяться на умовному «соціальному дні», в зв'язку з відсутністю статистичних та соціологічних даних.

Для оцінки економічного потенціалу досліджуваних соціальних класів наведемо наступні дані (табл. 2.6).

Як бачимо, в табл. 2.6 використано чотири групи характеристик: а) володіння виробничою власністю (капіталом); б) статус зайнятості; в) соціальний сектор економіки; г) рівень матеріального добробуту.

До верхнього класу відносяться люди, які мають фінансовий ресурс, достатній для відкриття власного бізнесу. 74% з них заможні, інші на рівні

Характеристика економічного потенціалу домашніх господарств  
(у % до загальної чисельності класу)

Показники	Соціальний клас			
	Верхній	Середній	Базовий	Нижній
1. Володіння капіталом:				
- власники приватних фірм	100	18	0	0
- власники іншого бізнесу	0	14	0	0
2. Статуси зайнятості:				
- самозайняті	100	29	0	0
- ті, що працюють за наймом	0	71	100	100
3. Сектора економіки:				
- приватний	100	27	5	3
- акціонерний	0	31	28	25
- державний	0	42	67	72
4. Особистий добробут (ступені добробуту):				
- заможність	70	30	5	3
- відносний достаток	30	56	49	32
- бідність	0	14	46	65
5. Самооцінки добробуту:				
- гарний, дуже гарний	47	13	5	3
- достатній	42	60	42	26
- поганий, дуже поганий	11	27	53	71
6. Частка витрат на харчування:				
- не більше третини	56	29	5	0
- половина всіх витрат	28	34	17	8
- майже всі витрати	16	37	78	91
7. Динаміка добробуту:				
- доходи ростуть швидше або так само, як ціни	66	27	11	8
- харчування поліпшується або не змінюється	85	59	43	34
8. Середній дохід на місяць (в% до базового класу 2017 р.)	621	285	100	65

Джерело: складено автором за [130]

достатку. При цьому рівень доходів верхнього класу в 4-5 разів вище базового та майже в 10 разів вище нижнього. Як було зазначено вище, ці дані можна назвати умовними, так як частина доходів населення отримується у

тіньовому секторі. В цілому люди верхнього класу мають високий інвестиційний потенціал та беруть участь в розвитку національної економіки.

Щодо середнього класу можна зробити висновок, що приблизно 24% його учасників мають власний невеликий бізнес, інші 16% здійснюють індивідуальну економічну діяльність. Але більша частина поєднує розвиток власної фірми з роботою за наймом. Середньомісячний їх дохід в 2-2,5 рази нижче, ніж у представників верхнього класу, але приблизно в 1,5-2 рази вище, ніж у представників базового класу. Таким чином, економічний потенціал середнього класу може бути використаний у інвестиційній діяльності з метою підвищення стандартів та рівня життя його представників.

Найбільш розумним показником приналежності до середнього класу є рівень та структура споживання. Рівень споживання, що відповідає поняттю «гідне життя» поширюється на найбільш забезпечену частину громадян, які складають 10% домашніх господарств країни. Їх рівень доходу починається з 1000 доларів на сім'ю на місяць.

Структура витрат «середніх» українських домашніх господарств, за даними Українського інституту соціальних досліджень, представлена у табл. 2.7.

Таблиця 2.7

## Структура витрат «середніх» українських домашніх господарств

Місячний дохід родини	1000 дол. США	2000 дол. США	3000 дол. США
Продукти харчування (%)	35	25	20
Непродовольчі товари (%)	40	42	46
Послуги (%)	10	10	8
Відпочинок за кордоном (%)	-	8	10
Заощадження (%)	10	12	15

Джерело: складено автором за [130]

При досягненні місячного доходу в 1000 дол. США сім'я починає відчувати себе в життєвому плані забезпеченою. Потреби в якісних продуктах харчування задовольняються повністю. Якщо такий рівень доходу

у сім'ї підтримується протягом 2-3 років, то весь парк побутової техніки повністю оновлюється продукцією відомих фірм.

На ці цілі сім'я витрачає (або відкладає) близько 100 дол. США на місяць. Ще 250 доларів ідуть на товари першої необхідності, одяг, обслуговування недорогого автомобіля. На заощадження грошей майже не залишається. Близько 100-150 дол. На місяць відкладається «на чорний день».

При рівні доходу в 2000 дол. США на місяць сім'я дозволяє ввести в стандарт життя щорічний відпочинок на недорогому закордонному курорті та почати планувати поліпшення житлових умов або покупку нового автомобіля. Члени сім'ї з доходом в 2000 дол. США, як правило, вже є професіоналами, затребуваними на ринку праці, їх споживча поведінка відзначається впевненістю, що «чорний день» для них не настане.

При рівні доходу в 3000 дол. США на місяць відбувається якісний стрибок і сім'я виходить на рівень споживання відповідний західним стандартам. Поліпшення житлових умов стає не справою випадку, а нормою поведінки споживачів. Сім'я купує як правило другий автомобіль. На відпочинок за кордоном витрачається до 4000 дол. США в рік. Таким життям живуть не більше двох відсотків наших громадян.

Досвід та дослідження, проведені Українським центром економічних і політичних досліджень імені О. Разумкова, показують, що протягом найближчих двох років кількість активних людей – потенційних інвесторів фондового ринку може збільшитися на 30% [96]. Але це зростання можливе лише за умови проведення реформ в області інвестиційної діяльності.

Критерієм, за яким домашнє господарство можна класифікувати як середній клас, є рівень доходів, що дозволяє сім'ї вести певний спосіб життя.

Першочерговими напрямками держави щодо активізації створення середнього класу в Україні повинні бути:

1. Активізація розвитку форм бізнесу середнього класу – венчурні, інноваційні малі підприємства, сфері послуг. Необхідно розробити програму розвитку середнього класу в сфері інноваційних технологій з урахуванням

завдань структурної економічної політики, яка також буде враховувати соціальні орієнтири.

2. Впровадження політики регулювання доходів, спрямованої на нівелювання майнової нерівності та зростання особистих заощаджень.

3. Створення соціальної інфраструктури середнього класу: будівництво житла (доступне іпотечне кредитування), доступність середньої професійної та вищої освіти (підвищення професійного рівня та підвищення кваліфікації менеджерів підприємств та державних чиновників, вчителів, суддів, середнього технічного персоналу тощо) з урахуванням ринкових реалій.

Ефективність процесів трансформації грошових ресурсів домашніх господарств в інвестиції пов'язана з формуванням і функціонуванням механізму управління цими ресурсами.

Грошові ресурси домашніх господарств – це ресурси, які залишаються в розпорядженні членів цього господарства після сплати всіх зобов'язань, пов'язаних з розподілом і перерозподілом грошових потоків в рамках сімейного бюджету, та направляються для задоволення індивідуальних (загальнородинних) потреб. Проблема організації та управління грошовими ресурсами домашніх господарств полягає не тільки в тому, скільки, як і яким чином здійснити розподіл і перерозподіл вільних грошових коштів, а в тому, чи веде це до зміни сформованих обсягів, темпів і пропорцій грошових ресурсів, умов і порядку організації грошових відносин всередині родини.

Механізм залучення грошових ресурсів домашніх господарств у інвестиційний процес є складною взаємопов'язаною системою. Це і сукупність форм і методів державного регулювання діяльності домогосподарств, формування та розподіл їх бюджетів, і використання фінансових ресурсів для інвестування з метою забезпечення різноманітних потреб державних структур, господарюючих суб'єктів і домашніх господарств. Нами пропонується наступна декомпозиція блоку трансформації грошових ресурсів домашніх господарств у інвестиції на фондовому ринку (рис. 2.7).





Рис. 2.7. Декомпозиція блоку трансформації грошових ресурсів домашніх господарств у інвестиції на фондовому ринку  
Джерело: складено автором

Запропонований варіант механізму залучення грошових ресурсів домашніх господарств у інвестиційний процес, доповнено блоком трансформації грошових ресурсів домашніх господарств у інвестиції шляхом залучення індивідуальних фінансових консультантів та страхування інвестиційних ризиків домашніх господарств з метою мінімізації інвестиційних ризиків домашніх господарств, що сприятиме активізації інвестиційної діяльності домашніх господарств.

Сучасний інвестиційний механізм заснований на тому, що домашні господарства мають постійну потребу розміщення власних заощаджень в різні інструменти фондового ринку для найкращої реалізації своїх цілей. Фондовий ринок, який є основою механізму трансформації заощаджень домашніх господарств в інвестиції, забезпечує узгодження інтересів об'єкта інвестування та інвестора (домашніх господарств). Але це досягається за рахунок упорядкування процесів, які на ньому відбуваються.

Сучасний механізм залучення заощаджень домашніх господарств в інвестиційний процес є складною системою взаємопов'язаних елементів. Можна виділити його наступні основні характеристики:

1. Багатосуб'єктність:

- домашні господарства, які здійснюють заощадження і є постачальником інвестиційного капіталу;
- господарюючі суб'єкти, що пред'являють на нього попит;
- різноманітні кредитно-фінансові інститути, що забезпечують взаємодію між різними групами суб'єктів.

2. Різноманітність видів інвестицій:

- реальних, які розширюють масштаби виробництва, забезпечують зростання національного доходу та соціально-економічний розвиток країни;
- фінансових, за допомогою яких відбувається перелив капіталу, забезпечується ліквідність інвестицій, що дозволяє швидко перетворити фінансові активи в гроші;

- прямих, що надають можливість самостійно вибрати об'єкт інвестицій та реально брати участь в управлінні компанією;
- непрямих, що знижує ризики інвестування за рахунок диверсифікації вкладень та професійного управління.

3. Різноманіття інструментів, за допомогою яких заощадження домашніх господарств залучаються в економічний обіг в якості інвестиційних ресурсів.

4. Існування різних форм інвестування: індивідуального і колективного, безпосереднього та опосередкованого.

5. Наявність різних моделей, які забезпечують реалізацію мотивів і досягнення конкретних економічних та соціальних цілей.

Економічна сутність заощаджень передбачає залучення їх в господарський обіг, але не означає їх автоматичну трансформацію в інвестиції. Надання переваги ліквідності обумовлює можливість формування заощаджень домашніх господарств в неорганізованих формах у вигляді накопичення готівки в національній або іноземній валюті. Такі заощадження виключаються з інвестиційного процесу та не можуть у такій формі впливати на економічне зростання. Активізація подібної форми заощаджень веде до одночасного скорочення споживання як стимулу для здійснення інвестицій і до скорочення інвестиційних ресурсів суспільства.

Механізм трансформації грошових ресурсів домашніх господарств в інвестиції вирішує цю проблему, забезпечуючи максимізацію обсягу організованих заощаджень. Але він також передбачає, що акумульовані кошти, по-перше, повинні бути залучені на умовах повернення, терміновості, платності; по-друге, вони повинні бути передані суб'єктам інвестування на умовах, які будуть сприяти їх ефективному використанню; по-третє, вони повинні прийняти іншу, відмінну від грошової, форму. Це передбачає наявність певних передумов для мобілізації заощаджень домашніх господарств та трансформації їх в інвестиції для реального сектора економіки.

Спекулятивні процеси, властиві фондовому ринку, з одного боку, сприяють перетоку капіталу, а, з іншого боку, через високу прибутковість фінансових інструментів можуть викликати значний відтік капіталу у фінансовий сектор. Неконтрольоване зростання обсягів спекулятивних операцій блокує процес реального інвестування, призводить до посилення макроекономічної незбалансованості, до виникнення фінансових криз, в результаті яких домашні господарства можуть втратити значну частину своїх заощаджень.

Подолання цих протиріч стимулює розвиток нових форм та способів трансформації заощаджень домашніх господарств в інвестиції, за допомогою яких можна було мінімізувати ризики, забезпечити постійне надходження інвестиційних ресурсів в економіку. Даний механізм постійно пристосовується до нових умов і його ефективність в цілому оцінюється досить високо.

В Україні ситуація зовсім неоднозначна. В умовах гіперінфляції 2014-2015 рр. в країні були знищені грошові заощадження домашніх господарств, накопичені протягом багатьох років. Вони і становили той фонд, який забезпечував необхідний баланс між фінансовим капіталом та річним ВВП. Вирішити це завдання можна буде тільки за умови якнайшвидшого відновлення заощаджень та використання їх в якості інвестиційного ресурсу [20].

Основними елементами заощаджень є: вклади і депозити в банках в національній та іноземній валюті; готівкові гроші на руках у домашніх господарств; вкладення домашніх господарств в цінні папери; запаси коштів домашніх господарств у готівковій валюті; резерв страхових внесків домашніх господарств.

Здійснимо оцінку незадіяного інвестиційного потенціалу домашніх господарств (НІПдг) за величиною грошових ресурсів домашніх господарств, що знаходяться поза межами банківського обігу (ГКдг), їх частки, що може бути використана для інвестування ( $d$ ) та мультиплікатору інвестицій ( $m_{\text{інв}}$ ):

$$НПД_{ДГ} = GK_{ДГ} \times d \times m_{ДГВ} \quad (2.1)$$

Розрахунок частки грошових ресурсів домашніх господарств, які знаходяться поза сферою банківського обігу та можуть бути використані для інвестування ( $d$ ), здійснимо на основі припущення, що вона може дорівнювати частці заощаджень, яку домашні господарства зберігають в формі депозитів ( $D$ ). Для визначення  $D$  використаємо формулу грошового мультиплікатора:

$$m_{ГР} = \frac{\left(\frac{C}{D} + 1\right)}{\left(\frac{C}{D} + R_R\right)}, \quad (2.2)$$

де  $m_{ГР}$  – грошовий мультиплікатор;  $C$  – готівкові кошти домашніх господарств;  $D$  – депозити домашніх господарств;  $R_R$  – норма резервування за строковими банківськими депозитами.

Виходячи з відомого рівняння

$$C = 1 - D, \quad (2.3)$$

здійснимо перетворення формули (2.2) та знайдемо з неї  $D$ :

$$D = \frac{1}{1 + \frac{1 - m_{ГР} \times R_R}{m_{ГР} - 1}}, \quad (2.4)$$

Величина грошового мультиплікатора розраховується як відношення грошового агрегату  $M3$  до монетарної бази. Вихідні дані для розрахунку та його результати зведені до табл. 2.8.

Таблиця 2.8

Показники стану грошового обігу та ВВП в Україні  
у 2010-2019 р.р.

Показники	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Грошовий агрегат М3, млрд. грн.	597,9	685,5	773,2	909,0	956,7	994,1	1102,7	1208,9	1277,6	1438,3
Монетарна база, млрд. грн.	225,6	239,8	255,2	307,1	333,1	336,0	381,6	399,0	435,8	477,5
Грошовий мультиплікатор	2,65	2,86	3,03	2,96	2,87	2,96	2,89	3,03	2,93	3,01

Джерело: складено автором за [29, 96]

Норма резервування за строковими банківськими депозитами у досліджуваній період становила 3%. Таким чином, згідно з проведеними за (2.4) розрахунками частка грошових ресурсів домашніх господарств, які знаходяться поза сферою банківського обігу та можуть бути використані для інвестування (d) становила у 2017 р. - 0,69, у 2018 р. - 0,68, у 2019 р. - 0,69.

Визначення величини мультиплікатора інвестицій здійснюється як розрахунок співвідношення приросту ВВП і збільшенням капітальних інвестицій, які спричиняють цей приріст ВВП. При цьому, враховуючи те, що приріст ВВП у поточному періоді відбувається за рахунок капітальних інвестицій, які здійснені у ряді попередніх періодів, доцільно у знаменнику цієї формули використовувати ковзне середнє приросту капітальних інвестицій у ці періоди. Терміни окупності інвестицій значно варіюються за галузями, тому на основі показника нормативної економічної ефективності, який складає 15%, будемо вважати, що цей термін становить 7 років. Тобто, оновлення капіталу суб'єктів господарювання повинно здійснюватися з даною періодичністю. Відповідно, при визначенні мультиплікатора інвестицій будемо використовувати 7-річне ковзне середнє приросту капітальних інвестицій.

Вихідні дані для розрахунку мультиплікатора інвестицій та його результати наведені у табл. 2.9.

Таким чином, розрахована величина мультиплікатора інвестицій складає: у 2017 р. – 2,23, у 2018 р. – 1,71, у 2019 р. – 1,18.

Розмір грошових ресурсів домашніх господарств, які знаходяться поза межами банківського обігу, визначимо як різницю між доходами домашніх господарств та їх витратами за відповідний період (табл. 2.10).

На підставі офіційних даних щодо розміру грошових ресурсів домашніх господарств, які знаходяться поза межами банківського обігу, їх частки, що може бути використана для інвестування, та величини мультиплікатора інвестицій встановлено величину незадіяного інвестиційного потенціалу домашніх господарств (табл. 2.11).

## Розрахунок мультиплікатора інвестицій

Період	Капітальні інвестиції, млрд. грн	Зміна величини капітальних інвестицій, млрд. грн	ВВП у факт, цінах, млрд. грн	Зміна ВВП, млрд. грн	Мультиплікатор інвестицій (7-річне ковзне середнє), $m_{інв}$
2010	180,6	-	1079,3	-	-
2011	241,2	60,6	1300,0	220,7	-
2012	273,3	32,1	1404,7	104,7	-
2013	249,9	-23,4	1465,2	60,5	-
2014	219,4	-30,5	1586,9	121,7	-
2015	273,1	53,7	1988,6	401,7	-
2016	359,2	86,1	2385,4	396,8	-
2017	448,5	89,3	2983,9	598,5	2,23
2018	578,7	130,2	3560,6	576,7	1,71
2019	624,0	45,3	3974,6	414	1,18

Джерело: складено автором за [34]

Таблиця 2.10

## Розмір грошових ресурсів домашніх господарств, які знаходяться поза межами банківського обігу у 2017-2019 рр.

Показники	2017	2018	2019
Середні ресурси (доходи) домашнього господарства за місяць, грн	8165	9904	12118
Середні витрати домашнього господарства за місяць, грн	7139	8309	9670
Сальдо ресурсів (доходів) і витрат домашнього господарства за місяць, грн.	1026	1595	2448
Кількість домогосподарств, тисяч одиниць	14976	14935	14882
Грошові ресурси домашніх господарств, які знаходяться поза сферою банківського обігу (ГК <sub>дг</sub> ), млрд. грн	184,38	285,86	437,17

Джерело: складено автором за [34]

Таблиця 2.11

## Незадіяний інвестиційний потенціал домашніх господарств у 2017-2019 рр.

Показники	2017	2018	2019
Грошові ресурси домашніх господарств, які знаходяться поза сферою банківського обігу (ГК <sub>дг</sub> ), млрд.грн	184,38	285,86	437,17
Частка грошових ресурсів домашніх господарств, які знаходяться поза сферою банківського обігу та можуть бути використані для інвестування (d), %	69	68	69
Мультиплікатор інвестицій, $m_{інв}$	2,23	1,71	1,18
Незадіяний інвестиційний потенціал (НІП <sub>дг</sub> ), млрд. грн	284	332	356

Джерело: складено автором за [34]

Як видно з табл. 2.11, незадіяний інвестиційний потенціал домашніх господарств становить у 2017 р. – 284 млрд. грн, у 2018 р. – 332 млрд. грн, у 2019 р. – 356 млрд. грн.

За іншим підходом з метою обґрунтування економічної доцільності суспільних витрат на створення блоку трансформації грошових ресурсів домашніх господарств у інвестиції на фондовому ринку, визначимо величину незадіяного інвестиційного потенціалу домашніх господарств (НІПдг) на підставі суми грошових коштів домашніх господарств, які перебувають поза межами банківського обігу (ГКдг), та мультиплікатором інвестицій ( $m_{інв}$ ) за формулою:

$$НІП_{дг} = ГК_{дг} \times m_{інв}, \quad (1)$$

Згідно з проведеними у роботі розрахунками середня величина мультиплікатора інвестицій у 2017-2019 рр. становить 1,71. Оціночний розмір частки заощаджень домашніх господарств, які знаходяться поза межами банківського обігу, становить 400 млрд. грн. (за даними Національного банку України), з яких, за експертними оцінками, можуть бути використані на інвестиційні цілі близько 70% або 280 млрд. грн. Величина незадіяного інвестиційного потенціалу, розрахована за (1) та мультиплікатором інвестицій становить 479 млрд. грн. ( $280 \times 1,71$ ), що є значним ресурсом прискорення розвитку фондового ринку та національної економіки в цілому.

Щоб цей інвестиційний ресурс сприяв цілям і завданням зростання фондового ринку необхідно створення комплексу фінансово-економічних інструментів, що забезпечують інвестування заощаджень домашніх господарств на умовах, прийнятних для їх власників. Ці та інші заходи дозволять дати реальну оцінку заощаджень громадян, а держава забезпечить найбільш сприятливі умови для залучення їх в якості інвестицій.

При розгляді перспектив залучення домашніх господарств в інвестиційний процес необхідно чітко розуміти умови забезпечення цієї



участі. Створення державного фонду гарантованого повернення вкладених в процесі інвестування коштів дасть можливість домашнім господарствам швидше інтегруватися в інвестиційний процес [106]. Цей фонд обов'язкового резервування за рахунок коштів інституційних інвесторів (за прикладом комерційних банків) буде служити джерелом компенсації по вкладах інвесторів у випадках їх банкрутства. З боку держав необхідне прийняття відповідного законодавства, яке б регламентувало встановлення щорічних обов'язкових відрахувань. Розмір цих відрахувань повинен бути пропорційний обсягам залучених інвесторами коштів домашніх господарств.

Наступним кроком до активізації інвестиційної діяльності домашніх господарств має стати запровадження норм обов'язкового страхування вкладів цих господарств. Для цього необхідно сформувати новий сектор – сектор інвестиційного страхування, який не тільки посилить надійність вкладень, але активізує страховий ринок.

Реалізація наведених вище заходів щодо захисту прав та інтересів домашніх господарств сприятиме розширенню сфери їх участі в спільному інвестуванні та активізації фондового ринку в цілому.

## **Висновки до розділу 2**

Проведений аналіз ролі фондового ринку України в заохоченні домашніх господарств до інвестиційної активності дає змогу зробити такі висновки:

1. Сучасний фондовий ринок України знаходиться на складному етапі свого розвитку. Проведений аналіз показує, що вітчизняний фондовий ринок не тільки практично не розвивається, але й не має достатніх зв'язків зі світовою економічною системою. Український фондовий ринок в його сучасному стані не здатний забезпечувати потребу в інвестиціях економіки в цілому.

2. Згідно з сучасними тенденціями розвиток фінансових інституцій в найближчій перспективі буде відбуватися в жорстких умовах зближення законодавства України та законодавства країн ЄС. Імплементация Угоди про Асоціацію в частині, яка стосується функціонування фінансового ринку, повинна містити в собі відповідні положення європейського законодавства.

3. Негативним фактором в розвитку діяльності фондового ринку України є недостатній рівень освіченості більшості населення в питаннях здійснення операцій з цінними паперами. При цьому, державні органи влади з цих питань гальмують проведення реформ законодавства в плані гарантування вкладень домашніх господарств в інвестиції, що унеможливорює масштабне залучення коштів дрібних інвесторів на фондовий ринок.

4. Суттєвою причиною занепаду фондового ринку є те, що його функціонування слабо узгоджене з інтересами інвесторів, через що більшість домашніх господарств не приймають участь у процесах інвестування.

5. Позитивним фактором збільшення прошарку середнього класу, який буде здатний здійснювати інвестиційну діяльність, повинна стати політика держави в аспекті просвітницько-економічній діяльності, а також політика збагачення населення в цілому.

6. Однією з основних причин кризи українського фондового ринку є відсутність достатніх вкладень домашніх господарств та підприємців у банківські та небанківські фінансові інститути. Ця проблема виходить далеко за рамки фінансів. Вона стає питанням соціально-економічної політики, узгодження соціальних та економічних інтересів суспільства.

7. Необхідною умовою економічного зростання виступає наявність істотної частки накопичень в структурі валового внутрішнього продукту. Звідси можна зробити висновок, що важливою складовою економічної політики, яка спрямована на досягнення фінансової стабілізації, розвиток фондового ринку та системи кредитних установ, стає політика стимулювання залучення коштів домашніх господарств на потреби продуктивного інвестування.

8. Активізація розвитку спільного інвестування, як об'єднання дрібних інвесторів, повинна відбуватись у напрямі використання коштів інвестиційно активного прошарку домашніх господарств, як потенційного джерела інвестиційних ресурсів. Акумуляція та перерозподіл їх вільних грошових ресурсів відбуватиметься більш інтенсивно за умови залучення страхових компаній для вирішення проблем страхування інвестиційних ризиків домашніх господарств та за умови використання можливостей консалтингових фірм у сфері фінансового консультування, що повинно підвищити якість інвестиційних рішень дрібних інвесторів і знизити їх інвестиційні ризики.

9. Механізм залучення грошових ресурсів домашніх господарств у інвестиційний процес, на нашу думку, необхідно доповнити блоком трансформації грошових ресурсів домашніх господарств у інвестиції, який передбачає мінімізацію інвестиційних ризиків домашніх господарств шляхом залучення індивідуальних фінансових консультантів та страхування інвестиційних ризиків домашніх господарств, що сприятиме активізації їх інвестиційної діяльності.

10. Застосування мультиплікатора інвестицій дозволяє оцінювати незадіяний інвестиційний потенціал домашніх господарств та на цій підставі обґрунтовувати необхідність створення фонду державних гарантій їх інвестиційних вкладень, що за умови обов'язкового страхування забезпечує інтеграцію домашніх господарств в інвестиційний процес.

Результати досліджень за другим розділом дисертації опубліковані у наукових працях здобувача [60, 110, 113, 115, 121].

## РОЗДІЛ 3

### ФОРМУВАННЯ ПЕРЕДУМОВ АКТИВІЗАЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

#### **3.1. Обґрунтування впливу на розвиток фондового ринку внутрішніх інфляційних процесів та їх зв'язок з глобальними факторами**

Як відомо, основним інструментом монетарної політики, що реалізується в Україні є облікова ставка НБУ, а використання режиму інфляційного таргетування виступає засобом забезпечення цінової стабільності в країні. В той же час в останні роки для економічних систем більшості розвинених країн характерним є існування явища «зниклої інфляції» (missing inflation), на якому, на нашу думку, в контексті даного дослідження доцільно зупинитись більш детально.

Така увага до подій останнього десятиріччя у фінансовому світі пов'язана зі значними проблемами, які постали перед монетарною владою розвинених країн у поточному періоді. Підґрунтя цих проблем формувалось весь цей час, а їх загострення та переростання у економічну кризу було спричинено пандемією. І, хоча, реакція фінансових регуляторів на зниження споживчої активності була своєчасною, поточна криза чітко окреслила проблемні аспекти макрофінансового регулювання, породжені новою економічною реальністю, і посилила невпевненість щодо доцільності та ефективності подальшого застосування, а, іноді, й просто придатності його класичних моделей та інструментів.

Рівень інфляції завжди виступав головним об'єктом уваги органів монетарного регулювання. Розвиток кризових явищ ставав причиною скорочення споживання, падіння цін на товарних ринках, відповідного зниження темпів інфляції і зростання безробіття. Стимулювання економіки як елемент контрциклічної політики, покликане зчинити компенсаторну дію стосовно впливу кризових факторів та стабілізацію економічної ситуації

внаслідок зовнішніх або внутрішніх шоків, мало на меті припинення падіння бізнесової активності з подальшим її зростанням, нівелювання дефляційних очікувань та зниження безробіття. Поступовий перехід економіки у фазу зростання стимулював підвищення зайнятості, зростання доходів і витрат, і відповідне пожвавлення інфляційних процесів, що, в свою чергу, сприяло поширенню оптимістичних оцінок розвитку економічної ситуації у бізнесових колах.

Подібна залежність між показником інфляції та рівнем безробіття (економічною активністю) описується кривою Філіпса, яка лежить в основі регулятивних моделей, що використовуються монетарною владою більшості країн світу. Взаємозв'язок між динамікою цін і економічною активністю, по суті, й обумовлює здатність заходів грошово-кредитного регулювання здійснювати вплив на інфляційні процеси.

Характерною особливістю поведінки вказаної кривої в останнє десятиріччя стало зменшення кута її нахилу. Інакше кажучи, показник кореляції між рівнем інфляції та безробіттям в розвинених економічних системах знижується. Зауважимо, що це відбувається на фоні як загального зниження рівня інфляції, так і звуження коридору її коливань.

Вказані тенденції суттєво знижують можливості регуляторного впливу заходів грошово-кредитної політики та ускладнюють вирішення завдань, які стоять перед монетарною владою розвинених країн. Одним з найбільш імовірних пояснень таких відхилень від постулатів класичної макроекономіки є значні успіхи, яких досягли ці країни, впроваджуючи впродовж останніх десятиріч заходи монетарного регулювання.

Зокрема, мова йде про заходи, аналогічні режиму інфляційного таргетування, дотримання якого переслідує, в тому числі, фіксацію інфляційних очікувань економічних суб'єктів. Зміни, які регулятори вносять у свою комунікаційну політику, передбачають регулярне інформування суб'єктів господарювання про цільові показники інфляції на визначений період. Визначальними факторами ефективності цих заходів інформаційного

впливу стає ступінь довіри економічних суб'єктів до проваджуваної грошово-кредитної політики та рівень оцінки її релевантності.

Достатньо висока ефективність дій монетарної влади у розвинених країнах у останні десятиріччя створили підґрунтя для успішного застосування комунікативних моделей управління інфляційними очікуваннями економічних суб'єктів. Навіть, якщо економічна система відчуває на собі вплив певного інфляційного шоку, цей вплив став набагато коротшим у часі, ніж це було тридцять або сорок років тому. Впевненість економічних суб'єктів в тому, що органи монетарного регулювання у середньостроковій перспективі повернуть показник інфляції до рівня таргету, додає впевненості у тимчасовості цінового сплеску і стає причиною швидкого зниження інфляційних очікувань [142]. Таким чином, подібна впевненість щодо ефективності заходів монетарного регулювання на більш довгому горизонті викликає ланцюгову реакцію, яка веде до зниження інфляційних очікувань і на короткому прогностичному інтервалі.

До цього можна додати вплив процесів глобалізації, внаслідок яких значно ускладнюються виробничо-збутові ланцюги, матеріальне виробництво переноситься до країн з дешевою робочою силою, а споживання переважаючої частини товарної маси відбувається у розвинених країнах. Це, в свою чергу, веде до збільшення частки імпорту у споживанні і відповідного зниження взаємозв'язків між індексом споживчих цін та локальними рівнями зайнятості. При цьому бурхливий розвиток інтернет-платформ роздрібною торгівлі унеможливорює здатність місцевих постачальників до маніпулювання цінами і посилює конкуренцію між продавцями, вирівнюючи ціни у просторі, мінімізуючи торгівельні націнки і, відповідно, інфляцію.

Заради справедливості, необхідно відзначити, що явище «зниклої інфляції» ще не є до кінця вивченим. У науковому світі немає твердої впевненості у його причинах. Також невідомою є вага впливу кожного з можливих утворюючих факторів і тим більш немає впевненості у сталості цього явища. Але, так чи інакше, зрозуміло те, що в умовах «зниклої

інфляції» у монетарного регулятора значно звужуються можливості маневрування обліковою ставкою в цілях грошово-кредитного регулювання.

З іншого боку «обнуління» облікової ставки виступає драйвером зниження доходності державних і корпоративних процентних активів та відповідного зменшення витрат держави та корпорацій на обслуговування своїх боргів. І, якщо зниження навантаження на державний бюджет є безумовно позитивним наслідком, то процентна ставка, як індикатор якості корпоративних боргових зобов'язань, в цих умовах втрачає свою інформаційну цінність, що підвищує фінансові ризики інвестування та стимулює до зниження інтегральної макроекономічної ефективності використання та перерозподілу вільних ресурсів.

В подібній ситуації також відбувається зменшення процентної маржі при банківському кредитуванні. При цьому якість позичальників залишається на тому ж рівні, що і у період позитивної облікової ставки. Таким чином, у банківському секторі спостерігається накопичення ризиків, яке не компенсується відповідним зростанням маржі, що також негативно позначається на курсах банківських акцій.

Зниження процентної маржі негативно впливає на прибутковість комерційних банків. Перебування банків у зоні низької прибутковості у довгостроковій перспективі може стати причиною обмеження їх можливості щодо нарощування капіталу, внаслідок чого зростає ризик втрати фінансової стійкості всієї банківської системи [11].

Зниження процентних ставок, з одного боку, сприяє поживленню кредитної активності, а, з іншого, спричиняє підвищення частки боргового фінансування у структурі капіталу суб'єктів господарювання та стимулює до накопичення боргів у нефінансовому секторі економіки. Подібні умови сприяють подальшому існуванню бізнес-одиниць, які були б неефективними в нормальних економічних умовах, та накопиченню сумнівних щодо імовірності повернення кредитів. Загальне підвищення боргового навантаження в економіці на фоні зниження якості позичальників приховує у

собі наростаючі потенційні ризики для фінансової системи, які можуть бути реалізовані вже у фазі уповільнення економічного зростання.

В умовах близької до нуля доходності високонадійних процентних активів значно ускладнюється діяльність пенсійних фондів та страхових компаній, які за природою свого функціонування накопичують довгострокові зобов'язання за, переважно, фіксованою ставкою, які фінансуються за рахунок доходів від вказаних процентних активів, як правило, з меншим терміном обертання. Зменшення поточної доходності активів при збереженні рівня виплат за зобов'язаннями зчиняє тиск на капітал таких організацій і здатне привести до втрати ними фінансової стійкості. Спроба таких установ збільшити частку вкладень у більш довгострокові процентні активи, з огляду на масштабність цих потоків, стає причиною зростання цін на ці активи та відповідне зниження їх доходності, що провокує подальше зменшення кута нахилу кривої доходності.

Таким чином, дотримання стратегії «buy-and-hold», яку застосовували пенсійні фонди та страхові компанії, в умовах нульової (негативної) прибутковості активів втрачає економічну доцільність. Найбільш імовірним виходом з такої ситуації для них є перегляд структури інвестиційного портфеля в бік збільшення частки корпоративних боргових цінних паперів за умови відсутності відповідних законодавчих обмежень. У цьому випадку ці інвестори будуть мати справу з такими ж, як і банківська система, ризиками, а саме: зниження процентного доходу без адекватного покращення кредитоспроможності позичальників. По суті, вказана тенденція означає перенесення на плечі консервативних інвесторів зростаючого кредитного ризику, який до недавніх пір був зовсім нехарактерним для їх активних операцій [8].

Окремої уваги заслуговує досвід застосування нетрадиційних інструментів грошово-кредитного регулювання в рамках політики кількісного пом'якшення (Quantitative Easing, QE), зокрема, реалізація програми великомасштабного викупу активів з тривалим терміном



погашення (казначейські зобов'язання і приватні активи, такі як цінні папери з іпотечним покриттям). Цей інструмент монетарного стимулювання, як і політика облікової ставки спрямовані на управління ринковими ставками. Досвід їх спільної реалізації у США та ЄС показав, що вони здійснюють позитивний вплив на сукупний попит в економіці, стимулюють ціни на активи та дозволяють поживити кредитування. З іншого боку, відбувається певне зростання ступеня державної присутності в економіці, наслідки якого є зовсім неоднозначними. Зокрема, в результаті реалізації програми кількісного пом'якшення в Японії, центральний банк країни увійшов до числа десяти найбільших міноритаріїв майже у половині японських компаній [4].

Якщо зниження базової ставки дозволяє майже безпосередньо вплинути на ставки грошового ринку, то програма викупу активів спрямована, в тому числі, на підвищення попиту на довгострокові облігації. Адже, нещодавні власники активів довгострокового характеру, отримавши від їх продажу значні суми, будуть намагатись вкласти ці суми у альтернативні, але аналогічні за термінами, активи, якими є довгострокові облігації. Така поведінка приведе до зростання цін на подібні активи, зниження їх доходності та, відповідно, повинна буде чинити понижуючий тиск на рівень довгострокових процентних ставок [4].

У будь-якому випадку відбудеться насичення економіки грошовою ліквідністю, яка за класичною логікою поведінки економічних суб'єктів повинна привести до посилення інфляції. Однак цього не відбувається з огляду на ряд наступних факторів:

- низький рівень інфляційних очікувань в умовах високого контролю за економічною ситуацією з боку монетарної влади мінімізує імовірність зростання цін («зникла інфляція»);

- майже нульовий рівень базової ставки, який транслюється у низьку дохідність процентних активів.

Інвестори накопичують збільшені гроші замість того, щоб витратити їх, тому що альтернативна вартість утримання грошових коштів - втрачений прибуток від відсотків – майже відсутня, що відбувається, коли номінальна процентна ставка близька до нуля або дорівнює йому. В такій ситуації, яка отримала назву «пастка ліквідності» (liquidity trap), використання традиційних засобів грошово-кредитного стимулювання не спричиняє зростання ставок, адже споживачі не нарощують витрати, віддаючи перевагу зберіганню коштів.

Подібна поведінка інвесторів (споживачів), а, точніше, її наслідки проявляються у тому, що збільшення грошової маси повністю поглинається надлишковим попитом на гроші (ліквідністю), а інфляція перебуває на низькому рівні. Але ця ситуація може бути не менш шкідливою для економіки, ніж висока інфляція. Низька інфляція робить грошові кошти більш привабливими для інвесторів як засіб збереження вартості, за інших рівних умов. Це полегшує виникнення «пастки ліквідності» і дає монетарному регулятору менше можливостей для зниження реальної процентної ставки в рамках контрциклічної політики в ситуації балансування інфляції біля нульового рівня з високою імовірністю її переростання у дефляцію та поступового сповзання економіки у стан рецесії. Не дивлячись на те, що реальна процентна ставка завдяки дефляції зростає, відбувається дестимулювання інвестицій, а економіка потрапляє в замкнене коло. Таким чином, у подібних економічних умовах класична модель регулювання, побудована на основі кривої Філіпса, втрачає свою придатність [5].

Одним з можливих варіантів вирішення проблеми економічного стимулювання у даній ситуації може стати проведення проінфляційної політики, що вимагає від фінансових регуляторів підвищення цільового рівня інфляції. Хоча, при цьому необхідно враховувати й імовірність закінчення загальносвітового тренду зниження інфляції, на збільшення якої можуть вплинути активізація торгівельних війн, розгортання комплексів

протекціоністських заходів та відповідне послаблення глобальних виробничо-збутових ланцюгів.

Зменшення нахилу кривої Філіпса також означає, що для запуску інфляційних процесів ставки потрібно знижувати набагато сильніше, ніж раніше, що в умовах проблеми нульової нижньої межі ставок (zero lower bound) є неможливим [57]. Обмеженість обсягів довгострокових активів, якість яких відповідає критеріям викупу в рамках відповідних програм викупу активів, також не дає можливість застосовувати даний засіб безкінечно. Зниження вимог щодо якості таких активів з метою кількісного розширення програми може дискредитувати саму ідею цього інструменту стимулювання.

Подібні проблеми наразі постають перед монетарною владою країн з розвинутою економікою. Перед органами грошово-кредитного регулювання у нашій країні стоїть принципово інше завдання – зниження показника інфляції до рівнів, прийнятних для стабільного і прогнозованого функціонування більшості економічних суб'єктів, та формування стійкої довіри до сталості та ефективності проваджуваної монетарної політики [109]. Досягнення вказаної мети передбачається забезпечити за рахунок режиму інфляційного таргетування. Логіка його застосування передбачає зниження показника інфляції до цільового рівня та обмеження його волатильності, що, в свою чергу, повинно створити умови для економічного зростання. Як засвідчують результати сучасних економетричних досліджень, критичний інфляційний поріг для країн з розвинутою економікою складає близько 3-4%, а для економік, що розвиваються, трохи більше 10% [6].

Встановлена Національним Банком України середньострокова ціль щодо інфляції на рівні 5% з діапазоном коливань в межах одного процентного пункту не виглядає занадто жорсткою, адже, як показують емпіричні дослідження, для більш високої інфляції характерний більш високий рівень її волатильності. З огляду на необхідність підтримувати заявлений таргет щодо інфляції не тільки наприкінці, а й впродовж всього

фінансового року, тобто, забезпечити постійне дотримання низької волатильності, встановлення цільового показника на рівні 5%, можливо, є виправданим.

Високі за мірками фінансової стабільності темпи зростання цін та їх суттєва волатильність негативно впливають як на рівень заощаджень (процеси накопичення капіталу), так і на рівень інвестицій. При перевищенні певних порогових рівнів інфляція формує у економічних суб'єктів велику невизначеність щодо цін у коротко- та середньостроковій перспективі. Навіть схильні до ризику інвестори намагаються мінімізувати подібну невизначеність, але, на жаль, український фінансовий ринок не здатний запропонувати відповідні механізми хеджування. Високий рівень невизначеності стає причиною зростання премії за ризик, що, в свою чергу, веде до підвищення вартості використання позикових коштів. Тому загальний рівень інтересу до інвестування у національну економіку знижується, а темпи економічного зростання стримуються [12].

Зрозуміло, що сам по собі процес реалізації режиму інфляційного таргетування, виокремлений з контексту макроекономічної політики, не здатний нівелювати вплив стримуючих або негативних факторів і, тим більше, забезпечити економічне зростання. Завданням грамотної та продуманої монетарної політики є формування сприятливих умов сталого позитивного економічного розвитку, а не виконання ролі його драйверу. Так чи інакше, але монетарна політика сама по собі не здатна безпосередньо компенсувати недосконалість інституційного середовища, нестачу реального та людського капіталу, підвищити конкурентоздатність національної економіки або стимулювати технічний та технологічний прогрес.

З огляду на те, що однією з цілей даного дослідження є вивчення досвіду розвинених країн та країн, що практикують або практикували режим інфляційного таргетування, доцільним виглядає подальший розгляд можливих причин формування умов «зникнення» інфляції у нашій країні, наслідком якої може стати виникнення проблеми «zero lower bound».

Один з можливих чинників, який може бути причиною зниження інфляції у розвинених країнах, аналізують у своїй роботі Cecchetti та Schoenholtz (2018) [149]. Вони досліджують масштаби переходу від матеріальних до нематеріальних інвестицій в США за останні чотири десятиліття та роблять висновок про суттєвий вплив цього процесу на характер кредитної активності (поведінки) потенційних позичальників.

Матеріальний капітал може виступати заставою при наданні кредиту, надаючи кредиторам захист від дефолту боржника. Тому, компанії з великою кількістю фізичних активів можуть досить легко фінансувати себе, генеруючи боргові зобов'язання. Навпаки, компанії, яка займаються, наприклад, розробкою програмного забезпечення, навчанням співробітників або підвищенням ефективності організації, буде важче і дорожче позичати, тому що отримані таким чином нематеріальні активи не можуть бути легко перепродані. В результаті така компанія більше покладається на власний нерозподілений прибуток або емісію акцій, як джерело фінансування [149].

На рис. 3.1 показана динаміка матеріальних та нематеріальних інвестицій як частки валової доданої вартості приватного сектора США за останні чотири десятиліття. Синя і чорна лінії зображують, відповідно, інвестиції в матеріальні та нематеріальні активи як частину валової доданої вартості приватного сектора. Очевидно, що обидві лінії рухаються в протилежних напрямках. Інвестиції в матеріальні цінності за період 1977-2014 рр. знизилися з приблизно 14% валової доданої вартості до менш ніж 10%, в той час як інвестиції в нематеріальні активи, навпаки, збільшились з 10% до 14%.

Червоною лінією показана частка рахунків національного доходу і продукту (NIPA). Як вказують автори дослідження, відмінність між червоною та чорною лінією, ілюструє проблему балансового обліку нематеріальних активів. Чорна лінія відображає всебічний розгляд нематеріальних активів, в той час як рахунки національного доходу і продукту розглядають більшу частину нематеріальних інвестицій як

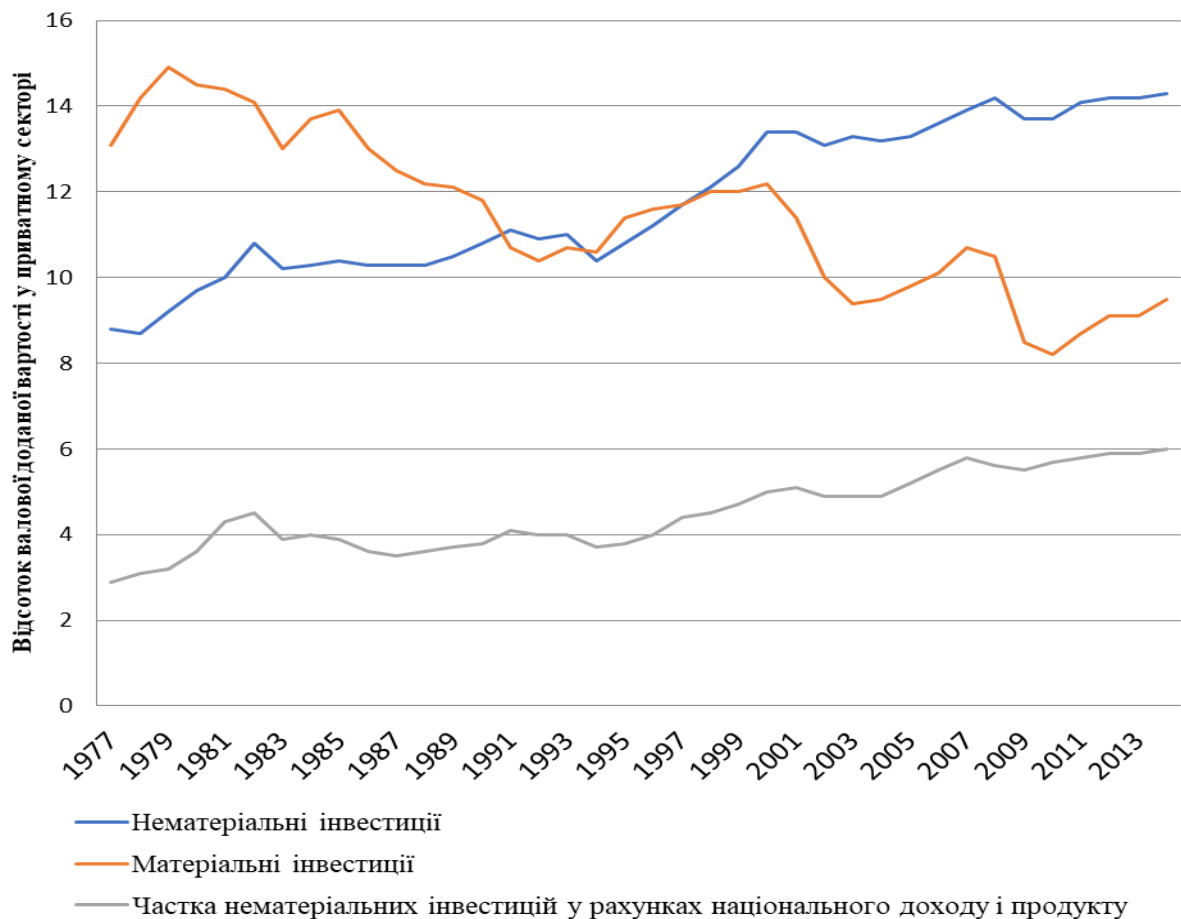


Рис. 3.1. Матеріальні та нематеріальні інвестиції як частка валової доданої вартості приватного сектора США, 1977-2014 рр.

Джерело: [148]

виробничі витрати, тим самим занижуючи як загальний обсяг інвестицій (валовий і чистий), так і ВВП. Тобто, розрив між двома лініями демонструє масштаби подібного заниження, яке, як видно з графіка, з часом збільшується.

Природа нематеріальних активів зумовлює складність їх оцінки та обмежену можливість перепродажу. З огляду на ці властивості, фінансування нематеріальних інвестицій вимагає подолання так званої «тиранії застави», яка полягає в тому, що компанії (галузі) з великою часткою матеріальних активів можуть брати позики при відносно низьких витратах на їх обслуговування, а інші – ні. В результаті цього складається ситуація, за якої американські фірми, що займаються розробкою програмного забезпечення,

мають кредитну заборгованість, яка становить всього близько 10% від їх балансової вартості. На відміну від цього, відношення боргу до балансової вартості компаній з майже повністю матеріальними активами, наприклад, ресторанів, становить майже 95%.

Аналогічна ситуація простежується, якщо аналізувати витрати на наукові дослідження і розробки (R&D). Знову ж таки, компанії, що займаються розробкою програмного забезпечення, або виробники фармацевтичної продукції вкладають значні кошти в дослідження і розробки, а ресторани або автодилери – практично нічого.

На підставі свого дослідження Cecchetti та Schoenholtz роблять висновок, що традиційна система, заснована на банківському кредитуванні та облігаційному фінансуванні, не відповідає інвестиційним потребам тієї частини економічних суб'єктів, які будують свою діяльність на основі нематеріальних інвестицій. Також, вони відзначають, що значна частка цих компаній фінансується за рахунок приватних (некорпоративних) джерел, і констатують зростаючу залежність від приватного капіталу (по відношенню до державного капіталу і кредитів) як природний наслідок мінливої структури основного капіталу. Ця еволюція фінансової системи є, ймовірно, здоровою реакцією у відповідь на мінливі потреби економіки, задоволення яких ускладнюється надмірним регулюванням публічних ринків. А, оскільки, венчурні і приватні акціонерні компанії приймають на себе функції банків з перевірки і моніторингу проектів, заснованих на нематеріальних активах, немає ніяких підстав вважати, що розподіл капіталу в цьому випадку здійснюється менш ефективно [149].

Наведені вище висновки дозволяють припустити, що зміни, які відбуваються у структурі активів суб'єктів господарювання, стали причиною зміни у структурі фінансування і, відповідно, у джерелах та каналах фінансування їх діяльності. Відбулося підвищення ролі приватних (небанківських) джерел та відповідне зростання попиту на гроші, які в умовах зниження доходності як державних, так і корпоративних пайових і

боргових цінних паперів, у все більш зростаючій мірі спрямовуються приватними інвесторами безпосередньо у бізнес-проекти, оминаючи фінансові ринки. Це виступає, принаймні, одним із логічних пояснень як існування феномену «пастки ліквідності», так і його життєздатності.

Характерні для нашої країни невисокий рівень довіри до ефективності монетарної політики, слабка розвиненість фінансових ринків та «короткостроковий» інвестиційний менталітет не дають підстав вважати про існування умов формування чогось подібного до «пастки ліквідності». Зазначимо, що і процеси інвестування у нематеріальні активи також не проявляють себе у достатній мірі, щоб проводити аналогію з розвиненими ринками. Отже, складність оцінки ступеня впливу на поведінку приватних інвесторів процесів заміни матеріальних інвестицій нематеріальними доповнюється її недоцільністю з огляду на означені вище причини.

В той же час, на нашу думку, на інфляційні процеси в Україні більш суттєвий вплив здійснюють інші фактори. Вивчення результатів окремих джерел засвідчує помітне посилення процесів глобальної синхронізації інфляції за останні два десятиріччя.

Як показує більшість економічних досліджень, інтеграція глобальних ринків, темпи якої зростають у останні роки, веде до відповідних змін у глобальній економічній активності, які, в свою чергу, спричиняють все суттєвіший вплив на внутрішню інфляцію окремих країн. Відбувається подальша синхронізація внутрішнього індексу споживчих цін з глобальними економічними процесами, що веде до вирівнювання темпів інфляції в різних країнах.

Зокрема, на думку Auer та Fischer [145], виникненню у ЄС низькоінфляційного середовища багато у чому сприяли торгівельні зв'язки з країнами, які мають низький рівень оплати праці. Об'єктом уваги дослідників виступив сукупний вплив експорту з Китаю, Індії, Малайзії, Мексики, Філіппін, Польщі, Румунії, Словацької Республіки, Таїланду та Туреччини на ціни виробників у Німеччині, Франції, Італії, Швеції і Великобританії. Згідно



результатів спостережень, при зростанні обсягу виробництва в країнах з низькою заробітною платою, експорт цих країн у Західну Європу збільшується в трудомістких секторах порівняно з капіталомісткими секторами. Тобто, імпорт з країн з низьким рівнем заробітної плати в основному зосереджений в трудомістких галузях.

Дослідження показало, що ефект проникнення цін є найсильнішим для Великобританії і Швеції, за якими слідує Німеччина і Франція. Коли відповідний обсяг імпорту з країн з більш низькою заробітною платою приводить до підвищення частки імпортованих товарів на британському ринку на 1%, ціни виробників знижуються на 3,8% в регресії з використанням обсягів імпорту. Для Швеції ціновий ефект складає – 2,6%, тоді як для Німеччини – 1,2%. Такий результат в значній мірі обумовлений китайським експортом. Зокрема, коли китайські експортери захоплюють 1% європейського ринку, ціни виробників знижуються приблизно на 5% [145].

Аналіз відповідного впливу експорту зі східноєвропейських країн з ринковою економікою (Польщі, Румунії, Словачії і Туреччини) показав, що заробітна плата і продуктивність в цьому регіоні швидко вирости за останнє десятиліття і, таким чином, у цих країнах відсутня надмірна концентрація виробництва трудомістких товарів, за виключенням Румунії. Коли румунські експортери захоплюють 1% європейського ринку, ціни виробників знижуються приблизно на 1,0%.

Очевидно, що інфляція на національних ринках стала більш чутливою до впливу глобальних чинників, оскільки локальні виробники, потрапивши в умови зростаючої цінової конкуренції з імпортом, вимушені тримати ціни на достатньо низькому рівні. Зростання темпів і обсягів торгівлі між країнами та підвищення ефективності функціонування міжнародних виробничо-збутових ланцюгів здатні гальмувати інфляційні процеси на локальних ринках навіть в умовах зниження безробіття. Таким чином, в умовах зростання частки імпорту з країн з низькою оплатою праці кореляція між рівнем інфляції та показниками зайнятості слабшає.

За оцінками Kristin Forbes, вплив імпорту зумовлює більше половини згладжування кривої Філіпса. Як констатує дослідниця, в останні 25 років середня частка залежних від світових, а не тільки національних, чинників компонентів індексів споживчих цін в розвинутих економіках зросла з 27% (1990-1994 роки) до 57% (2015-2017 роки) [154]. Forbes пропонує розглядати зв'язок між національними економіками не просто як результат прямих торгових операцій або очікувань щодо зовнішньої торгівлі, але і як результат впливу й інших чинників. Мова йде про зміну активності у транскордонних ланцюжках вартості великих міжнародних компаній і виробничої кооперації в цілому, підвищення ступеня «синхронізації» дій центральних банків великих економік у питанні зміни ключових ставок, імпорт інфляційних очікувань, вплив цін на світовий неенергетичний сировинний експорт та ін.

Аналіз чинників подібної синхронізації показує, що основними з них є схожість та координованість заходів економічної і монетарної політики, особливо в країнах з розвинутою економікою, а, також, структурні економічні зрушення, зумовлені глобалізаційним посиленням міжнародних економічних зв'язків, зниженням бар'єрів для міжнародної торгівлі та зростаючою мобільністю фінансових потоків [151]. Подальші дослідження, також, виявили роль у цих процесах міжнародних вторинних ефектів технологій та вплив посилення торгової інтеграції внаслідок формування глобальних виробничо-збутових ланцюгів [143, 151].

Спроба систематичного дослідження еволюції процесу синхронізації інфляції здійснена у роботі [155]. В ній, на відміну від більш ранніх наукових праць на цю тематику, інфляційна динаміка та відповідні утворюючі фактори розглянуті не тільки на базі даних країн з розвинутою економікою, а й з використанням даних економік, що розвиваються (*emerging markets and developing economies – EMDE*) протягом періоду 1970-2017 рр. Дослідження охоплює 25 країн з розвинутою економікою та 74 країни з економікою, що розвивається. Синхронізація інфляції вивчається за допомогою динамічної факторної моделі, яка дозволяє оцінити приховані глобальні і групові

чинники. Ці чинники відображають загальні риси декількох показників інфляції, а, також, зростання виробництва у даних країнах.

Іншою особливістю застосовуваної моделі є виділення ролі фактора інфляції у економіках, що розвиваються, який відрізняється від аналогічного фактора країн з розвинутою економікою. Також, автори вивчають загальні риси і відмінності в синхронізації інфляції серед широкого діапазону показників інфляції уторгованих товарів, що дозволяє більш точно інтерпретувати глобальний фактор і надати більш широкі докази посилення синхронізації інфляції з 2001 року.

Дослідження показало, що внесок глобального фактору інфляції у загальну зміну національних темпів інфляції за період 1970-2017 років у середній розвиненій економіці складав 24 відсотки, а у середній економіці, що розвивається – 10 відсотків. Інший висновок стосується впливу глобального фактора у варіацію інфляції. Цей вплив найбільше відчувається під час нафтових цінових шоків, а, також, в період глобальних рецесій. Зокрема, глобальний фактор зумовлював 22 відсотки варіації національної інфляції в загальній вибірці країн в період 2001-2017 рр. Також, після 2000 року збільшилася ступінь синхронізації інфляції не тільки для показників інфляції з великою часткою торгованих товарів і послуг (імпортних цін і цін виробників), а й всіх інших.

В роботі [150] розраховується глобальний фактор у інфляції індексу споживчих цін (ІСЦ) серед 22 країн ОЕСР за період з 1960 р. по 2008 р. Як показують розрахунки, він складає майже 37 відсотків дисперсії національних темпів інфляції. Більш глибокі дослідження, які враховують циклічну інфляцію ІСЦ, інфляцію базового ІСЦ і циклічну інфляцію базового ІСЦ, засвідчують, що глобальний фактор зумовлює в середньому 41 відсоток коливань циклічної інфляції [156]. За іншими джерелами, де аналізувалася сукупність даних з 30 країн, на глобальний фактор припадає 51 відсоток варіації інфляції, половина з яких пов'язана із загальними шоками витрат, що транслюються через зв'язок витрат і випуску [144].

Серед чинників глобальної синхронізації інфляції, виділяються загальні шоки і, перш за все, шоки цін на сировинні товари, шоки продуктивності, шоки, пов'язані з ростом витрат, і шоки реального попиту, які викликають глобальну рецесію або розширення. Висока координація грошово-кредитної політики або комплексів антикризових заходів, характерна для розвинених країн, також може виступати джерелами синхронізованої інфляції. Зокрема, застосування принципу Тейлора центральними банками у своїй монетарній політиці викликає у переважній більшості однакову реакцію у більшості розвинених країн. Аналогічно для країн, що розвиваються, у яких застосовуються елементи інфляційного таргетування, характерний знижувальний тренд щорічної інфляції.

Глобалізація привела до відповідних структурних змін в економіках та інтеграцію торговельних і фінансових ринків, яка швидко зросла, а, як відомо, більш тісні торговельні зв'язки збільшують схильність економіки до зовнішніх шоків. Завдяки цьому значно полегшується трансляція та підсилення вторинних ефектів реальних і номінальних шоків. Як результат, внутрішня інфляція стає більш чутливою до коливань імпорتنих цін [146]. Адже в галузях економіки, які мають глибокі торговельні зв'язки зі світовим ринком, ціни з більшою ймовірністю будуть визначатися на зовнішніх ринках, де їх динаміка враховує всі шоки попиту і пропозиції [161]. Більше того, високодинамічні глобальні ланцюжки поставок дозволяють вказаним шокам, а, також, коливанням цін на сировинні товари впливати на глобальні зв'язки між виробничими ресурсами і глобальними ринками праці і викликати зміну національних темпів інфляції. Поглиблення ланцюжків поставок разом із технологічними змінами також можуть сприяти інтернаціоналізації ринків неторговельних секторів послуг. Це може розширити і поглибити вплив глобальних сил на внутрішню інфляцію [157].

Як показують дослідження [153], посилення міжнародної конкуренції знижує чутливість внутрішньої інфляції до розривів внутрішнього виробництва, стаючи причиною згладжування кривої Філіпса.

Велика кількість наукових джерел, використовуючи широкий спектр методологій, розглядають різні аспекти синхронізації інфляції в різних країнах і її еволюції в часі. У кількох дослідженнях задокументовано високий ступінь синхронізації інфляції в останні десятиліття, в основному, але не виключно, у країнах з розвинутою економікою. Деякі з них також підтверджують, що ступінь синхронізації збільшилася за останні три десятиліття. У літературі документально підтверджена висока ступінь синхронізації інфляції на міжнародному рівні, але ступінь синхронізації залежить від характеристик країни і інших чинників, включаючи використовувану міру інфляції [13].

В роботі [155] побудована модель, за допомогою якої досліджено глобальні та групові фактори синхронізації інфляції. Її застосування показало, що в період 1970-2017 рр. спостерігався значний вплив глобального фактору на дисперсію інфляції по країнах (рис. 3.2).

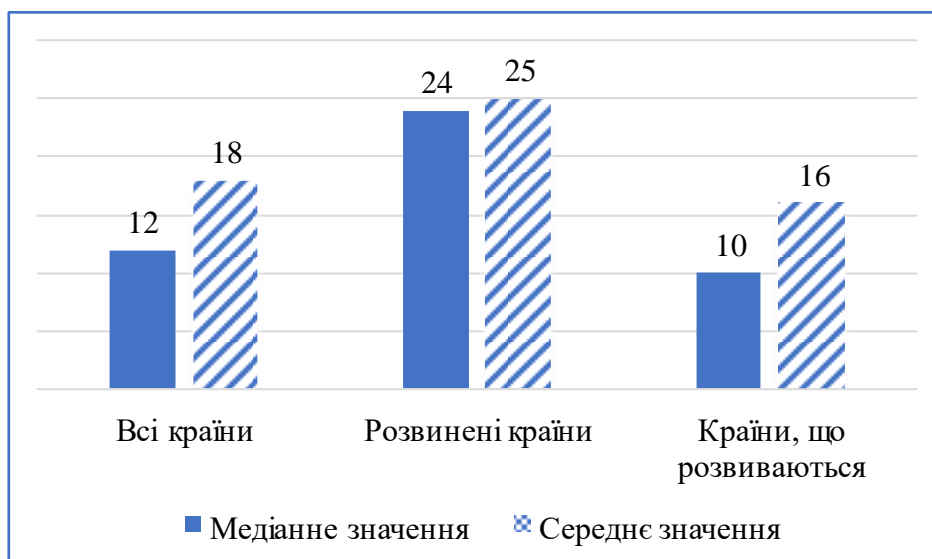


Рис. 3.2. Вплив глобальних факторів на дисперсію інфляції по країнах  
Джерело: [155]

В середньому на нього припадало 12 % варіації інфляції, але по групах країн і всередині них цей показник коливався в межах від майже нуля до 70 %. У групі розвинених країн середній вплив глобального фактора інфляції становив 24 %, а у групі країн, що розвиваються, він склав 10 %.

Дослідники відзначають наростання синхронізації глобальної інфляції в останні чотири-п'ять десятиліть [155].

На рис. 3.3 наведена динаміка у середньому по всіх країнах та за групами країн. Внесок глобального фактора в варіацію інфляції в 2001-2017 рр. становив 22 % у середньому по всіх країнах, 27 % для розвинених країн та 18 % для країн, що розвиваються.

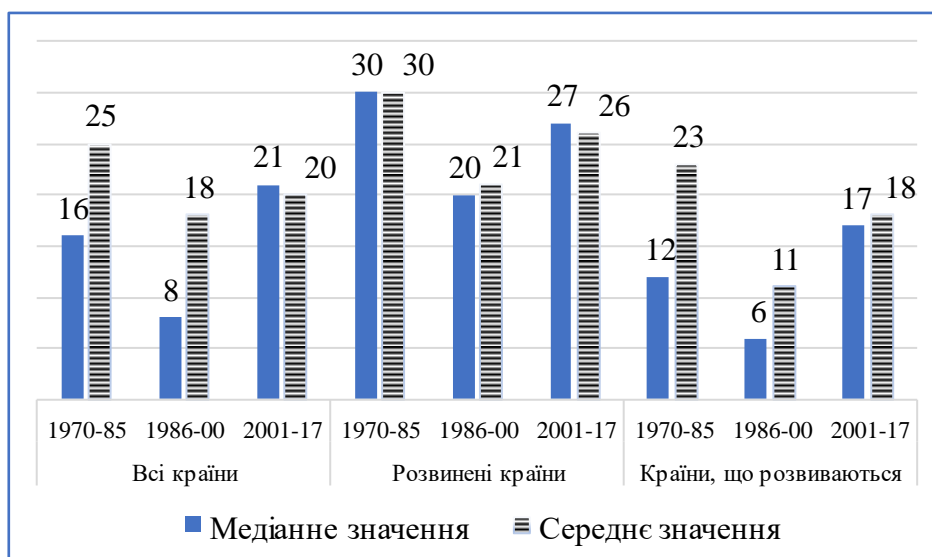


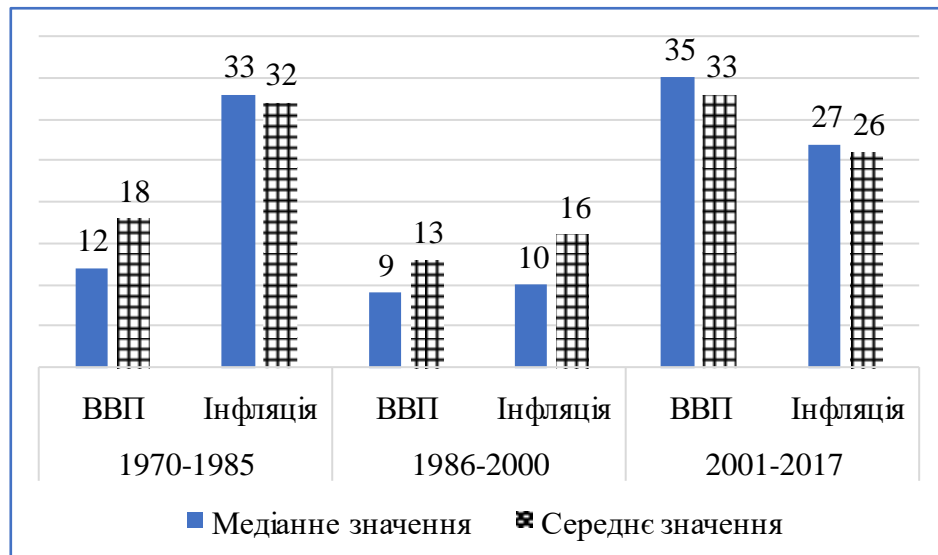
Рис. 3.3. Динаміка глобальної інфляції у середньому по всіх країнах та за групами країн

Джерело: [155]

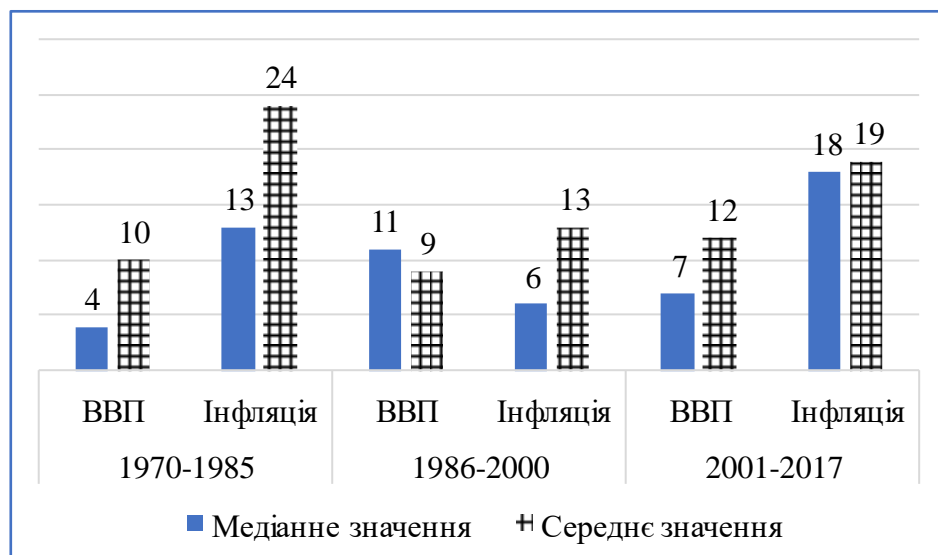
У дослідженні також відзначається, що зростання впливу загального глобальних факторів поширилось не тільки на короткострокову динаміку інфляції, а й на довгострокову.

Окремої уваги заслуговують результати дослідження синхронізації інфляції з циклами ділової активності, показниками національної економічної активності, включаючи зростання виробництва. Вони свідчать, що за останні три десятиліття ступінь синхронізації зростання виробництва зросла і стала порівнянною з рівнем синхронізації інфляції (рис. 3.4).

В останні два десятиріччя для країн з розвинутою економікою в середньому частка зростання виробництва більше, ніж інфляції (34 % проти 27 %).



а)



б)

Рис. 3.4. Вплив глобальних факторів у зростання виробництва та зміну інфляції: а) розвинені економіки, б) країни, що розвиваються

Джерело: [155]

В той же час для країн, що розвиваються, в середньому глобальний фактор в більшій мірі здійснює вплив на варіацію інфляції, ніж на варіацію зростання випуску (18 % проти 7 %). Окрему увагу в дослідженні приділено питанню деталізації впливу глобального фактору на окремі показники інфляції з різним вмістом торгованих товарів, такі як загальний індекс споживчих цін, базовий індекс споживчих цін, індекс цін виробників,

дефлятор ВВП і імпортні ціни. Виявлена неоднорідність ступеня синхронізації інфляції для різних показників інфляції. Зокрема, вплив волатильності глобальних факторів є суттєвішим для показників інфляції з більшою часткою товарів, що торгуються (імпортні ціни, загальний індекс споживчих цін і індекс цін виробників) (рис 3.5).

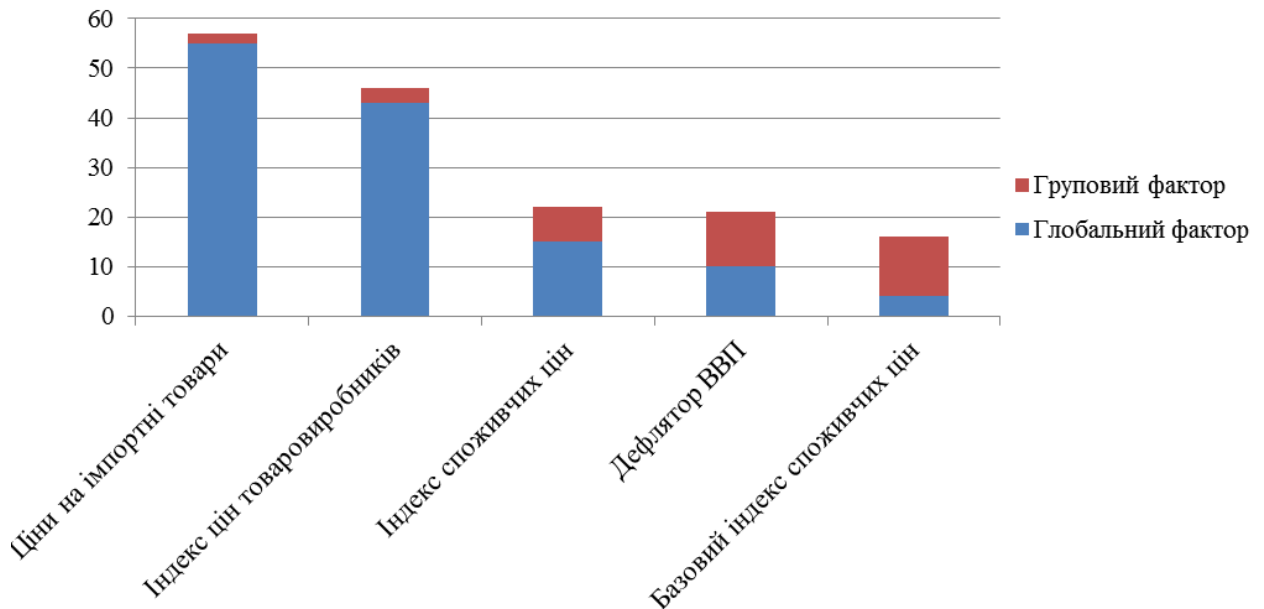


Рис. 3.5. Вплив глобальних факторів на темп інфляції

Джерело: [155]

Очевидно, що вплив глобального фактора на темп інфляції був найбільшим для імпортних цін (в середньому 54 %), а найменшим для інфляції базового ІСЦ (5 %). Менший вплив волатильності глобальних факторів на показники інфляції з меншою часткою торгованих товарів може бути пояснений успіхами все більшої кількості центральних банків в зниженні інфляції на основі використання режиму інфляційного таргетування, що зумовило більш стійкі інфляційні очікування та, в цілому, посилило ефективність проведення грошово-кредитної політики.

Враховуючи те, що на європейських ринках рівень конкуренції серед постачальницьких компаній та збутових мереж значно вищий, ніж на українському ринку, вказані вище цифри не можуть бути прямо використані при оцінці впливу імпорту з країн з більш низькою заробітною платою на



рівень внутрішніх споживчих цін і на індекс інфляції. Посередницькі мережі залишають у себе більшу частину прибутку, яку вони отримують, реалізуючи товари, які імпортуються з таких країн. Тому розширення даного імпорту в Україну веде до значно меншого впливу на індекс споживчих цін.

В контексті даного дослідження здійснимо оцінку інтегрованості української економіки у міжнародний економічний простір (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

Показники ВВП та зовнішньоторговельного балансу України  
у 2005-2019 рр., млн грн

Рік	Номинальний ВВП за рік	Експорт товарів та послуг		Імпорт товарів та послуг		Сальдо (експорт - імпорт)	
		Абсолютна величина	% ВВП	Абсолютна величина	% ВВП	Абсолютна величина	% ВВП
2005	441452	227252	51,5	-223555	-50,6	+3697	-0,8
2006	544153	253707	46,6	-269200	-49,5	-15493	-2,8
2007	720731	323205	44,8	-364373	-50,6	-41168	-5,7
2008	948056	444859	46,9	-520588	-54,9	-75729	-8,0
2009	913345	-123564	46,4	-438860	-48,0	-15296	-1,7
2010	1082569	549365	50,7	-5809844	-53,7	-31579	-2,9
2011	1316600	707953	53,8	-779028	-59,2	-71075	-5,4
2012	1408889	717347	50,9	-835394	-59,3	-118047	-8,4
2013	1454931	681899	46,9	-805662	-55,4	-123763	-8,5
2014	1566728	770121	49,2	-834133	-53,2	-64012	-4,1
2015	1979458	1044541	52,8	-1034016	-54,8	-39475	-2,0
2016	2383182	1174625	49,3	-1323127	-55,5	-148502	-6,2
2017	2982920	1430230	47,9	-1618749	-54,3	-188519	-6,3
2018	3558706	1608890	45,2	-1914893	-53,8	-306003	-8,6
2019	3974564	1636416	41,2	-1947599	-49,0	-311183	-7,8

Джерело: складено автором за [35]

Згідно наведених даних, частка імпорту у ВВП за період 2005-2019 рр. коливалась у діапазоні від 48% до 59,3%. Очевидно, що вплив глобальних факторів на внутрішні інфляційні процеси є значним.

Аналіз структури товарного імпорту по країнах дозволить оцінити частку імпорту з країн з низькою вартістю робочої сили (Додаток Г). Відповідно до проведених розрахунків, частка товарного імпорту з таких країн впродовж 2011-2020 рр. становила 41,9-49,3% (табл. 3.2). Отже, майже половина товарного імпорту в Україну забезпечується країнами з низькою вартістю робочої сили, що повинно суттєво позначатися на внутрішньому індексі споживчих цін.

Визначимо залежність між зміною частки імпорту з країн з низькою вартістю робочої сили і зміною рівня інфляції за допомогою коефіцієнту кореляції. Для розрахунку коефіцієнту кореляції використаємо дані табл. 3.2.

Таблиця 3.2

Вихідна інформація для визначення залежності між зміною рівня інфляції та частки товарного імпорту з країн з низькою вартістю робочої сили

Показники	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Індекс інфляції, %	104,6	99,8	100,5	124,9	143,3	112,4	113,7	109,8	104,1	105
Частка товарного імпорту з країн з низькою вартістю робочої сили, %	47,6	48,2	47,8	49,3	46,2	41,9	43,1	44,8	45,3	43,0
Зміна індексу інфляції, п.п.	-4,5	-4,8	0,7	24,4	18,4	-30,9	1,3	-3,9	-5,7	0,9
Зміна частки товарного імпорту з країн з низькою вартістю робочої сили, п.п.	0,1	0,6	-0,4	1,5	-1,7	-2,3	1,2	1,7	0,5	-2,3

Джерело: складено автором за [30]

Для підтвердження істотності зв'язку між часткою імпорту з країн з дешевою робочою силою та індексом цін в Україні ці вихідні дані мають бути певним чином підготовлені. Справа у тому, що статистичні методи обробки даних адекватно працюють на довгих сталих тенденціях, у той час як статистичні виключення, спричинені дією випадкових, нерегулярних ефектів можуть суттєво викривити результат дослідження. За означений період такими виключенням слід вважати 2014 р. та 2015 р., коли українська економіка відчула значний політичний шок через війну на сході. Через

зростання невизначеності та значні зміни у господарській практиці українських підприємств, інфляція у ці роки значно прискорилося, згодом повернувшись до попереднього рівня. З огляду на пікові значення індексу інфляції у 2014-2015 рр. та відповідну ймовірність отримання викривлених результатів, доцільним є виключення з розрахунку коефіцієнта кореляції даних за цей період. Відповідно до проведених розрахунків, коефіцієнт кореляції ( $r_s$ ) становить  $-0,85$ , що свідчить про сильний кореляційний зв'язок.

Отримані результати показують від'ємне значення коефіцієнта кореляції, що свідчить про зворотну залежність між зміною індексу інфляції та частки товарного імпорту з країн з низькою вартістю робочої сили і підтверджує нашу гіпотезу. Таким чином, можемо стверджувати, що зростання частки імпорту з країн з дешевою робочою силою є фактором, який обмежує інфляцію.

Звичайно, кожна країна має специфічні економічні проблеми і вихідні дані для їх вирішення. Державні органи в цілях регулювання макроекономічних процесів шляхом корегування умов функціонування економічних суб'єктів намагаються використовувати відповідний інструментарій в рамках обраної стратегії. Але сучасний стан розвитку світової економічної системи та характерні для неї процеси глобалізації вносять суттєві корективи у дії регуляторних органів. Зокрема, Національний банк України як монетарний регулятор так чи інакше вимушений враховувати основні тенденції фінансових регуляторів у провідних країнах з огляду на високий ступінь інтегрованості національної економіки у глобальну систему розподілу праці.

На рис. 3.6 наведено глобальні фактори в контексті регулювання інвестиційної діяльності домашніх господарств, зокрема:

- рівень інфляції у країнах – основних торговельних партнерах;

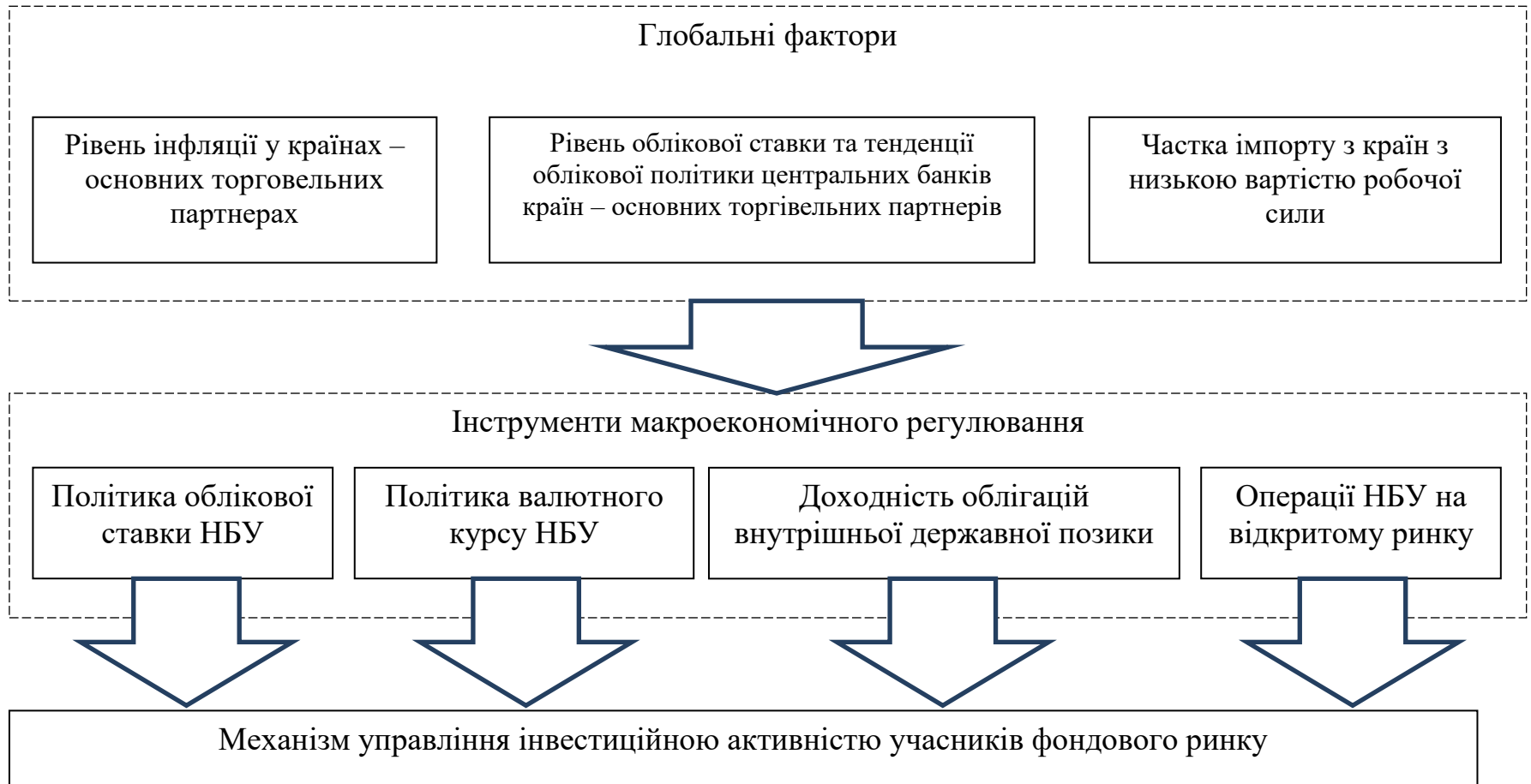


Рис. 3.6. Глобальні фактори в контексті регулювання інвестиційної діяльності домашніх господарств на фондовому ринку

Джерело: складено автором

- рівень облікової ставки та тенденції облікової політики ЦБ країн – основних торговельних партнерів;

- частка імпорту з країн з низькою вартістю робочої сили.

Серед елементів макроекономічного регулювання, які прямо або непрямо піддаються впливу глобальних факторів, виділені:

- політика облікової ставки НБУ;

- політика валютного курсу НБУ;

- політика управління доходністю облігацій внутрішньої державної позики;

- операції НБУ на відкритому ринку.

Якщо до 2017 року залежність кредитних ставок комерційних банків від облікової ставки НБУ була досить низькою, то в останні роки зв'язок між ними значно посилюється, що пов'язується переважно з успішним розширенням масштабів застосування операцій РЕПО. Тому можна говорити про зростання ролі політики облікової ставки НБУ у вирішенні проблеми кредитування суб'єктів реальної економіки, а, відповідно, і забезпечення їх інвестиційних можливостей. Але, як вже відзначалось вище, існування ряду політичних та соціально-економічних ризиків, зниження яких виходить за рамки можливостей головного монетарного регулятора, не дає можливості повноцінно та максимально ефективно використати регулятивний потенціал політики облікової ставки.

Валютний курс в Україні завжди був і залишається об'єктом уваги, адже він виступає простим і зрозумілим для всіх суб'єктів господарювання індикатором стану національної економіки. Вони обов'язково враховують цей показник при визначенні перспектив інвестиційної діяльності, формуванні інвестиційних планів та оцінці потенційної рентабельності вкладень. Тому внесення політики валютного курсу у перелік елементів макроекономічного регулювання, які, з одного боку, піддаються впливу глобального фактору, а, з іншого, впливають на динаміку та характер інвестиційної активності, не потребує зайвих пояснень.

Як вже було відзначено, обсяг ринку ОВДП наразі не є настільки великим (у відсотках до ВВП), щоб повноцінно використовувати його можливості у цілях управління інвестиційною активністю учасників фондового ринку та спрямовувати грошові потоки у відповідності до оперативних завдань макрорегулювання. Тому, якщо розглядати вплив політики управління доходністю облігацій внутрішньої державної позики та операцій НБУ на відкритому ринку на напрям руху інвестиційних потоків, то на даний час тут доцільніше говорити більше про потенціал цих важелів регулювання, ніж про результати їх реального використання. В будь-якому випадку досвід розвинених країн свідчить на користь такої позиції, тому дані інструментальні комплекси включені до складу елементів макроекономічного регулювання, які здатні впливати на розстановку акцентів у інвестиційній політиці економічних суб'єктів, формувати їх інвестиційні пріоритети, а, також, визначати динаміку та напрям руху фінансових потоків на фондовому ринку.

Проведемо дослідження характеру динаміки інфляційних процесів в Україні у період 1991-2019 рр. за допомогою даних Державної служби статистики (Додаток Д). Очевидним виглядає нашарування внутрішніх (1993-1994 рр., 2014-2015 рр.) та зовнішніх (1998-1999 рр., 2008-2009 рр.) шоків, які суттєво позначались на рівні індексу споживчих цін (зазначимо, що майже увесь цей період, за рідкісним виключенням, економіка функціонувала у шокових або близьких до шокових умовах). Характерним є відчутно більший вплив внутрішніх шоків, зумовлених соціально-економічною та військово-політичною нестабільністю у країні.

Запровадження наприкінці 2015 р. режиму інфляційного таргетування сформувало знижувальний тренд інфляційної динаміки, який за підсумками 2016-2019 рр. виглядає достатньо стійким, хоча, зазначимо, що цей часовий інтервал є надто коротким для релевантної оцінки ефективності застосування у нашій країні даного режиму монетарної політики.

Іншим очевидним фактом є те, що, не дивлячись на високий рівень інтегрованості української економіки у світову та залежності українських виробників від цінової кон'юнктури зовнішніх ринків, впродовж періоду 2005-2016 рр. можливість імпорту глобального знижувального інфляційного тренду не була реалізована. Це пояснюється загальним високим внутрішнім інфляційним фоном, на якому вплив відповідних міжнародних тенденцій був зовсім непомітним. Трансформація внутрішньої інфляційної парадигми та функціонування економіки в умовах встановленого таргету 5% плюс/мінус 1% (однознакової інфляції) змушує провести переоцінку вказаного впливу.

Характерною є поточна економічна ситуація, коли і національна, і міжнародна економіки функціонують в умовах пандемії. Масштабні у світовому вимірі розміри бюджетного стимулювання та державної допомоги як підприємствам, так і домогосподарствам не стали причиною посилення інфляційних процесів ані у світі, ані в нашій країні. Історично низькі рівні інфляції, що були зафіксовані у євроні у серпні 2020 р. пояснюються слабкістю європейської економіки, наслідком якої стає нівелювання впливу значного збільшення грошової маси. Також, спостерігається збільшення особистих і ділових заощаджень, що, в свою чергу, пригнічує попит та інфляцію. Україна зі своєю слабкою економікою, корумпованою системою державного управління, далекою від досконалості податковою і бюджетною політикою залишилась в рамках загальносвітового інфляційного тренду.

У табл. 3.3 показана динаміка виконання державного бюджету по доходах та видатках за січень-липень 2020 р.

Зазначимо, що у результаті прийняття Урядом України у квітні 2020 р. програми заходів, спрямованих на боротьбу з пандемією, були внесені відповідні зміни до державного бюджету. В результаті вказаних змін, дохідна частина була зменшена на 120 млрд. грн., а видаткова збільшена на 82,4 млрд. грн. Як підсумок, плановий бюджетний дефіцит зріс до 298,4 млрд. грн., що становить 7,5% від ВВП.

Виконання державного бюджету України в 2020 р. (наростаючим підсумком),  
млн грн

2020	Доходи	Видатки	Кредитування	Сальдо (дефіцит бюджету)
Заплановані показники *	1095580,4	1182010,4	7845,8	-94275,7
Січень	50968,5	66282,0	-99,6	-15213,9
Лютий	122773,4	144739,2	-395,4	-21570,4
Березень	211033,9	244497,4	-730,8	-32732,7
Квітень	314847,3	340116,4	-961,3	-24307,9
Травень	388260,1	438375,7	-1334,4	-48781,3
Червень	519390,1	536913,5	1315,7	-18839,1
Липень	588456,0	636467,1	3184,3	-51195,4

Джерело: складено автором за [93]

Згідно прогнозу МВФ, розвинуті країни (переважно Північної Америки та Західної Європи) в умовах розвитку сценарію поступового відновлення у 2020 р. матимуть в середньому дефіцити бюджетів на рівні 11% від ВВП. Для групи європейських країн, що розвиваються, оцінка бюджетного дефіциту становить в середньому 6% від ВВП. Для українського бюджету МВФ оцінює дефіцит на рівні 8,2% від ВВП.

Очевидна неспроможність виконати доходну частину державного бюджету змушує уряд піти на девальвацію національної грошової одиниці з метою підвищити суми, що надходять до бюджету від розмитнення імпортованих товарів. Девальваційні процеси, які активізувались після відставки Голови НБУ 02.07.2020 р., стали причиною зниження курсу гривні до долара за липень-серпень 2020 р. на 3,75%, а до євро – на 10% (рис. 3.7).

Показово, що на фоні цього здешевлення національної грошової одиниці за цей же період була зафіксована дефляція -0,06% у липні та -0,02% у серпні (табл. 3.2). Отже, можна припустити, що у новій для нашої країни парадигмі відносно стійкої однознакової інфляції вплив девальваційних процесів на індекс споживчих цін може бути нівельований.





Рис. 3.7. Офіційний курс гривні щодо іноземних валют у період вересень 2019 р. – вересень 2020 р.

Джерело: складено автором за [94]

І, хоча, звичайно, девальваційний потенціал ще далеко не вичерпаний, і невідомо як позначиться подальше більш суттєве здешевлення національної валюти на інфляційних очікуваннях, перспективи збереження низького платоспроможного попиту можуть виявитись основним фактором, що формує споживчі настрої та впливає на індекс споживчих цін. З іншого боку, як показують результати проведеного вище дослідження, внутрішні шоки, у якості яких можна розглядати значний бюджетний дефіцит у 2020 р., завдають більшого впливу на інфляцію, ніж зовнішні фактори, і реалізація даного шоку просто відтермінована.

Поступовий вихід із кризи і ліквідація його наслідків у середньо- та довгостроковій перспективі актуалізують завдання сприяння економічному розвитку та реалізації відповідної монетарної політики. При цьому наведені вище докази глобальної синхронізації інфляції дозволяють зробити висновок про зростаючу загрозу керованості інфляційних процесів в масштабах

окремої країни з боку регулюючого органу, що відповідає за реалізацію монетарної політики. Не дивлячись на те, що глобальна синхронізація інфляційних процесів більш суттєво позначається на країнах з розвинутою економікою, у значній мірі цей висновок стосується органів монетарного регулювання країн, що розвиваються. Більшість їх рішень щодо проваджуваної грошово-кредитної політики приймаються у фарватері відповідних заходів, що здійснюються регуляторами у розвинених країнах, адже основні джерела ресурсів, які циркулюють на міжнародних фінансових ринках, мають походження із розвинених країн.

Очевидною для національної економіки є її значна відкритість і залежність від глобальних ланцюгів створення вартості. Ситуація ускладнюється наявністю у структурі експорту високої частки товарів з низьким ступенем переробки, ціни на які піддаються більшим кон'юнктурним коливанням порівняно із високотехнологічними товарними позиціями, що обумовлює більшу залежність динаміки ВВП від ситуації на міжнародних ринках. Вказані особливості зумовлюють надвисоку екстернальну чутливість внутрішньої економічної кон'юнктури та параметрів розвитку національної економічної системи і, як наслідок, надвисоку залежність внутрішньої економічної і монетарної політики від глобального фактору.

Не дивлячись на поступове формування парадигми однознакової інфляції, зумовлене, у значній мірі, глобальною синхронізацією інфляційних процесів, та нівелювання впливу девальваційних курсових коливань на рівень інфляції, можна констатувати формування перспектив звуження можливостей проведення ефективної економічної політики, адекватної до нових глобальних викликів, без застосування системи стимулюючих заходів і механізмів.

Протиріччя концепції експортоорієнтованого економічного зростання, що загострюється у періоди глобальної економічної турбулентності, тобто, саме тоді, коли від державних економічних і монетарних регуляторів

вимагається реалізація системної антикризової стратегії, яку не можна ефективно здійснити на основі даної концепції, зумовлює необхідність зміни акцентів при визначенні детермінант національного економічного розвитку.

Згідно матеріалів дослідження економік країн Центральної Європи та країн Балтії, проведеного фахівцями Європейського банку реконструкції і розвитку [164], у 2018-2019 рр. їх зростання було зумовлене, в першу чергу, внутрішніми чинниками, зокрема, за рахунок приватного споживання і інвестицій. Збільшення приватного споживання зумовлювалось зростанням доходів (номінальної заробітної плати) і зайнятості, а, також, збільшенням темпів корпоративного кредитування і кредитування домашніх господарств (Словакія, Словенія, Угорщина, Хорватія). Зростання приватного споживання здійснювало стримуючий вплив на економічне зростання, якщо було спрямоване на імпорт (Естонія).

Нестача робочої сили і обмежене банківське фінансування зчинювали негативний тиск на зростання економіки (Латвія). В той же час, на фоні зростання дефіциту робочої сили компанії продовжували інвестувати в автоматизацію (Литва). Подібне збільшення інвестицій в продуктивність потенційно здатне частково компенсувати негативні демографічні тенденції, пов'язані зі старінням населення, еміграцією та інтенсивною трудовою міграцією, характерною для країн Центральної та Східної Європи, в тому числі, і для України.

Внутрішній попит, обумовлений відновленням інвестицій, постійним стійким споживанням домашніх господарств, значним державним споживанням (в тому числі, за рахунок коштів ЄС), виступив основним двигуном зростання у Польщі у досліджуваному періоді. Значне зростання заробітної плати (в середньому на 6,7% в першій половині 2019 р.), масштабні державні трансферти та позитивні тенденції на ринку праці сприяли зростаючій динаміці доходів домашніх господарств і покращенню споживчих настроїв.

Основною загрозою зростанню економічного потенціалу для країн Центральної Європи та Балтії спеціалісти ЄБРР у 2019 р. (до появи ознак пандемії) вважали зменшення доходів від експорту у зв'язку із можливими перспективами зниження ділової активності у країнах ЄС, які виступають основними зовнішньоторговельними партнерами вказаних країн.

Таким чином, досвід найближчих європейських країн свідчить про нагальну доцільність використання заходів стимулювання внутрішнього попиту, спрямованого на споживання товарів, вироблених в Україні, розширення інвестиційної активності суб'єктів господарювання під потенційно зростаючий попит, активізації корпоративного кредитування та кредитування домашніх господарств, зростання особистих доходів, адекватного і пропорційного зростанню продуктивності праці, покращення споживчих настроїв, зумовленого прогнозованою та зваженою соціально-економічною і монетарною політикою.

### **3.2. Розвиток інституту прямих інвестицій як сегменту фондового ринку**

З метою проведення дослідження процесів активізації інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання та шляхів фінансового забезпечення процесів розширення інвестиційної активності за умов однознакової інфляції та відносно стабільного курсу національної валюти.

Однією з ключових проблем в цьому напрямі для країн, що розвиваються, є низька можливість отримання інвестиційних ресурсів понад обсяг, що забезпечує банківська система шляхом акумуляції заощаджень домогосподарств [167]. Загальна сума заощаджень та короткий термін їх вкладення не здатні задовольнити актуальну потребу суб'єктів реальної економіки у довгостроковому фінансуванні. Залучення прямих іноземних інвестицій (ПІІ) ускладнюється загальною соціально-економічною та політичною нестабільністю, що виступає суттєвим стримуючим фактором

для зовнішніх інвесторів. Навіть, якщо вказана стабільність досягається, відбувається заміщення внутрішніх інвестицій зовнішніми, як це показало дослідження, проведене у Польщі, Чехії, Словаччині, Угорщині та Естонії [166].

Причиною таких наслідків залучення ПІІ стали податкові преференції, надані іноземним інвесторам владою країнах Центральної та Східної Європи (ЦСЄ) у вигляді низьких ставок корпоративного податку. Така політика привела до того, що внутрішні інвестори не витримали конкуренції та вимушені були перейти у менш прибуткові сегменти інвестиційного ринку, а економіка цих країн стала набагато більш залежною від іноземного капіталу.

В результаті реалізації кризового сценарію 2008-2009 рр. спостерігався вихід зовнішніх капіталів з економік країн Центральної та Східної Європи, що суттєво уповільнило темпи їх економічного розвитку. Тому відновлення цих економік відбувалось переважно за рахунок внутрішніх джерел.

Провідним драйвером економічного зростання економік регіону ЦСЄ після кризи стало внутрішнє споживання. Зокрема, збільшення державних витрат, спрямоване на реалізацію програм соціального захисту та зростання зарплат у держсекторі, не підтвержене відповідним ростом продуктивності праці, привело до стабілізації доходів населення. Іншим напрямом програми виведення національних економік країн регіону ЦСЄ із кризи стало впровадження політики монетарної влади щодо зниження процентних ставок, що також суттєво пожвавило споживчі настрої домогосподарств. Однак зростання споживання за рахунок сприятливих умов кредитування часто веде до накопичення сумнівних кредитів на балансах комерційних банків і відповідних ризиків, що негативно позначається на темпах ВВП і ставить під загрозу сталість економічного зростання.

В той же час, як показали результати подальших досліджень, активізація споживчої активності позитивно впливає на економічне зростання лише у короткостроковому горизонті, адже державні витрати на соціальний захист та підвищення заробітної плати не є капітальними

витратами, що забезпечують підґрунтя для довготривалого економічного зростання. Однак, навіть цей позитивний вплив на економіку можливий лише за умови, що споживчий попит не задовольняється за рахунок зростання імпорту товарів кінцевого споживання. Та у будь-якому випадку суттєвого збільшення темпів створення нових робочих місць як у короткостроковій, так і у довгостроковій перспективі не відбувається [152].

У країнах з низьким та середнім рівнем доходу зв'язок між споживанням і ВВП більш сильний, адже у країнах з високим рівнем доходу домогосподарства спрямовують більшу частку своїх доходів у заощадження або інвестиції. Як показують дослідження, питома вага приватного споживання у ВВП для країн, що розвиваються, становить близько 70-75%, тому економічне зростання у цих країнах на коротких інтервалах часу зумовлене у значній мірі цим фактором [163].

Масштабні соціальні програми та інші форми і методи стимулювання попиту виступають непродуктивними державними витратами, і, якщо вони не супроводжуються відповідними державними інвестиційними програмами, які б створювали нові робочі місця, це може привести до накопичення стійкого державного боргу із сумнівною можливістю покриття за рахунок майбутніх доходів.

Хід економічного розвитку країн Центральної та Східної Європи у період 2004-2017 рр. засвідчив хибність шляху забезпечення економічного зростання тільки за рахунок підвищення споживчих витрат на основі м'яких умов споживчого кредитування і значного нарощування державних витрат, пов'язаних із фінансуванням заходів соціального захисту та збільшенням зарплат у держсекторі. Економічне зростання виявилось не стійким у довгостроковій перспективі внаслідок того, що підвищення як державного, так і приватного споживання сприяло нарощуванню відповідних внутрішніх боргів і не забезпечило створення нових робочих місць, а рівень інвестиційних витрат залишився низьким [152].

Досвід країн регіону ЦСЄ у якості передумов досягнення стійкого зростання ВВП на душу населення вивів на перші місця політичні та інституціональні фактори, які у свою чергу виступають умовами зростання внутрішніх інвестицій та впливають на рівень міжнародної конкурентоспроможності країни. Показник конкурентоспроможності країни свідчить про певний рівень ефективності національної економіки та її продуктивності, що в свою чергу позначається на рівні життя громадян країни, прибутковості інвестицій, та дозволяє оцінити потенціал зростання економіки на тривалу перспективу. Він демонструє наявність у країні рівних для всіх суб'єктів господарювання умов, у яких вони можуть прибутково працювати та створювати робочі місця на довгостроковому горизонті планування.

У свою чергу, конкурентоспроможність формується під впливом низки економічних, політичних і структурних чинників, які визначають умови ведення бізнесу в країні. Зокрема, мова йде про складові індексу глобальної конкурентоспроможності (GCI), серед яких фактори макроекономічної та політичної стабільності, інституціонального середовища і ринкової ефективності, ефективність діяльності уряду, якість інфраструктурного забезпечення та ступінь розвитку інформаційно-комунікаційних технологій, розмір внутрішнього ринку, стан розвитку системи охорони здоров'я та освіти.

Типовою характеристикою політики щодо стимулювання інвестицій у країнах, що розвиваються, стає застосування пакету різних стимулів і субсидій у намаганні залучити іноземних інвесторів. Конкуренція між урядами країн EMDE у цьому питанні часто має наслідком переміщення значної частини знов створеної у таких країнах вартості на користь міжнародних транснаціональних корпорацій. В той же час емпіричні дослідження показують, що подібні інвестиційні стимули відіграють досить несуттєву роль у визначенні міжнародної структури ПІІ [147].

Відповідно до статті 145 Угоди про асоціацію України з Європейським Союзом, сторони прийняли на себе зобов'язання щодо забезпечення вільного рух капіталу, що обслуговує рух прямих інвестицій. Прийнятий за основу 21 липня 2020 р. проект закону «Про державну підтримку інвестиційних проектів зі значними інвестиціями» за № 3760 покликаний законодавчо втілити вказане зобов'язання [104]. Відповідно до цього законопроекту, державне сприяння інвестиційному процесу передбачається, перш за все, шляхом надання податкових преференцій. Зокрема, як і у випадку країн ЦСЄ, передбачається звільнення від сплати окремих податків і зборів відповідно до податкового законодавства. Пільги митного характеру полягають у звільненні від ввізного мита імпорту нового обладнання, що призначається для реалізації проекту інвестицій.

Законопроектом, крім цього, передбачено забезпечення переважного права інвестора користування земельною ділянкою державної або комунальної власності, яка використовується в рамках інвестиційного проекту, а, також, надається переважне право на придбання у власність відповідної ділянки після закінчення строку спеціального інвестиційного договору. Передбачається, також, фінансування за рахунок коштів державного бюджету робіт із інфраструктурного забезпечення інвестиційного проекту, але у обсязі не більше 30% від загальної вартості проекту.

Таким чином, можна констатувати факт слідування українського інвестиційного законодавства у руслі традиційного для країн ЦСЄ, хоча зазначимо, що преференції, що надаються в рамках даного проекту закону, розповсюджуються як на іноземних, так і на внутрішніх інвесторів. Конкуренція на міжнародному інвестиційному ринку дуже висока, і кожна країна намагається підвищити свої позиції у боротьбі за гроші інвесторів. Позитивним у вказаному законопроекті є визначення рівних умов для нерезидентів і резидентів. Але його дія розповсюджується лише на так звані



інвестиційні проекти зі значними інвестиціями, обсяги яких, відповідно до законопроекту, повинні перевищувати суму 30 млн. євро у еквіваленті.

Очевидно, що поява подібних законодавчих ініціатив має на меті залучення достатньо крупних інвесторів, причому, з огляду на мінімальну суму інвестицій, переважно іноземних. На нашу думку, у поточних умовах їх поява у національному інвестиційному просторі є досить проблематичною. Більш ефективним як політичним так і економічним рішенням у цьому напрямі буде переведення основних акцентів стимулювання ПІІ у рамки промислової політики через механізм заходів щодо заохочення внутрішніх інвестицій.

Результати досліджень свідчать про те, що підвищення прибутковості та обсягу інвестицій вітчизняних компаній засобами промислової політики виступає показовим сигналом для іноземних інвесторів, тобто, внутрішні інвестиції виступають потужним стимулом до залучення у країну прямих іноземних інвестицій. Внаслідок покращення показників інвестиційного середовища відбувається зростання інвестиційних рейтингів суверенних активів, що стає потужним каталізатором для ПІІ [162].

Одним з потенційних джерел фінансових ресурсів, здатних забезпечити фондування інвестиційної діяльності в Україні виступають кошти домогосподарств, які знаходяться поза межами банківського обігу та сфери страхових послуг і виконують роль «страхового» запасу. Як зазначалось вище, їх сума становить близько 400 млрд. грн. [131]. З огляду на те, що ці кошти не призначені для поточного споживання, частина з них може бути спрямована через відповідні ринкові механізми на фінансування інвестиційних потреб реальної економіки.

Не дивлячись на досить тривалий час реформування української економіки, питання забезпечення трансформації частини доходів домогосподарств, яка не спрямовується на споживання, у інвестиційні ресурси для фінансування капітальних потреб реальної економіки залишається відкритим. Існуючий трансмісійний механізм, представлений

банківською системою, забезпечує переважно короткострокове фінансування, в той час як потреба у довгострокових ресурсах, що, як правило, спрямовуються на інвестиційні потреби, залишається незадоволеною.

Одним із перспективних варіантів вирішення вказаної проблеми виглядає подальший розвиток інституту прямих інвестицій. Діяльність такого виду фондів прямих інвестицій як венчурні фонди, відповідно до своєї специфіки, передбачає входження у капітал існуючих підприємств на етапі раннього розвитку чи на етапі зростання, коли вони відчувають гострий дефіцит фінансування, пов'язаний із ростом. Тобто, венчурні фонди, як нові співвласники, здійснюють фінансування таких підприємств разом із існуючими співвласниками у визначених пропорціях. При цьому об'єктом купівлі не обов'язково виступає інноваційна компанія (хоча метою діяльності державних венчурних фондів може бути виключно фінансування саме такого бізнесу). Однак, з огляду на те, що концепція діяльності подібних фондів передбачає входження у капітал саме перспективних компаній, венчурні фонди можуть відігравати провідну роль у інноваційних процесах на макрорівні, виступаючи одним із основних джерел фінансування на етапі завершення інноваційних розробок, конструкторсько-технологічної підготовки виробництва та виведення на ринок інноваційної продукції.

Діяльність іншого різновиду фондів прямих інвестицій – фондів викупу – передбачає отримання контролю над компанією, фінансові результати якої значно погіршилися під впливом зовнішніх або внутрішніх факторів, шляхом купівлі певної частки її статутного капіталу. Відповідно до своєї стратегії, фонди прямих інвестицій шляхом реструктуризації капіталу, перегляду структури бізнесу, запровадження суттєвих змін у стратегії та управлінні компанії досягають зростання ринкової вартості об'єкта інвестицій. У більшості випадків за умови досягнення цільових орієнтирів щодо його ринкової вартості, об'єкт (частка в об'єкті) може бути проданий іншому стратегічному або портфельному інвестору. З огляду на те, що об'єктами

купівлі виступають вже досить зрілі компанії із значним капіталом, фонди викупу повинні мати у своєму розпорядженні фінансові ресурси, що за своїми розмірами значно переважають капітали венчурних фондів.

«...Метою фонду прямих інвестицій є збільшення цінності бізнесу після входження у власний капітал компанії, і реалізація отриманого приросту цінності шляхом наступного продажу (виходу з інвестиції)» [21]. Вихід може здійснювати як шляхом продажу іншому інвестору - стратегічному чи фінансовому, так і шляхом розміщення акцій компанії на організованому ринку (продажу портфельним інвесторам).

Таким чином, концептуальною основою функціонування фондів прямого фінансування є безпосереднє фінансування виробничої і комерційної діяльності суб'єктів реальної економіки в цілях підвищення ефективності діяльності та зростання їх капіталізації, що обумовлює макроекономічну доцільність та ефективність існування цього інституту. Його розвиток забезпечує дотримання на фінансовому ринку умовного балансу між грошовими потоками, що спрямовуються у спекулятивні операції, та тими, що використовуються для підвищення можливостей інвестицій у капітал господарюючих суб'єктів.

Більше того, на користь доцільності і перспективності існування та розвитку інституту прямого фінансування свідчить той факт, що компанія, отримуючи у склад співвласників великого інвестора, також одночасно залучає до вищої (середньої) ланки своїх органів управління групу кваліфікованих менеджерів. Як зазначають фахівці, які досліджують проблеми корпоративного управління, принципово важливим природним недоліком будь-якої публічної компанії, власність якої розпорошена серед значної кількості осіб, є перманентний конфлікт інтересів між її менеджментом і власниками, який стає причиною зниження рівня професійної відповідальності менеджменту із перспективою подальшого загострення конфлікту. Згідно їх висновку, ефективною можливістю запобігти виникненню подібних проблем у діяльності публічних компаній

стає розвиток інституту прямого фінансування [159]. Адже саме в цьому випадку фонд має подвійний статус, тому що уособлює як власника, який зацікавлений у отриманні адекватної винагороди від володіння корпоративними правами, так і кваліфікованого та відповідального менеджера, який своїми діями буде максимізувати прибутковість використання корпоративних активів. Отже, сума винагороди фонду як власника буде цілком залежати від ефективності діяльності фонду як менеджера, що на макроекономічному рівні буде сприяти найбільш ефективному використанню наявних в економіці ресурсів та максимізації знов створеної у економіці вартості.

Зазначимо, що вказана перевага є не єдиною, що характеризує діяльність існування і розвитку фондів прямого фінансування. Як було вказано вище, в якості об'єктів прямих інвестицій венчурних фондів, як правило, обираються проекти, що вимагають додаткового фондування на етапах раннього розвитку чи зростання, тобто:

- коли кредитоздатність компаній, що реалізують такі проекти, є недостатньою для реалізації можливості їх кредитного фінансування;
- ризики проекту занадто високі, щоб банківська установа прийняла їх на себе;
- компанія володіє переважно нематеріальними активами, що створює проблему оцінки заставного майна.

Якщо компанія є молодою та маловідомою, без досвіду IPO та історії котирувань на фондових торговельних майданчиках, залучити додатковий капітал шляхом розміщення на ринку власних пайових або боргових цінних паперів вкрай проблематично. В цих умовах отримання коштів з боку венчурного фонду є чи не єдиною можливістю довести проект до стадії комерційної реалізації та досягти мети створення компанії. Фонд може надавати фінансування для науково-дослідницької діяльності, для робіт дослідно-конструкторського характеру або для комерційного виведення товару на ринок. Тобто, перспективні проекти отримують шанс бути

реалізованими, а не бути «замороженими» на невизначений термін внаслідок відсутності належного фінансування.

Фонди викупу обирають у якості об'єктів інвестування неефективно працюючий бізнес, який потрапив у зону збитків через невирішені внутрішні проблеми або в результаті загального зниження ділової активності внаслідок економічних шоків чи загострення кризових явищ. Вхідження фонду у капітал таких підприємств, наприклад, шляхом викупу міноритарного пакету та отримання відповідних важелів управління і контролю дозволяє підтримати існування підприємства як бізнес-одиниці, відновити його нормальне функціонування, вивести із зони збитків та зберегти робочі місця. Як правило, цей період триває близько чотирьох-шести років, і після того, як компанія успішно пройшла процедуру фінансового оздоровлення, вийшла на прийнятний рівень рентабельності та фінансової стійкості, фонд виходить з цих інвестицій шляхом її прямого продажу або через IPO. Термін існування фондів складає близько 10 років і може бути пролонгований за необхідності. Враховуючи ризиковість прямих інвестицій, фонд формує портфель, у який протягом періоду його існування входить від 10 до 20 компаній, активи яких виступають об'єктом управління.

Прямі інвестиції за критеріями ступеня управлінського контролю і горизонту інвестування займають проміжну позицію між інвестуванням у акції та безпосередньою участю у капіталі компанії некорпоративної організаційно-правової форми у якості засновника. Це середньо- або довгострокові інвестиції, що не є ліквідними у короткостроковій перспективі, тому вони на відміну від спекулятивних вкладень або, навіть, портфельних інвестицій передбачають залучення у компанію інвесторів на тривалий термін. Отримання управлінських та контролюючих важелів надає таким інвесторам повноцінну можливість реалізувати стратегію внутрішніх змін у компанії, відповідну до цілей зростання її вартості. Підвищення її капіталізації у більшості випадків забезпечує не тільки підвищення рівня зайнятості населення, а й продуктивності праці.

Зазначимо, також, що доходність прямих інвестицій в більшості випадків є більш високою і стійкою порівняно із вкладенням у традиційні інструменти фондового ринку (акції та облігації). Це є наслідком наявності у складі керуючих фондами компаній висококваліфікованих спеціалістів, які можуть здійснити ефективну оцінку і відбір об'єктів інвестування, провести їх реструктуризацію, оптимізувати діяльність підрозділів та відповідні витрати, розробити і реалізувати адекватну виробничу, маркетингову, комерційну політику та мінімізувати вплив ризиків і зовнішніх шоків. Тобто, купівля частки на початкових етапах функціонування підприємства або у збитковому бізнесі відбувається за мінімальною ціною, а продаж здійснюється за значно вищою ціною, яка відповідає здатності цієї компанії генерувати позитивні грошові потоки. В умовах загальносвітового тренду зниження процентних ставок, прибутковості кредитування та доходності активів подібна властивість фондів прямого інвестування значно підвищує привабливість цього інституту в очах учасників інвестиційного бізнесу.

Основними стратегіями фондів прямого інвестування щодо їх портфельних об'єктів є операційний, управлінський та фінансовий інжиніринг. Венчурні фонди фокусуються на операційному та управлінському інжинірингу. Реалізація стратегії управлінського інжинірингу передбачає набуття контролю за радою директорів та отримання можливості кадрових змін у різних ланках менеджменту компанії, що опинилась у інвестиційному портфелі фонду. Поряд із жорстким контролем також може бути передбачена можливість стимулювання менеджменту шляхом надання права (опціону) викупу акцій компанії за привабливою ціною. Умовою реалізації такого права є вихід самого фонду з капіталу компанії, що стимулює менеджерів до стратегічного (довгострокового) підходу щодо вирішення завдань, які стоять перед компанією.

Фонди прямих інвестицій, які втілюють стратегію операційного інжинірингу, в першу чергу зосереджуються на пошуку нових для портфельної компанії ринкових сегментів і збільшення обсягів реалізації,

модернізації основних засобів та на скороченні витрат, покращенні управління елементами оборотного капіталу, у тому числі шляхом оптимізації умов розрахунків з покупцями і постачальниками. В окремих випадках фонд може ініціювати купівлю компанією, яка управляється, іншої компанії, щоб забезпечити симбіотичне зростання їх капіталу на основі поєднання виробничо-комерційних інтересів. Такий підхід зумовлює для фондів прямого фінансування доцільність фокусування своїх інвестиційних інтересів на конкретних галузях із формуванням штату висококваліфікованих спеціалістів. Галузеві управлінські технології стають висококласними нематеріальними активами, які суттєво підвищують конкурентоздатність управляючих компаній на ринку послуг з управління капіталом.

Реалізація механізму операційного інжинірингу з метою забезпечення зростання прибутковості портфельної компанії здійснюється за трьома взаємопов'язаними напрямками: збільшення рентабельності реалізації, оптимізація витрат та максимізація продажів, зростання капіталізації. Найбільш популярним напрямом на ринках, що розвиваються, є мінімізація витрат та максимізація продажів, адже часто фонди, що спеціалізуються на певних галузях, володіють більш глибоким знанням кон'юнктури та досвідом застосування сучасних технологій продажів. Наслідком мінімізації витрат та максимізації обсягів реалізації стає зростання рентабельності продажів та доходності бізнесу в цілому, що дозволяє фонду здійснити вихід з капіталу портфельної компанії за ціною, значно більшою за ціну входження, тобто, максимізувати капіталізацію об'єкту управління.

Фонди викупу для входження у капітал вже існуючих компаній можуть використовувати позикові ресурси для фінансування цих угод. В цьому випадку вони використовують стратегію фінансового інжинірингу, яка спрямована на підвищення рівня фінансової дисципліни у компаніях – об'єктах інвестицій – з метою забезпечення своєчасного і повного погашення заборгованості за такими позиками. Подібний підхід сприяє упорядкуванню та більш високій керованості вхідними та вихідними грошовими потоками.

Зауважимо, що розкриття інформації про портфельні компанії та надання інституційним кредиторам інформації щодо показників їх діяльності підвищує зацікавленість у кредитуванні таких компаній і, відповідно, веде до зниження вартості кредитного ризику та розширення доступу до позикових ресурсів, а, в цілому, до зростання їх кредитоспроможності. Це позначається на збільшенні капіталізації об'єктів управління фондів прямих інвестицій.

Крім банківського фінансування ще одним із потенційно значних і незадіяних на даний час джерел формування капіталу фондів виступають готівкові кошти населення, які знаходяться поза межами банківського обігу та сфери страхових послуг і виконують роль «страхового» запасу. За оцінками фахівців НБУ, їх сума коливається в межах 10-11% ВВП і становить близько 400 млрд. грн. [131]. З огляду на те, що ці кошти не призначені для поточного споживання, частина з них може бути спрямована через відповідні ринкові механізми у фонди прямого фінансування.

Таким чином, діяльність інститутів прямого фінансування з макроекономічної точки зору має багатоаспектні наслідки та здійснює мультиплікативний ефект на економічну систему країни. Зокрема:

- відбувається зростання ВВП у середньо- та довгостроковій перспективі;
- стабілізується і підвищується зайнятість (знижується «розумна» трудова еміграція);
- зростають особисті доходи громадян (працівників цих компаній) та, відповідно, їх споживчі витрати;
- відбувається диверсифікація фінансової інфраструктури, що сприяє зростанню ступеня стабілізації джерел фінансового забезпечення розширеного відтворення у національній економіці;
- через фонди у економіку залучаються фінансові ресурси довгострокового характеру, значною частиною з яких є ресурси домогосподарств, які до певного моменту знаходились поза сферою банківського обігу та виконували пасивну накопичувальну функцію;



- компанії на досить тривалий термін отримують стійке джерело фінансування та кваліфікований менеджмент, що буде сприяти максимізації їх ринкової вартості за рахунок підвищення показників діяльності, покращення якості управління та кредитоспроможності;

- культивується впровадження нових управлінських стандартів та технологій;

- розширюються можливості інвестування у реально працюючий ефективний бізнес (при виході фонду прямого інвестування зі складу співвласників компанії без IPO);

- зростає кількість прибуткових та ефективно працюючих компаній-емітентів і реальна капіталізація фондового ринку (при здійсненні IPO з метою виходу фонду прямого інвестування із компанії);

- внутрішній фінансовий ринок як джерело інвестиційних ресурсів для українських підприємств стає менш чутливим до волатильності світових фінансових ринків та поведінки міжнародного спекулятивного капіталу;

- зростає диверсифікація економіки внаслідок виробництва нових товарів і послуг;

- посилюються позиції національних компаній у процесах трансграничної інтеграції, внаслідок чого розширюються їх можливості щодо виходу на ринки інших країн;

- збільшується конкурентоздатність національної економіки.

В результаті їх реалізації можна очікувати позитивний ефект від стимулювання розвитку інституту прямих інвестицій (рис. 3.8).

Необхідно зазначити, що, не дивлячись на очевидні переваги та макроекономічну важливість інституту прямого фінансування, його функціонування має свої специфічні особливості. Мова йде про певну закритість сфери прямих інвестицій, обумовлену тим, що сфері прямого фінансування притаманний підвищений рівень інвестиційного ризику, який присутній навіть за умови залучення до процесу оцінки, аналізу та управління висококваліфікованих експертів та менеджерів.

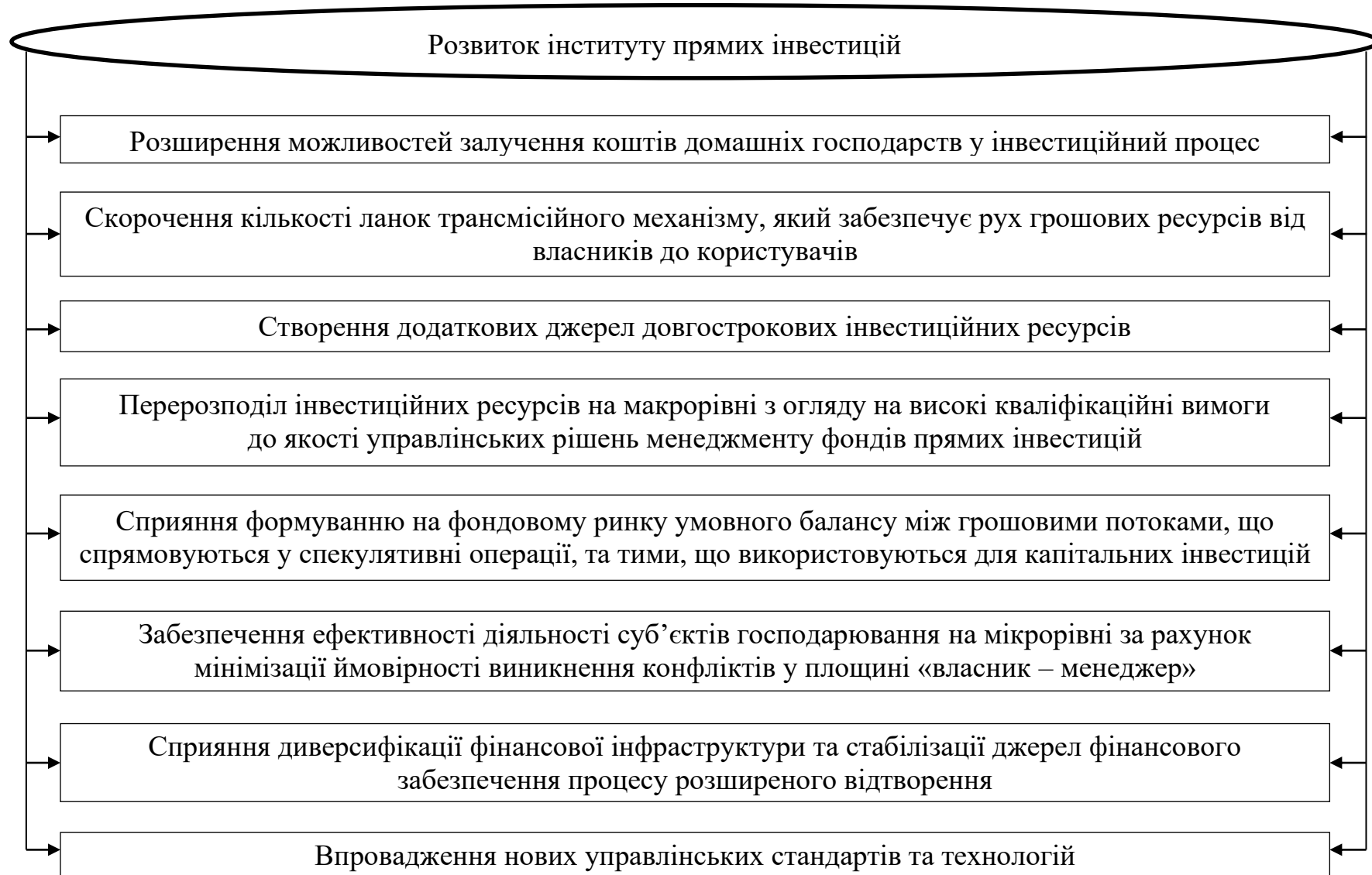


Рис. 3.8. Очікуваний позитивний результат від стимулювання розвитку інституту прямих інвестицій

Джерело: складено автором

Звичайно, такій ризиковості відповідає підвищений рівень доходності, який може досягати 30% на рік, але ризик втрати коштів залишається великим.

Підвищена ризиковість діяльності фондів прямого фінансування позначилась на вимогах європейського законодавства, що регулює діяльність подібних фондів, згідно з якими право вкладати кошти в них мають лише «кваліфіковані інвестори», якими вважаються особи з особистим статком не менше 500 тис. євро (за американським законодавством – не менше 1 млн. дол.). При цьому термін інвестування може досягати 10-12 років. Іншою особливістю, яка зумовлює закритість діяльності фондів, є специфіка входження фондів у склад співзасновників об'єкту інвестування. Якщо при здійсненні портфельних інвестицій ця процедура реалізується досить просто, то у даному випадку передбачається тривалий і виважений переговорний процес із залученням всіх зацікавлених сторін, що не передбачає оприлюднення інформації про перемовини та їх деталі.

Характерною рисою, як вигідно виділяє інститут прямого інвестування від інших колективних інвестиційних схем, є те, що до фінансування залучаються ресурси не тільки зовнішніх інвесторів (банків, пенсійних фондів та ін.), а й кошти керівництва цього фонду. У абсолютній більшості випадків фонди прямого інвестування створені у організаційно-правовій формі товариства з обмеженою відповідальністю (limited partnership). До їх складу входять «повні партнери» (general partners), які несуть необмежену відповідальність за зобов'язаннями фонду і, крім участі у капіталі, надають йому управлінську підтримку, та інші інвестори (limited partners). Це створює умови для усунення потенційно ймовірного конфлікту «принципал-агент», який виникає з огляду на неспівпадіння інтересів менеджерів та власників.

Як вже вказувалось вище, фонди прямого інвестування можуть також залучати банківські кошти для фінансування викупу частки власності. Зокрема, у США, як правило, такі операції на 60% фінансуються за рахунок банківського капіталу [160]. Залучення позикового фінансування у фонди

дозволяє використати ефект фінансового левериджу та підвищити норму прибутку. Цей досвід може бути доцільний до застосування і у нашій країні.

В умовах зниження процентних ставок та процентної маржі, зумовлених в тому числі загальносвітовими тенденціями та глобальною синхронізацією інфляції, комерційні банки, які мають можливості щодо залучення фінансових ресурсів домогосподарств, практичний досвід економічного обґрунтування доцільності кредитування конкретних підприємств, щоб залишитись на фінансовому ринку мають ініціювати законодавчі зміни щодо можливості створення ними фондів прямого інвестування та участі у їх діяльності шляхом встановлення з ними кредитних відносин.

Як вказувалось вище, безпосереднє залучення фінансових ресурсів домогосподарств у фонди прямого фінансування обмежується високою ризиковістю вкладень та відповідною імовірністю втрат інвестованих коштів. Для зниження вказаного рівня ризику доцільним виглядає залучення до процесів прямого інвестування страхових компаній, що дозволить диверсифікувати інвестиційні ризики. Звичайно, це супроводжуватиметься зниженням доходності вкладень у фонди на суму сплачених страхових премій, але прогнозованість та керованість ризиком підвищиться, що, в свою чергу, дозволить суттєво розширити коло потенційних учасників фондів прямого інвестування.

Роль держави у процесах стимулювання діяльності інституту прямого інвестування може виявитись визначальною не тільки у частині нормативно-правового забезпечення. Мова йде, перш за все, про співфінансування витрат, пов'язаних із проведенням науково-дослідницьких розробок чи дослідно-конструкторських робіт компаній, що потрапили до портфелів фондів прямого інвестування, у високотехнологічних галузях, що відносяться до стратегічних пріоритетів розвитку України. Таким чином, венчурний бізнес за підтримки державних програм значно підвищить свої можливості щодо формування національної конкурентної інноваційної економіки .

Також, обґрунтованим виглядає надання часткових державних фінансових гарантій, пов'язаних із зниженням ризику вкладення коштів домогосподарств у фонди прямого фінансування шляхом компенсації частини сум страхових премій, що можуть бути сплачені фондами за страхування ризиків знецінення вкладень у портфельні компанії, з метою доведення цих премій до рівня середньоринкових, що застосовуються при інвестиційному страхуванні.

Національному банку України доцільно створити умови для комерційних банків щодо розширення їх можливостей входження до капіталу фондів викупу та кредитування відповідних проектів.

З метою підвищення рівня довіри до управляючих компаній доцільно передбачити у законодавстві податкові стимули для залучення іноземних управляючих, які володіють відповідним досвідом і управлінськими кадрами.

Актуальним виглядає створення відповідних інформаційних ресурсів, функцією яких повинно стати інформування потенційних прямих інвесторів щодо інвестиційних можливостей країни та регіонів, зокрема:

- систематизація інформації щодо законодавчих та нормативних актів, які забезпечують існування інституту прямого інвестування в Україні, механізми та інструменти його державної підтримки;
- надання інформації щодо характеристики і перспектив окремих галузей та секторів економіки України;
- інформування про хід реалізації проектів із використанням механізму прямого інвестування та аналіз проблем, які виникають у ході їх виконання;
- популяризація позитивного досвіду роботи фондів прямого інвестування в Україні та у світі;
- формування банку даних про потенційні об'єкти інвестування у розрізі галузей та регіонів.

Таким чином, запропонована модель розвитку фондового ринку із залученням грошових ресурсів домашніх господарств з урахуванням викладених факторів має такий вигляд (рис. 3.9).

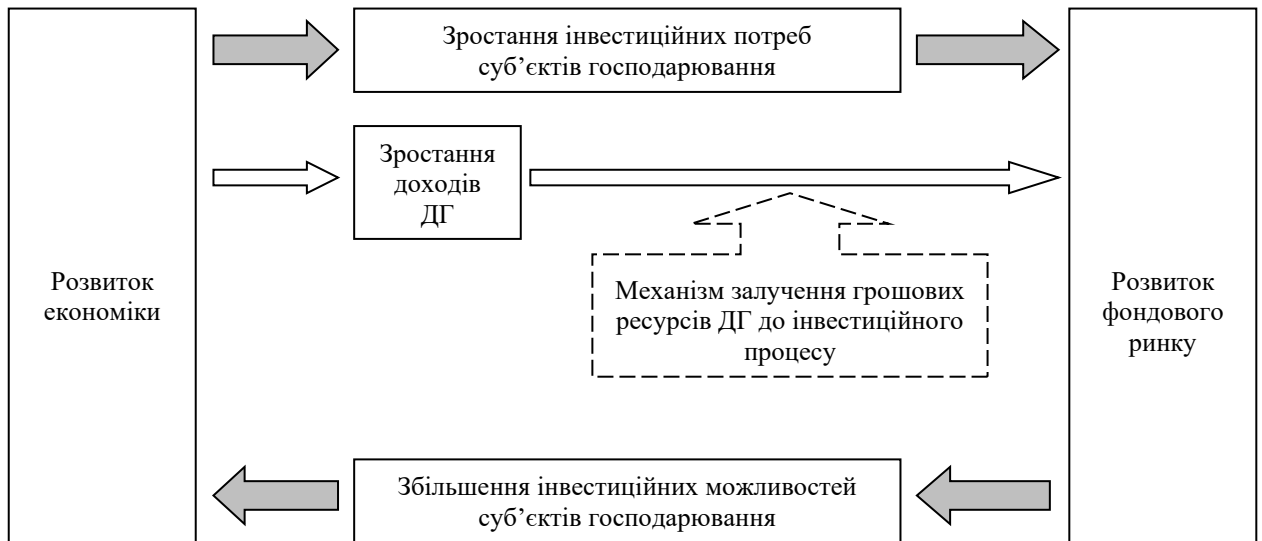


Рис. 3.9. Модель розвитку фондового ринку із залученням грошових ресурсів домашніх господарств

Джерело: складено автором

Залучення грошових ресурсів домашніх господарств до інвестиційного процесу покликано стимулювати активність домашніх господарств щодо вкладень у інвестиційні інструменти, які пропонує фондовий ринок. Зростання капіталізації фондового ринку розширює можливості підприємств щодо залучення інвестиційних ресурсів через його механізм та збільшує їх потенціал розширеного відтворення.

Задоволення капітальних потреб суб'єктів господарювання створює умови для збільшення обсягів виробництва та реалізації продукції. Пожвавлення економічної кон'юнктури веде до подальшого зростання інвестиційних потреб підприємств. Паралельне зростання доходів домогосподарств забезпечує збільшення їх інвестиційного потенціалу і, що є визначальним для нашого дослідження, виступає поштовхом для нарощування їх інвестиційної активності. Адже, саме у площині використання потенціалу інвестиційних ресурсів, якими володіють внутрішні інституціональні, корпоративні та індивідуальних інвестори, створенні сприятливих умов для внутрішніх інвестицій лежить вирішення завдання задоволення капітальних потреб суб'єктів реальної економіки.

### Висновки до розділу 3

1. Проведене дослідження показало важливість управління інфляційними очікуваннями економічних суб'єктів з метою впливу на характер їх інвестиційної діяльності, вибір стратегії розвитку суб'єктів господарювання та процеси накопичення капіталу в економіці. Визначено, що суттєва невизначеність щодо цінової динаміки у коротко- та середньостроковій перспективі стає причиною зростання премії за ризик, що, в свою чергу, веде до підвищення вартості використання позикових коштів. Це веде до зниження загального рівня інтересу до інвестування у національну економіку та стримування темпів економічного зростання.

2. Обґрунтований вплив глобальних факторів, а саме, синхронізації інфляційних процесів на формування тенденції зниження внутрішньої інфляції, що сформувалася в Україні в останні роки. На підставі аналізу досвіду розвинених країн зроблений висновок про зростання ймовірності формування перспектив звуження можливостей регулятивних органів щодо проведення традиційної монетарної політики, що ускладнює реалізацію завдання її ефективного впливу на економічну систему.

3. Обґрунтований вплив внутрішніх інфляційних процесів на розвиток фондового ринку та їх зв'язок з глобальними факторами, серед яких виділені монетарна політика зовнішньоторговельних партнерів, глобальні інфляційні тренди, частка імпорту з країн з низькою вартістю робочої сили. Виявлено та підтверджено за статистично значимим зв'язком (-0,85), що для України найвагомніше значення має фактор імпорту із стійкою від'ємною кореляцією з внутрішньою інфляцією. Цей зв'язок дозволяє домогосподарствам прогнозувати інфляційний тренд у національній економіці для зменшення сумнівів щодо їх інвестиційних вкладень, що позитивно впливатиме на їх інвестиційну активність за регулювання зазначених процесів державою.

4. Запропоновано активізувати розвиток інституту прямих інвестицій, як сегменту фондового ринку, з метою інтенсифікації й мобілізації вільних

грошових коштів домашніх господарств та їх спрямування у реальну економіку на довгостроковий період, активізації інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання та визначення шляхів фінансового забезпечення процесів розширення їх інвестиційної активності.

5. З метою розширення можливостей залучення коштів домогосподарств у діяльність фондів прямого інвестування запропоновано залучити страхові компанії з метою диверсифікації інвестиційних ризиків та посилення керованості ними. Для запобігання суттєвому зниженню доходності вкладень у фонди внаслідок виплат страхових внесків доцільним виглядає формування фонду часткових державних фінансових гарантій, за рахунок коштів якого можна буде компенсувати частину втрат відповідних внесків з метою збереження рівнів доходності прямих інвестицій вище рівня портфельних, та відповідного підвищення зацікавленості приватних інвесторів до інвестування у фонди прямого інвестування.

6. Участь держави у процесах стимулювання діяльності інституту прямого інвестування передбачається шляхом співфінансування витрат, пов'язаних із проведенням науково-дослідницьких розробок чи дослідно-конструкторських робіт компаній, що потрапили до портфелів фондів прямого інвестування, у високотехнологічних галузях, що відносяться до стратегічних пріоритетів розвитку України.

7. Запропоновано спростити доступ комерційних банків до участі їх у капіталі фондів прямого інвестування шляхом внесення відповідних законодавчо-нормативних змін. Також актуалізована необхідність створення відповідних інформаційних ресурсів, функцією яких повинно стати інформування потенційних прямих інвесторів щодо інвестиційних можливостей країни та регіонів.

Результати досліджень за третім розділом дисертації опубліковані у наукових працях здобувача [109; 161].



## ВИСНОВКИ

У дисертаційному дослідженні здійснено вирішення наукового завдання – обґрунтування теоретичних, методичних та практичних засад регулювання інвестиційних процесів на фондовому ринку України. На підставі проведеного дослідження сформульовано такі висновки.

1. На основі аналізу існуючих підходів щодо дослідження особливостей фондового ринку уточнено категорію «розвиток фондового ринку». Подання її як процесу поступового ускладнення соціально-економічних відносин щодо перетворення грошових коштів на фінансові активи у формі інвестиційних цінних паперів дозволило виокремити суспільно-економічну роль фондового ринку як стимулятора інвестиційних процесів.

Регулювання фондового ринку спрямоване на активізацію економічних процесів, пов'язаних з накопиченням ресурсів та перерозподілом грошових потоків в операціях з цінними паперами з метою забезпечення ефективного інвестиційного процесу із гарантуванням інституціональних зв'язків між учасниками фондового ринку.

2. Доповнено концептуальну схему розвитку фондового ринку за рахунок впровадження платформи залучення до джерел інвестицій на фондовому ринку інвестиційних ресурсів домашніх господарств. Елементне наповнення платформи спрямоване на збільшення обсягів фінансування інвестиційної діяльності суб'єктів національного господарства шляхом залучення інвестиційних ресурсів домашніх господарств та стимулювання формування капіталу венчурних компаній.

Платформа інтегрує такі елементи: залучення інвестиційних ресурсів домашніх господарств до інвестиційного процесу; регулювання залучення інвестиційних ресурсів домашніх господарств до інвестиційного процесу на фондовому ринку; інструменти залучення та відповідні суб'єкти, серед яких ключовими є венчурні компанії й домашні господарства. Елементи

платформи забезпечують формування джерел інвестиційних ресурсів та їх використання відповідно до мети реалізації кожного з елементів платформи. Використання платформи для активізації інвестиційних процесів та реалізація її елементів стають передумовами збільшення обсягів торгівлі на фондовому ринку за рахунок залучення грошових ресурсів домашніх господарств.

3. Доведено, що спільне інвестування за рахунок об'єднання дрібних інвесторів ґрунтується на ідеї формування активного прошарку «середнього класу» домашніх господарств, грошові ресурси яких трансформуються на фондовому ринку в інвестиційні ресурси. Досліджено шляхи мінімізації інвестиційних ризиків домашніх господарств.

Серед інститутів спільного інвестування критерієм надійності та прибутковості відповідають пайові інвестиційні фонди та фонди банківського управління. Виділено напрями розвитку сектора спільного інвестування в Україні, реалізація яких створює найбільш сприятливі умови для діяльності цих видів інвестиційних інститутів як найбільш привабливих для інвестування грошових ресурсів домашніх господарств.

4. Встановлено, що введення до механізму залучення інвестиційних ресурсів домашніх господарств на фондовий ринок блоку трансформації заощаджень домашніх господарств у інвестиції дозволяє за рахунок страхування інвестиційних ризиків домашніх господарств активізувати їх інвестиційну діяльність на фондовому ринку, зокрема за рахунок компенсації державою частини сум страхових премій, що сплачуються домашніми господарствами при страхуванні інвестиційних ризиків.

Констатується, що введення до зазначеного блоку індивідуальних фінансових консультантів активізує участь домашніх господарств у інвестиційному процесі за рахунок обґрунтованості прийняття ними інвестиційних рішень. Доцільність витрат на створення блоку трансформації заощаджень домашніх господарств у інвестиції підтверджується очікуваним макроекономічним ефектом. Виявлено, що величина заощаджень домашніх

господарств, які можуть бути спрямовані у національну економіку як інвестиційні ресурси, становить 280 млрд грн. З урахуванням величини реального мультиплікатора інвестицій, який за обчисленнями дорівнює 1,71, додатковий ВВП від залучення заощаджень домашніх господарств може скласти 479 млрд грн на рік.

5. Визначено, що для підвищення інвестиційної активності на фондовому ринку доцільним є використання інфляційних трендів у національній економіці для уникнення сумнівів суб'єктів інвестиційних процесів щодо вкладення грошових коштів.

Проаналізовано такі гіпотези щодо визначальної ролі зовнішніх факторів у розвитку фондового ринку: зближення темпів глобальної та національної інфляції; залежність внутрішньої інфляції від монетарної політики країн – торговельних партнерів; визначальна роль частки імпорту з країн з низькою вартістю робочої сили. Виявлено та підтверджено за статистично значимим зв'язком (-0,85), що для України найвагоміше значення має фактор імпорту із стійкою від'ємною кореляцією з внутрішньою інфляцією.

Встановлена залежність стає підґрунтям для невеликих інвесторів, зокрема домашніх господарств, для відносно надійного прогнозування рівня інфляції, що позитивно впливає на характер їхніх інвестиційних рішень щодо діяльності на фондовому ринку України.

6. З метою активізації інвестиційних процесів на фондовому ринку та диверсифікації шляхів її забезпечення удосконалено науково-практичний підхід до стимулювання розвитку інституту прямих інвестицій як сегмента фондового ринку.

Серед найбільш ефективних інструментів стимулювання прямих інвестицій визначено такі: законодавчий дозвіл комерційним банкам створювати фонди прямого інвестування та забезпечення взаємодії фондів прямого інвестування і страхових компаній щодо залучення грошових ресурсів домашніх господарств за мінімізації інвестиційних ризиків таких

господарств. Формування фонду державних фінансових гарантій, кошти якого спрямовуються на компенсацію частини витрат домашніх господарств щодо страхування інвестиційних ризиків, запобігає зниженню доходності їхніх інвестицій у фонди прямого інвестування. Це заохочує домашні господарства трансформувати заощадження, які знаходяться поза сферою банківського обігу, в інвестиційні ресурси на фондовому ринку та дозволяє знижувати чутливість фондового ринку до коливань на світових фінансових ринках шляхом диверсифікації фінансової інфраструктури.

Відомості про апробацію досліджень наведено у додатках Е та Ж.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Адамовська В. С. Механізм державного регулювання економіки та вибір напряму економічної політики в сучасних умовах господарювання. *Державне управління: удосконалення та розвиток*. 2017. № 4. ТОВ «ДКС-центр», URL: <http://www.dy.nauka.com.ua/?op=1&z=1063>; (дата звернення 15.12.2019)
2. Ананьєв М. Ю. Фундаментальні фактори розвитку фондових ринків *Інвестиції: практика та досвід*. 2012. № 17. С. 35-39.
3. Ананьєв М. Ю. Організаційно-регулятивні фактори розвитку фондових ринків. *Інвестиції: практика та досвід*. 2014. № 24. С. 65-71.
4. Ананьєв М. Ю. Монетарна політика та її вплив на розвиток ринку цінних паперів. *Інвестиції: практика та досвід*. 2017. № 11. С. 75–82.
5. Артёмова Т. І. Методологічна анатомія глобальної фінансово-економічної кризи. *Економічна теорія*. 2011. № 2. С. 16-33.
6. Афонцев С. А. Глобальный кризис и регулирование мировых финансов *Международные процессы*. 2009. № 1(19). Т. 7. С. 17-31.
7. Балакина Е. Е. Сбережения населения как важный источник инвестиций в инструменты долгового рынка. *Вестник Самарского государственного экономического университета*. 2010. № 5(67). С. 21-24.
8. Балан О. Регулирование инвестиционных фондов в Европейском союзе. *Банкаўскі веснік*. Минск. 2014. № 9. С. 36-43.
9. Бердникова Т. Б. Рынок ценных бумаг. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 278 с.
10. Берг С. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»: порівняльні коментарі до деяких положень щодо розкриття інформації на фондовому ринку та використання інсайдерської інформації. *Юридичний радник*. 2016. № 3. С. 1-8. URL: <http://www.yurradnik.com.ua/stride/ur/?m=authors&aut=519&art=309>

11. Білик Р. С. Шляхи удосконалення інфраструктури фінансового ринку в країнах із транзитивною економікою. *Фінансова інфраструктура України: проблеми та напрямки розвитку*: зб. тез Всеукр. наук.-практ. конф. К.: Криниця, 2013. С. 181.

12. Білорус О. Г. Гіперфінансіалізація світової економіки та її глобальні проблеми й наслідки. *Фінанси України*. 2014. № 10. С. 24–31.

13. Білорус О. Політична економія глобалізму і проблеми структурної модернізації національної економіки. *Дослідження міжнародної економіки*. 2011. № 2. С. 3-26.

14. Більшість українців не мають змоги заощаджувати кошти. Опитування. Сайт Укрінформ. URL: <https://www.ukrinform.ua/rubric-economics/2108918-bilsist-ukrainciv-ne-maut-zmogi-zaosadzuvati-kosti.html> (дата звернення 10.07.2019)

15. Біржовий фондовий ринок в Україні: навчальний посібник // Авторський колектив: Бурмака М. О. (керівник колективу), Бутенко Д. С., Долінський Л. Б. та ін. К.: АДС УМК Центр, 2014. 412 с.

16. Богатов А. О. Місце фондового ринку в структурній перебудові економіки. *Збірник наукових праць Національного ун-ту ДПС України*. 2009. № 1. С. 44-51.

17. Ванькович Д. В. Теоретико-методологічні засади та механізм реалізації фінансової політики в Україні: монографія. Львів : Міські інформаційні системи. 2014. 348 с.

18. Васильєв О. В. Сучасні трансформації інфраструктури фондового ринку України та Європи. *Економіка розвитку*. 2016. № 4 (80). С. 16-22.

19. Вовк В. Р. Взаємозв'язок фондового ринку та економічного зростання. *Вісник Львівського університету*. Серія економічна. 2015. № 52. С. 239-244.

20. Волощенко Л. М. Розвиток фінансового ринку в умовах глобалізації: монографія. Донецьк : ДонДУУ. «ВІК». 2013. С. 115.

21. Гавкалова Н. Л., Шутеева О. Ю. Ринок цінних паперів: особливості та фінансове забезпечення його функціонування. Харків: ХНЕУ ім. С.Кузнеця, 2015. 183 с.

22. Гнатюк Р. А., Островерх П. І. Еволюція поглядів представників провідних економічних шкіл на роль ринку цінних паперів у господарській системі. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2015. Вип. 25. С. 400-405.

23. Гноєвий В. Г., Резяпов К. І. Роль фондового ринку у інфраструктурному забезпеченні функціонування ринкової економічної системи. *Східна Європа: економіка бізнес та управління*. 2018. № 5 (16). С. 228-234.

24. Гноєвий В. Г., Резяпов К. І. Пріоритетні напрями державної політики розвитку фондового ринку в контексті забезпечення макроекономічної стабільності. *Інтелект XXI*. 2019. № 1 (55). С. 80-85.

25. Гончаренко І. Г. Ефективність системи страхового ризик-менеджменту в умовах кризових явищ. *Вісник ЖДТУ*. 2015. №2. С. 217-220.

26. Гончаренко О. Державне регулювання та саморегулювання господарської діяльності: пошук балансу. *Підприємництво, господарство і право*. 2018. №3. С. 40-45.

27. Гужва Т. О. Роль фондового ринку в економіці України. *Держава та регіони*. 2004. № 3. С. 23-27. (Серія: Економіка підприємства).

28. Гутафель В. В. Інвестиційні потоки на світовому фондовому ринку у сучасних умовах. *Вісник Чернівецького торговельно-економічного інституту: економічні науки*. 2013. Вип. II (50). С. 125-129.

29. Державна служба статистики України. Економічна статистика, Національні рахунки. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua> (дата звернення 10.09.2020)

30. Державна служба статистики України. URL: <http://ukrstat.gov.ua> (дата звернення 10.09.2020)

31. Джонсон Р., Каст Ф., Розенцвейг Д. Системы и руководство (теория систем и руководство системами) 2-е изд., доп. М. : Сов. радио, 1971. 647 с., С. 42.
32. Дорнбуш Р., Фишер С. Макроэкономика. 5-е изд. М.: Изд-во МГУ.1997.
33. Едророва В. Н., Новожилова Т. Н. Рынок ценных бумаг: учеб. Пособие. М.: Магистр, 2010. 684 с.
34. Економіка України. Статистичний щорічник 2017-2019 рр. Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/> (дата звернення: 18.10.2020)
35. Експорт та імпорт України. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/gdp/eximp/> (дата звернення 10.09.2020)
36. Ісхакова О. М., Проценко К. В., Стовбун А. О. Стан та перспективи розвитку фондового ринку в Україні. *Молодий вчений*. 2016. № 12 (39). С. 752–756.
37. Житар М. О. Стан та перспективи розвитку фондового ринку в умовах фінансової нестабільності економіки України. *Економіка і організація управління*. 2016. № 1 (21). С. 93-101.
38. Житар М. О. Фондовий ринок та механізм його регулювання в умовах економічного розвитку країни. *Економіка та право*. 2016. № 2 (44). С. 57-69.
39. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 № 448/96-ВР в редакції від 03.07.2020 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80#Text> (дата звернення 18.02.2019)
40. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/ed20151219> (дата звернення 15.02.2019)
41. Землячова О. А., Савочка Л. С. Класифікація фінансових ризиків та методи їх зниження. *Науковий вісник: Фінанси, банки, інвестиції*. 2012. № 3. С. 50-57.



42. Инглхарт Р. Вельцель К. Модернизация, культурные изменения и демократия: Последовательность человеческого развития. М.: Новое изд-во. 2011. 464 с.

43. Інституційні чинники фінансового сектору економіки в умовах ринкової трансформації: монографія. За заг. ред. д-ра. екон. наук, проф. В.М. Соболева. К. : УБС НБУ. 2010. 350 с.

44. Кадочников П. А. Последствия введения стабилизационных мер, основанных на фиксации номинального обменного курса. М.: ИЭПП. 2001.

45. Калач Г. М. Фондовый рынок Украины: тенденции та суперечності розвитку: монографія. Ірпінь: Національний університет ДПС України. 2012. 312 с.

46. Квасницька Р. С. Інвестиційний потенціал інститутів фінансового ринку України: монографія. Хмельницький: ПП «Монускрипт», 2015. С. 64.

47. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. М.: ГелиосАРВ. 1999. 352 с.

48. Килячков А., Чалдаева Л. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учебное пособие. М.: Юристъ. 2002. 702 с.

49. Клименко К. В. Розвиток фондового ринку України в контексті євроінтеграційних процесів. *Економіка та держава*. 2015. №8. С.63-71.

50. Климчук А. Фінансова грамотність населення України залишає бажати кращого. URL: [http:// business-territory.com](http://business-territory.com) (дата звернення 24.04.2019)

51. Ковальова О. М. Інституційні аспекти розвитку фондового ринку України. *Науковий вісник Херсонського державного університету*, серія: «Економічні науки». 2016. Вип.16. Ч. 1. С. 124-127.

52. Ковтун О. А. Удосконалення інфраструктури фінансового ринку шляхом розвитку системи персонального консультування. *Фінансова інфраструктура України: проблеми та напрямки розвитку*: зб. тез Всеукр. наук.-практ. конф. К.: Криниця. 2013. С. 208-210.

53. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року URL: [http:// www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua) (дата звернення 17.02.2019)

54. Кондрашихин А., Рожманов В., Пепа Т., Федорова В. Фондовый рынок: учеб. пособие. К.: ЦУЛ. 2008. 376 с.

55. Корнєєв В. В. Управління кредитними та інвестиційними потоками капіталу: автореф. дис. д.е.н.: 08.04.01. Ін-т екон. прогнозування НАН України. К. 2004. 39 с.

56. Корнєєв М. В. Розвиток страхування фінансових ризиків на ринку фінансових послуг України. *Вісник Дніпропетровського університету*. Серія «Економіка», 2011. Вип. 5(4). С. 104-109.

57. Кравчук Н. Я. Фінансові дисбаланси світової економіки в умовах асиметрій глобального розвитку. Автореферат дисертації на здобуття ступеня доктора економічних наук. Тернопіль. 2014. С. 15.

58. Кремень В., Семенов А. Науково-методичні засади забезпечення розвитку фінансового сектору України. *Вісник університету банківської справи НБУ*. 2013. № 2 (17). С. 29-33.

59. Криворотов Д. Инфляционное таргетирование. *Банкаўскі веснік, САКАВІК*. 2003. URL: <https://www.nbrb.by/bv/articles/503.pdf> (дата звернення 05.06.2020)

60. Кришан О. Ф., Резяпов К. І. Передумови та перспективи використання потенціалу облігаційного сегменту фондового ринку як джерела інвестиційних ресурсів. *Бізнес-навігатор*. 2018. №5(48). С. 39-44.

61. Кутузова М. М. Проблеми формування та регулювання фондового ринку України. *Науковий вісник Чернівецького національного університету ім. Ю.Федьковича*. 2015. Вип. 750. С. 107-111. (Серія: Економічні науки).

62. Кутузова М. М. Фондовый рынок Украины в условиях нестабильности мирового финансового сообщества : дис. канд. екон. наук: 08.00.08 Луцк, 2015. 268 с.

63. Куцик П. О., Ковтун О.І., Башнянин Г. І. Глобальна економіка: принципи становлення, функціонування, регулювання та розвитку: монографія. Львів : ЛКА. 2015. 594 с.

64. Куцик П. О., Вірт М. Я., Гончарук І. В., Куцик В. І., Барна М. Ю. Державне регулювання інвестиційного процесу в умовах функціонування ринку цінних паперів: монографія [ за заг. ред. П. О. Куцика]. Львів: В-во «Растр-7». 2014. 296 с.

65. Леонтьев В. Экономические эссе. Теории, исследования, факты, политика. М. 1990. 416 с.

66. Лисин Ю. А. Фондовый рынок и основные механизмы трансформации сбережений населения в инвестиции: дис. канд. экон. наук: 08.00.05 Москва. 2001. 285 с.

67. Луцишин З. О., Кравчук Н. Я., Фролова Т. А. Современные проблемы финансовой глобализации: вызовы, риски, инновационные сдвиги и лидерство: монография. Wyższa Szkoła Ekonomiczno-Humanistyczna (University of Economics And Humanities). Бяльско-Бяла. 2017. 156 с.

68. Льюис А. Теория экономического роста. 1955. URL: <https://www.monographies.ru/ru/book/section?id=4219>

69. Майорова Т. В. Щодо ролі фінансового ринку у трансформації заощаджень в інвестиції. *Фінансова інфраструктура України: проблеми та напрямки розвитку* : зб. тез Всеукр. наук.-практ. конф. К.: Криниця. 2013. С. 64–67

70. Макконнелл К. Р., Брю С. Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика: Пер. с англ. 17-е изд., англ. М.: ИНФРА-М. 2009. 916 с.

71. Малишенко К. А. Фактори, що визначають особливості фондового ринку України. *Вісник Бердянського університету менеджменту і бізнесу*, 2013. № 4(24). С. 104-107.

72. Маричева Н. Н. Глобальные дисбалансы в мировой экономике. *Молодой ученый*. 2014. № 6. С. 446-448.

73. Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Издательство Перспектива. 1995. 544 с.

74. Михальчишина Л. Г. Стратегія вдосконалення ринку цінних паперів в Україні. *Науковий вісник Національного університету біоресурсів і природокористування України*. Серія: Економіка, аграрний менеджмент, бізнес. 2016. Вип. 249. С. 306-314.

75. Михасюк І. Р., Швайка Л. А. Державне регулювання економіки: підручник. Львів: «Магнолія плюс»; видавець СПД ФО «В.М. Піча». 2006. 220 с.

76. Михельсон А. Д. Объяснение 25000 иностранных слов, вошедших в употребление в русский язык, с означением их корней. М.: Издание книгопродавца А. И. Манухина, 1865. 718 с. URL: <https://www.prlib.ru/node/354602/source>; дата звернення: 18.12.2019

77. Мойсеєнко І. П., Бабець І. Г. Державне регулювання інвестиційної діяльності як фактор інвестиційної безпеки. *Економічний вісник університету*. 2015. Вип. 26(1). С. 150-155.

78. Мозговий О. М. Фондовый рынок: навч. посіб. для студ. К.: КНЕУ. 1999. 316 с.

79. Мочерний С. В. Економічна теорія: навч. посіб. 4-те вид., стереотип. К.: ВЦ «Академія». 2009. 640 с.

80. Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы. М.: Экономика. 2011. 240 с.

81. На пороге XXI века. Доклад о мировом развитии 1999-2000 гг., Всемирный Банк. М.: «Весь мир». 2000. URL: <https://issuu.com/worldbank-russia/docs/wdr1999-2000-rus>

82. Обстеження умов життя домогосподарств України. Офіційний сайт Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>. (дата звернення 15.06.2019)

83. Ожегов С. И., Шведова Н. Ю. Толковый словарь русского языка. URL: <http://ozhegov.info/slovar/> (дата звернення 18.12.2019).

84. Онишко Св. В., Онишко С.В. Фінансовий ринок в системі джерел фінансового забезпечення інноваційно-орієнтованого розвитку України. *Науковий вісник Полісся. Науковий економічний журнал*. 2016. Випуск 2 (6). С. 122-126.

85. Осовська Г. В., Осовський О. А. Основи менеджменту: навчальний посібник. К.: "Кондор". 2006. 664 с.

86. Отченаш К., Фролова Т. Державне регулювання та саморегулювання у фінансовому секторі. *Ефективна економіка*. 2014. №9. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=3327> (дата звернення 27.07.2019)

87. Офіційний сайт Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua> (дата звернення 12.10.2019)

88. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР). URL: [www.nssmc.gov.ua](http://www.nssmc.gov.ua). (дата звернення 19.09.2019)

89. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР). Відомості про фондовий ринок України. URL: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/info> (дата звернення 08.04.2020)

90. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР). Про затвердження Положення про саморегулювну організацію професійних учасників фондового ринку (Із змінами, внесеними згідно з Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку №1609 ( з1350-11) від 08.11.2011). URL: [zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0458-09](http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0458-09) (дата звернення 14.10.2019)

91. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР). Річна звітність: звіти НКЦПФР. URL: [www.nssmc.gov.ua/activities/annual](http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual) (дата звернення 03.03.2020)

92. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР). 2018 р. Український фондовий ринок: впевненість, стійкість та зростання. URL: [http://www.nssmc.user\\_files/content/58/1340015412.pdf](http://www.nssmc.user_files/content/58/1340015412.pdf) (дата звернення 21.11.2019)

93. Офіційний сайт НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about> (дата звернення 15.12.2019)
94. Офіційний сайт НБУ. Грошово-кредитна статистика. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#2fs> (дата звернення: 16.10.2020).
95. Офіційний сайт Світового банку. URL: <http://www.worldbank.org> (дата звернення 26.11.2019)
96. Офіційний сайт Українського бізнес-ресурсу. URL: [www.ubr.ua](http://www.ubr.ua) (дата звернення 08.06.2020)
97. Пасінович І. І., Сич О. А. Модернізація механізмів державного регулювання економіки України. URL: <http://sg-sofia.com.ua/modernizaziya-mehanizmiiv-derjanmogo-regulivannya-ekonomiki-ukraini> (дата звернення 15.12.2019).
98. Пересада А. А., Шевченко О. Г., Коваленко Ю. М., Урванцева С.В. Портфельне інвестування: навч. посібник. К.: КНЕУ. 2004. 408 с.
99. Петик Л. О. Сучасний стан фондового ринку в Україні. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2015. Вип. 25.1. С. 344-350.
100. Полюхович В. І. Державне регулювання фондового ринку України: господарсько-правовий механізм : монографія. К. : [б. в.]. 2012. 336 с.
101. Попов М. Полный словарь иностранных слов, вошедших в употребление в русском языке. URL: [https://rusneb.ru/catalog/000199\\_000009\\_003783536/viewer/?page=335](https://rusneb.ru/catalog/000199_000009_003783536/viewer/?page=335). (дата звернення 18.12.2019).
102. Посткризовий розвиток фондового ринку: світові тенденції і національні особливості: монографія. Г. М. Азаренкова, І. В. Шкодін та ін. К.: УБС НБУ. 2013. 278 с.
103. Преимущества и недостатки монетарной политики. URL: <http://www.ereport.ru/articles/macro/macro22.htm> (дата звернення 20.12.2019).

104. Принят за основу проект Закона "О государственной поддержке инвестиционных проектов со значительными инвестициями". URL: <https://iportal.rada.gov.ua/ru/news/Novosty/Soobshchenyua/196307.html> (дата звернення: 21.09.2020).

105. Про Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України: Постанова ВРУ від 22.09.1995 № 342/95-ВР. URL: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/342/95-вр>. (дата звернення 13.04.2019)

106. Проект Закону України від 03.09.2013 р. Про систему гарантування інвестицій фізичних осіб на фондовому ринку. URL: <http://www.nssmc.gov.ua/law/17983>. (дата звернення 10.08.2019)

107. Пургин А. Н. Фондовый рынок в системе макроэкономической стабилизации: дис. канд. экон. наук: 08.00.05. Екатеринбург. 2004. 180 с.

108. Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів : [монографія] ; за заг. ред. д.е.н., професора С. В. Онишко. Ірпінь: Видавництво Національного університету ДПС України. 2016. С. 74-76.

109. Резяпов К. І. Проблеми мегарегулювання фінансового ринку України. *Інфраструктура ринку*. 2019. № 28. URL: <http://www.market-infr/od.ua/uk/28-2019> (дата звернення 19.03.2020)

110. Резяпов К. І. Вплив процесу приватизації в Україні на стан вітчизняного фондового ринку. Проблеми та перспективи розвитку економіки освіти регіону: збірник тез доповідей на XII Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції аспірантів, молодих учених та науковців. Кременчук: Кременчуцький інститут ВНЗ «Університет імені Альфреда Нобеля. 2017. С. 210-213.

111. Резяпов К. І. Державна економічна політика як комплекс заходів макроекономічного регулювання. Моделювання та прогнозування соціально-економічного міжнародного співробітництва: матеріали міжнародної науково-практичної конференції. Київ: Таврійський національний університет імені В.І. Вернадського. 2017 р. С. 28-30.

112. Резяпов К. И. Влияние государственного регулирования экономики на перспективы развития фондового рынка Украины в контексте активизации инвестиционной деятельности. Проблемы та перспективи розвитку економіки освіти регіону: збірник тез доповідей на XIII Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції аспірантів, молодих учених та науковців. Кременчук: Кременчуцький інститут ВНЗ «Університет імені Альфреда Нобеля. 2018. С. 216-219.

113. Резяпов К. І. Сучасний стан фондового ринку України. Економіка, управління, фінанси: проблеми та перспективи розвитку: збірник матеріалів всеукраїнської науково-практичної конференції. Київ: ГО «Київський економічний науковий центр». 2018. С.11-16.

114. Резяпов К. І. Пріоритетні напрями державної політики розвитку фондового ринку в контексті забезпечення макроекономічної стабільності. Сучасні наукові погляди на економічні механізми стимулювання соціально-економічного розвитку: матеріали доповідей Міжнародної науково-практичної конференції. Ужгород: Ужгородський національний університет. 2019. Ч. 1. С.62-66.

115. Резяпов К. І. Перспективи використання облігаційного сегменту фондового ринку України в процесі макроекономічної стабілізації. Проблемы та перспективи розвитку економіки освіти регіону: збірник тез доповідей на XIV Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції аспірантів, молодих учених та науковців. Кременчук Кременчуцький інститут ВНЗ «Університет імені Альфреда Нобеля. 2019. С. 113-115.

116. Руда О. Л. Функціонування фондового ринку України, проблеми та перспективи розвитку // Миколаївський національний університет імені В.О. Сухомлинського, *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2015. № 6. С. 794-798.

117. Рудой В. Світовий досвід діяльності інституційних інвесторів та його реалізація на фондовому ринку України. *Науковий вісник Національного університету ДПС України (економіка, право)*. 2013. № 3(62). С. 133.



118. Сакс Д., Ларрен Ф. Макроэкономика. Глобальный подход. М.: Дело. 1996. 848 с.
119. Скоробогатов А. Фондовый рынок, институциональная структура и проблема стабильности капиталистической экономики. *Вопросы экономики*. 2006. №12. С. 80-97.
120. Словник української мови : [в 11 т.] / АН Української РСР, Ін-т мовознав. ім. О. О. Потебні ; редкол.: І. К. Білодід (голова) [та ін.]. Київ : Наук. Думка. 1970 - 1980. Т. 8 : Природа-Ряхтливий / ред. тому: В. О. Винник [та ін.]. 1977. 927 с.
121. Смагін В. Проблеми регулювання фінансового ринку в контексті структурних трансформацій. *Ринок цінних паперів України*. 2008. № 7/8. С. 45-50.
122. Стадницька О. М. Наукове узагальнення державного регулювання ринку цінних паперів у зарубіжних країнах як досвід для України. *Науковий вісник Херсонського державного університету*. 2015. № 15. С. 54–56.
123. Стельмашук А. М. Державне регулювання економіки : навчальний посібник. Тернопіль : ТАНГ. 2000. 315 с.
124. Столярова А.А., Шахназарян Г. Э. Анализ мировой практики развития финансового образования и повышения финансовой грамотности населения. *Финансы и кредит*. 2010. № 34 (418). С. 72-78.
125. Стрижиченко К. А. Державне регулювання фінансового ринку в умовах нової економіки: монографія. Бердянськ: ФОП Ткачук О.В. 2013. 352 с.
126. Тараканов С. И. Возможности управлени рисками на фондовом рынке в условиях нестабильной экономики. *Финансовый журнал*. 2012. № 4. С. 109-114.
127. Татарінов В. С., Резяпов К. І. Приватизація і стан фондового ринку України. *Європейський вектор економічного розвитку*. 2017. № 2 (23). С. 78-88.

128. Тесля П. Н., Плотникова И. В. Денежно-кредитная и финансовая политика государства: учеб. пособие. М.: ИНФРА-М. 2011. 174 с.
129. Тьюлз Р., Бредли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок: унив. учеб. 6-е изд. М.: ИНФРА. 2000. 648 с.
130. Український Інститут Соціальних Досліджень. URL: <http://uisr.org.ua>. (дата звернення 11.12.2019)
131. У НБУ підраховали, скільки у населення на руках готівкових гривень. URL: <https://www.unian.ua/economics/finance/10422039-u-nbu-pidrahuvati-skilki-u-naselennya-na-rukah-gotivkovih-griven.html> (дата звернення 18.09.2020)
132. Уманців Ю. М., Міняйло О. І. Механізм економічної політики: навчальний посібник. Івано-Франківськ: Місто НВ. 2010. 436 с.
133. Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та перспективи розвитку: монографія [В. Опарін, В. Федосов, С. Львовчкін та ін. ] ; за заг ред. В. Опаріна, В. Федосова. К.: КНЕУ. 2016. С. 52-53.
134. Фондовый рынок: навч. посіб. За ред. В. М. Діденка; Буков. держ. фін. акад. Чернівці: Наші книги. 2010. 619 с.
135. Ходов Л. Г. Основы государственной экономической политики: учебник. М.: Изд-во БЭК. 2007. 332 с.
136. Хорев А. И., Совик Л. Е., Леонтьева Е. В. Рынок ценных бумаг: учеб. пособие. Воронеж. гос. ун-т инж. технол. Воронеж. ВГУИТ. 2014. 204 с.
137. Хромаєв Т. Європейські правила на фінансовому ринку. НКЦПФР. 2017. URL: [https://www.nssmc.gov.ua/press/news/timur\\_khromaehv\\_ehvropejski\\_pravila\\_na\\_fi\\_nansovomu\\_rinku](https://www.nssmc.gov.ua/press/news/timur_khromaehv_ehvropejski_pravila_na_fi_nansovomu_rinku) (дата звернення 16.05.2020)
138. Чуницька І. І. Методологічна платформа стратегічного розвитку фінансового ринку. *Економічна система України в умовах глобалізаційних викликів ХХІ століття*: збірник матеріалів доповідей Міжнародної науково-

практичної конференції м. Чернівці, 10 квітня 2018 р. Буковинський центр економічної освіти та бізнесу. 2018. С. 119-122.

139. Шкодiна I. В. Самоорганiзацiя фондового ринку в умовах глобальної невизначеностi: монографiя. К.: УБС НБУ. 2013. 406 с.

140. Яковенко Г. С. Фондовий ринок: сучасний стан та перспективи розвитку. *Магістеріум. Економічні студії*. 2014. Вип. 56. С. 105-108. URL: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Magisterium\\_ek\\_2014\\_56\\_30](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Magisterium_ek_2014_56_30) (дата звернення 19.07.2020)

141. Якубовський С. О. Финансовая устойчивость стран Европейского Союза в условиях мирового экономического кризиса: опыт для Украины. *Актуальные проблемы экономики и менеджмента: теория, инновации и современная практика: монография. Книга вторая. X*. 2014.

142. Andolfatto David, Li Li. Quantitative Easing in Japan: Past and Present. Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Synopses, 2014. № 1, Jan. 10, 2014. URL: <http://research.stlouisfed.org/publications/es/article/10024>

143. Auer R. A., Borio C., Filardo A. The Globalisation of Inflation: The Growing Importance of Global Value Chains. BIS Working Paper 602, Bank for International Settlements, Basel, 2017.

144. Auer R. A., Levchenko A., Sauré P. International Inflation Spillovers through Input Linkages. NBER Working Paper 23246. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, 2017.

145. Auer Raphael, Fischer Andreas. Globalisation's impact on inflation in the European Union. 05 December 2010. URL: <https://voxeu.org/article/globalisation-s-impact-inflation-european-union>

146. Bianchi F., A. Civelli. 2015. Globalization and Inflation: Evidence from a Time Varying VAR. *Review of Economic Dynamics* 18 (2): 406-33

147. Blomstrom M., Kokko A. Foreign Direct Investment: Firm and Host Countries Strategies, MacMillan. (2000) *The Economics of Foreign Direct Investment Incentives*. NBER Working Paper, 9489. URL:

[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=379960](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=379960) (дата звернення: 12.09.2020)

148. Branstetter Lee and Sichel Daniel. The Case for an American Productivity Revival, Peterson Institute of International Economics, June 2017.

URL: <https://www.piie.com/system/files/documents/pb17-26.pdf>

149. Cecchetti Stephen, Schoenholtz Kim. Financing intangible capital. 22 February 2018. URL: <https://voxeu.org/article/financing-intangible-capital>

150. Ciccarelli M., Mojon B. 2010. Global Inflation. Review of Economics and Statistics 92 (3): 524-35

151. Clarida R., Gali J., Gertler M. 2002. A Simple Framework for International Monetary Policy Analysis. Journal of Monetary Economics 49 (5): 879-904.

152. Consumption vs. Investments for stimulating economic growth and employment in the CEE Countries – a panel analysis. Journal Economic Research - Ekonomska Istraživanja Volume 32, 2019. Issue 1 Pages 2329-2353. Режим доступу: URL: [https://www.tandfonline.com/author/Radulescu%2C+Magdalena Radulescu, Luminita Serbanescu & Crenguta Ileana Sinisi](https://www.tandfonline.com/author/Radulescu%2C+Magdalena+Radulescu,+Luminita+Serbanescu+%26+Crenguta+Ileana+Sinisi) (дата звернення 20.09.2020)

153. Eickmeie S., Pijnenburg K. 2013. The Global Dimension of Inflation: Evidence from Factor-Augmented Phillips Curves. Oxford Bulletin of Economics and Statistics 75 (1): 103-22 Carney, M. 2015.

154. Forbes Kristin. Inflation Dynamics: Dead, Dormant, or Determined Abroad? NBER Working Paper No. 26496. Issued in November 2019. URL: <https://www.nber.org/papers/w26496>

155. Ha Jongrim, Kose M. Ayhan, Ohnsorge Franziska, Global Inflation Synchronization (March 7, 2019). World Bank Policy Research Working Paper № 8768. URL: <https://ssrn.com/abstract=3348771>

156. Hakkio C. S. 2009. Global Inflation Dynamics. Research Working Papers 09-01, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City, MO.

157. Henriksen E. R., Kydland F. E., Šustek R.. 2013. Globally Correlated Nominal Fluctuations. *Journal of Monetary Economics* 60 (6): 613-31.
158. How Is Inflation Affected by Globalisation? Remarks by the Governor of the Bank of England, World Economic Forum, Jackson Hole, WY, August 29.
159. Jensen Michael C. The Economic Case for Private Equity. Harvard Business School Centennial Conference on Private Equity, New York, Feb. 13, 2007.
160. Kaplan S.N., Schoar A. Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows, *The Journal of Finance*, 2005, Vol. 60(4), pp. 1791-1823.
161. Karagedikli Ö., Mumtaz H., Tanaka M. 2010. All Together Now: Do International Factors Explain Relative Price Comovements? Working Paper 381, Bank of England, London
162. Lautier Marc, Moreaub François. Domestic Investment And FDI In Developing Countries: The Missing Link *Journal Of Economic Development* Volume 37, Number 3, September 2012. URL: <http://www.jed.or.kr/full-text/37-3/1.pdf> (дата звернення: 12.09.2020)
163. Mishra P. K. Dynamics of the relationship between real consumption expenditure and economic growth in India. *Indian Journal of Economics & Business*, 2011, 10(4), 541–551. URL: [https://www.researchgate.net/publication/280324687\\_Dynamics\\_of\\_the\\_Relation\\_between\\_Real\\_Consumption\\_Expenditure\\_and\\_Economic\\_Growth\\_in\\_India](https://www.researchgate.net/publication/280324687_Dynamics_of_the_Relation_between_Real_Consumption_Expenditure_and_Economic_Growth_in_India) (дата звернення 20.09.2020)
164. Regional Economic Prospects in the EBRD Regions, Stalling engines of growth, EBRD, November 2019.
165. Rogoff K. 2003. Globalization and Global Disinflation. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review* 88 (4): 45.
166. Szkorupova S. Relationship between foreign direct investment and domestic investment in selected countries of central and Eastern Europe. *Procedia Economics and Finance*, Volume 23, 2015, Pages 1017-1022. doi:10.1016/S2212-

5671(15)00350-0. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212567115003500> (дата звернення: 18.09.2020)

167. Tatarinov V., Reziarov K. Factors of influence and prospects for the development of the ukrainian stock market. *European Journal of Economics and Management Sciences*. 2019. №2. Vienna. С. 71-78.

## **ДОДАТКИ**

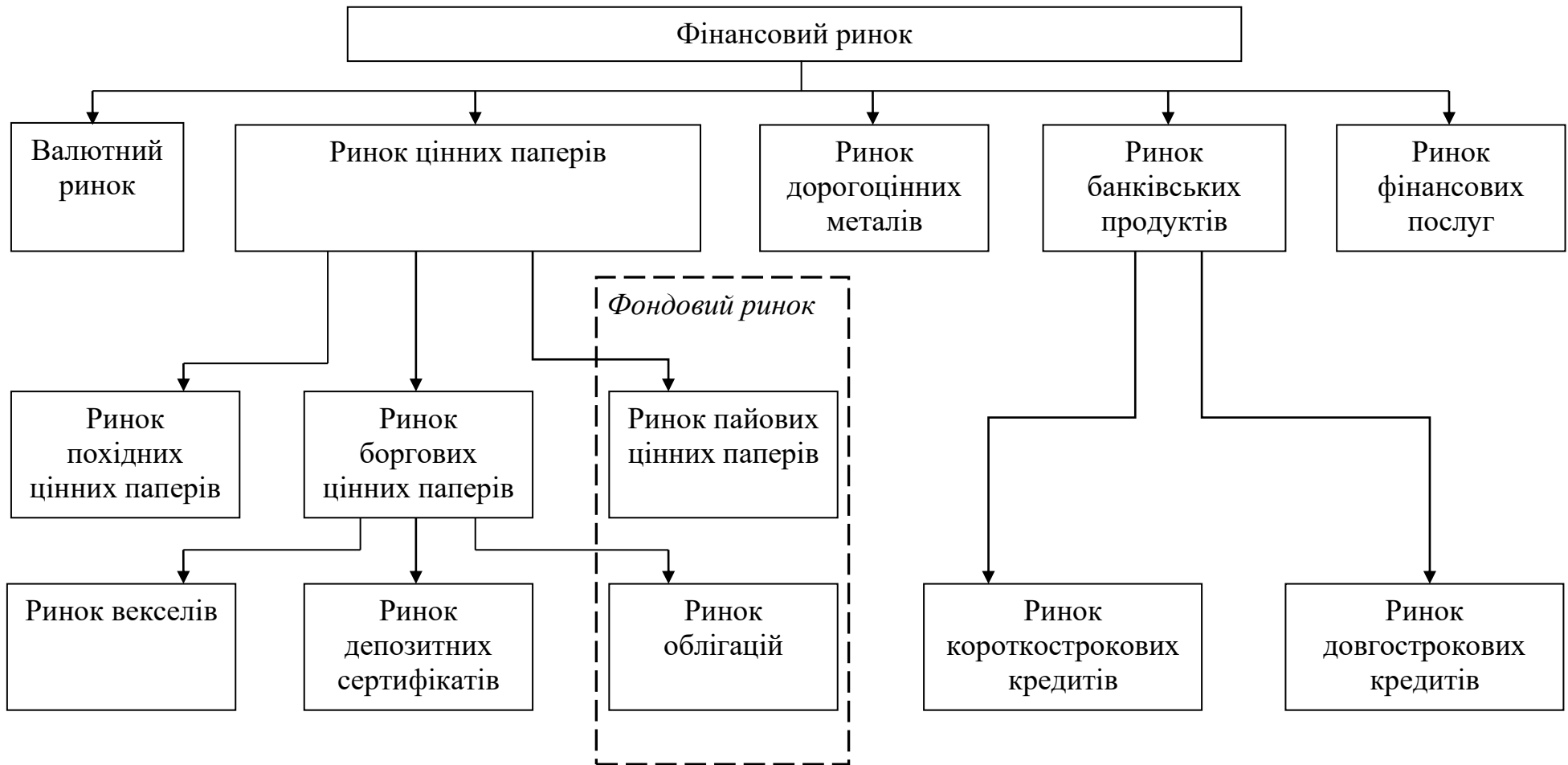


Рис. А.1. Місце фондового ринку у загальній структурі фінансового ринку

Джерело: складено автором за [33; 48; 69; 73; 78]



**Обсяг біржових контрактів з фінансовими інструментами  
у 2019 році (млн грн) [168]**

Період	Акції	Облігації підприємств	Державні облігації України	Облігації місцевої позики	Інвестиційні сертифікати	Деривативи	Іпотечні облігації	Ощадні (деPOSITні) сертифікати	Опціонні сертифікати	Усього*
Січень	2003,46	2707,48	37428,99	2,22	272,30	1108,82	0,27	0,00	0,00	43 523,54
Лютий	676,47	1 463,85	41 984,87	3,37	48,76	1 040,02	0,26	0,00	1,91	45 219,53
Березень	1 078,41	1 692,93	17 086,07	16,22	888,70	1 033,72	0,36	0,00	3,59	21 799,99
Квітень	2 087,22	1 992,36	15 769,96	4,54	263,53	966,30	4,50	0,00	0,99	21 089,38
Травень	1 377,07	1 660,41	43 759,01	2,61	93,32	749,02	0,23	0,00	1,52	47 643,17
Червень	1 084,21	4 205,67	30 285,12	6,80	310,05	760,77	0,00	0,00	0,00	36 661,03
Липень	1 462,24	2 584,41	29 551,24	2,80	92,19	127,98	0,00	1 000,26	12,03	34 833,15
Серпень	1 355,43	5 510,69	120 894,80	2,97	180,96	591,39	0,00	0,00	22,30	128 558,54
Вересень	3 439,70	2 432,10	86 141,52	523,09	399,94	1 041,78	0,00	0,00	8,23	93 986,36
Жовтень	4 617,77	3 656,44	50 557,72	9,70	489,45	640,62	0,00	0,00	9,94	59 981,65
Листопад	4 597,16	3 081,10	34 950,37	2,38	323,07	787,94	0,00	0,00	41,43	43 783,46
Грудень	2 817,96	2 816,94	44 881,67	3,59	889,95	763,10	0,00	0,00	176,36	52 349,58
Усього	26 597,10	33 804,38	553 291,34	580,31	4 252,21	9 611,45	5,61	1 000,26	286,71	629 429,38

**Обсяг біржових контрактів на організаторах торгів за видами ринку  
у 2019 році, млн грн [168]**

Організатор торгівлі	Первинний ринок			Усього на первинному ринку	Вторинний ринок					Усього на вторинному ринку	Усього
	Строковий ринок	Ринок приватизації	Спотовий ринок		Ринок РЕПО	Строковий ринок	Спотовий ринок	Ринок приватизації	Ринок цінних паперів, на які звернено стягнення		
УФБ	0,00	0,00	225,46	225,46	0,00	0,00	237,23	0,00	0,39	237,62	463,08
КМФБ	0,00	0,00	2531,91	2 531,91	0,00	0,00	7423,57	0,13	0,00	7 423,71	9 955,61
ІНДЕКС	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	27,32	0,00	0,00	27,32	27,32
ПФБ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,28	0,00	12739,01	0,00	0,00	12739,29	12739,29
УМВБ	2,52	255,07	0,00	257,59	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	257,59
УМФБ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	118,66	0,10	0,00	118,76	118,76
СЄФБ	0,00	112,73	1085,35	1 198,08	0,00	0,00	51,31	0,00	0,00	51,31	1 249,38
ПФТС	0,00	0,00	15173,5	15173,45	675,03	0,00	84025,32	36,44	0,00	84736,78	99910,23
Перспектива	0,00	0,00	1 090,09	1 090,09	75975,48	8200,62	410837,8	0,00	0,00	495013,87	496103,96
УБ	0,00	0,00	208,21	208,21	4 593,31	1404,84	2 397,53	0,00	0,26	8 395,94	8 604,15
Усього	2,52	367,79	20314,46	20684,77	81244,10	9 605,46	517857,71	36,67	0,66	608744,60	629429,38

Структура зовнішньої торгівлі України у розрізі країн – торговельних партнерів у 2019 р.

Країна	Експорт		Імпорт	
	Абсолютна величина	Питома вага у загальному обсязі,%	Абсолютна величина	Питома вага у загальному обсязі,%
<b>Усього</b>	<b>50054605,8</b>	<b>100</b>	<b>60800173,1</b>	<b>100</b>
у тому числі				
Австралія	43474,7	0,09	99549,6	0,16
Австрія	598319,5	1,2	657000,3	1,08
Азербайджан	400548,6	0,8	379221,9	0,62
Албанія	22753,2	0,05	2787	0
Алжир	584263,8	1,17	13426	0,02
Ангола	20013,8	0,04	251,1	0
Аргентина	5793,7	0,01	55753,5	0,09
Афганістан	3419,9	0,01	145,5	0
Багамські Острови	13829,5	0,03	3,7	0
Бангладеш	442728,3	0,88	96374	0,16
Бахрейн	12390,7	0,02	317,5	0
Беліз	1146,6	0	1244,8	0
Бельгія	680704,4	1,36	549463	0,9
Бенін	32990,4	0,07	3,9	0
Білорусь	1549840,8	3,1	3751922,9	6,17
Болгарія	482168,2	0,96	459341,9	0,76
Болівія	330,5	0	882,9	0
Боснія і Герцеговина	20938	0,04	13838,8	0,02
Ботсвана	1268,5	0	1942	0
Бразилія	73957,9	0,15	218259,3	0,36
Британські Віргінські Острови	14701,1	0,03	20,9	0
Буркіна-Фасо	17564,4	0,04	28,9	0
Бурунді	53,6	0	608,8	0
Венесуела	10254,8	0,02	520	0
В'єтнам	95457,7	0,19	430485,9	0,71
Вірменія	131148	0,26	20098,4	0,03
Габон	9859,3	0,02	5,2	0
Гаїті	4757,4	0,01	33,8	0
Гамбія	27610,8	0,06	0,4	0
Гана	79465,8	0,16	197768,1	0,33
Гаяна	2279,6	0	89070,9	0,15
Гватемала	9612,1	0,02	32995,2	0,05
Гвінея	12678,8	0,03	118507,6	0,19
Гондурас	51,5	0	6492,4	0,01
Гонконг	62793,5	0,13	87692,7	0,14
Гренландія	5,1	0	9510,7	0,02
Греція	274211,5	0,55	311635,1	0,51
Грузія	392560,4	0,78	182036,3	0,3
Данія	254684,7	0,51	274188,2	0,45
Демократична Республіка Конго	17440,8	0,03	3078,5	0,01
Держава Палестина	27293,5	0,05	13,2	0
Джибуті	38498,6	0,08	62,7	0
Домініканська Республіка	2639	0,01	5677,9	0,01
Екватор	5254,5	0,01	86527,2	0,14
Екваторіальна Гвінея	4039,2	0,01	0	0
Еритрея	1496,3	0	0	0
Естонія	139859,9	0,28	144388,1	0,24
Ефіопія	170326,4	0,34	4234,6	0,01
Єгипет	2254076,7	4,5	113149,5	0,19
Ємен	136715	0,27	2044,2	0
Замбія	3157,5	0,01	2090,9	0
Зімбабве	50,4	0	3694,8	0,01
Ізраїль	620091,9	1,24	206739,2	0,34

Країна	Експорт		Імпорт	
	Абсолютна величина	Питома вага у загальному обсязі, %	Абсолютна величина	Питома вага у загальному обсязі, %
Індія	2024052,4	4,04	741400,5	1,22
Індонезія	735198,3	1,47	295818,2	0,49
Ірак	584387,6	1,17	60,7	0
Іран	214727,4	0,43	48956,2	0,08
Ірландія	153235,2	0,31	169564,7	0,28
Ісландія	993,9	0	94539,5	0,16
Іспанія	1500801,3	3	844213,8	1,39
Італія	2418875,4	4,83	2074753,7	3,41
Йорданія	167947	0,34	19669,8	0,03
Казахстан	367046,6	0,73	450389,7	0,74
Камбоджа	1619,9	0	25425,1	0,04
Камерун	32717,6	0,07	789,2	0
Канада	85510,4	0,17	194734	0,32
Катар	74908,6	0,15	7346,4	0,01
Кенія	69251,6	0,14	9386,5	0,02
Киргизстан	37683,1	0,08	2008,4	0
Китай	3593093,9	7,18	9204805	15,14
Кіпр	43043,5	0,09	23165	0,04
Колумбія	31385	0,06	81191,4	0,13
Комори	724	0	75,2	0
Конго	8370	0,02	58,5	0
Коста-Рика	52509,2	0,1	54306,4	0,09
Кот-Д'Івуар	47745,9	0,1	72286,9	0,12
Куба	5088	0,01	1299,3	0
Кувейт	34694,5	0,07	8055,9	0,01
Лаос	725,9	0	698,5	0
Латвія	300080,9	0,6	166467	0,27
Литва	410796,4	0,82	1144499,2	1,88
Ліберія	7802,6	0,02	56,8	0
Ліван	372125	0,74	3144,8	0,01
Лівія	316891,2	0,63	3115,7	0,01
Ліхтенштейн	52,2	0	632,2	0
Люксембург	20179	0,04	53130,7	0,09
Маврикій	1996,3	0	726,6	0
Мавританія	44447,1	0,09	4781,7	0,01
Мадагаскар	2370,8	0	1087,3	0
Малаві	1116,2	0	37908,3	0,06
Малайзія	181606,2	0,36	230331,3	0,38
Малі	16314,4	0,03	311,4	0
Мальдіви	2995,4	0,01	87,7	0
Мальта	41427,2	0,08	5220	0,01
Марокко	294070,2	0,59	100549,7	0,17
Маршаллові Острови	3597,5	0,01	185,6	0
Мексика	128973,3	0,26	179675,7	0,3
Мозамбік	12594,4	0,03	7932,4	0,01
Монголія	26123,7	0,05	737,6	0
М'янма	42951,8	0,09	14638,6	0,02
Намібія	737,7	0	198,2	0
Непал	14726	0,03	123	0
Нігер	1505,2	0	5,6	0
Нігерія	160442,5	0,32	3040,7	0,01
Нідерланди	1848424,7	3,69	765085,6	1,26
Нікарагуа	178,4	0	10035,8	0,02
Німеччина	2383003,1	4,76	5986873,6	9,85
Нова Зеландія	9421,7	0,02	16583,6	0,03
Нова Каледонія	1759,1	0	0,1	0
Норвегія	26902,4	0,05	265189	0,44
Танзанія	19788	0,04	7871,8	0,01
Об'єднані Арабські Емірати	525937,3	1,05	80544,8	0,13
Оман	79458,4	0,16	9644,8	0,02
Пакистан	62977,3	0,13	77702,9	0,13
Панама	5123,1	0,01	4990,3	0,01
Папуа-Нова Гвінея	546,8	0	322,1	0
Парагвай	635,1	0	189	0

Країна	Експорт		Імпорт	
	Абсолютна величина	Питома вага у загальному обсязі,%	Абсолютна величина	Питома вага у загальному обсязі,%
Перу	22430	0,04	15091,6	0,02
Південна Африка	44376,9	0,09	78675,6	0,13
Південний Судан	2647,8	0,01	12,9	0
Північна Македонія	46334,1	0,09	16523,9	0,03
Польща	3295846,6	6,58	4109083,2	6,76
Португалія	282174,2	0,56	74806,3	0,12
Пуерто-Рико	1142,4	0	4503,1	0,01
Республіка Корея	375868,3	0,75	455935,2	0,75
Республіка Молдова	726568,7	1,45	91250,6	0,15
Реюньон	3559,3	0,01	7	0
Російська Федерація	3242815,8	6,48	6985013,5	11,49
Руанда	2662	0,01	314,8	0
Румунія	1005591,3	2,01	645529,3	1,06
Сальвадор	485,6	0	1189,1	0
Сан-Марино	1805	0	1126,6	0
Саудівська Аравія	744390,1	1,49	174913,4	0,29
Сейшельські Острови	1673,2	0	494,8	0
Сенегал	117121,1	0,23	1772,2	0
Сент-Кітс і Невіс	639	0	22,7	0
Сербія	257426	0,51	173709,1	0,29
Сингапур	188523,8	0,38	38338,1	0,06
Сирія	4020,8	0,01	2312,5	0
Словаччина	709620,1	1,42	651805,4	1,07
Словенія	38945,3	0,08	245038,8	0,4
Сомалі	12786,7	0,03	869,4	0
Сполучене Королівство Великої Британії та Північної Ірландії	628087,7	1,25	769910,5	1,27
Судан	55093,9	0,11	1157,6	0
Суринам	3903	0,01	274,7	0
США	978635,3	1,96	3284435,8	5,4
Сьєрра-Леоне	5438,7	0,01	82,4	0
Таджикистан	27723,3	0,06	1323,7	0
Таїланд	322114,9	0,64	217891,8	0,36
Тайвань	61216,5	0,12	248838,1	0,41
Того	25250,1	0,05	62,5	0
Тринідад і Тобаго	456,5	0	3874,7	0,01
Туніс	362586,5	0,72	18987,8	0,03
Туреччина	2619024,9	5,23	2355446,7	3,87
Туркменістан	54932	0,11	82964,6	0,14
Уганда	21495	0,04	7403,8	0,01
Угорщина	1562809,4	3,12	1251100,5	2,06
Узбекистан	215821,1	0,43	112740,8	0,19
Уругвай	351,9	0	6237,8	0,01
Фарерські Острови	-	-	14052	0,02
Філіппіни	206940,3	0,41	52599	0,09
Фінляндія	46178,7	0,09	275264,6	0,45
Фолклендські (Мальвінські) Острови	-	-	809,2	0
Франція	596505,8	1,19	1652665,3	2,72
Хорватія	37197,4	0,07	52505,4	0,09
Центральноафриканська Республіка	788,2	0	0,6	0
Чад	1446,5	0	0,1	0
Чехія	920901,6	1,84	1165526,6	1,92
Чилі	5056,2	0,01	46788,1	0,08
Чорногорія	7184	0,01	9804,7	0,02
Швейцарія	127646,4	0,26	1592098,2	2,62
Швеція	77068,7	0,15	489042	0,8
Шри-Ланка	62352,2	0,12	38071,2	0,06
Японія	249944	0,5	962896,3	1,58

Джерело: складено автором за [35]

Таблиця Д.1

## Індекси споживчих цін у 1991-2019 рр. (до попереднього місяця), %

	Січень	Лютий	Березень	Квітень	Травень	Червень	Липень	Серпень	Вересень	Жовтень	Листопад	Грудень	За рік <sup>1</sup>
1991	...	...	...	...	...	...	...	104,0	104,5	105,9	116,5	124,6	<b>390,0</b>
1992	385,2	115,3	112,1	107,6	114,4	126,5	122,1	108,3	110,6	112,4	122,0	135,1	<b>2100,0</b>
1993	173,2	128,8	122,1	123,6	127,6	171,7	137,6	121,7	180,3	166,1	145,3	190,8	<b>10256,0</b>
1994	119,2	112,6	105,7	106,0	105,2	103,9	102,1	102,6	107,3	122,6	172,3	128,4	<b>501,0</b>
1995	121,2	118,1	111,4	105,8	104,6	104,8	105,2	104,6	114,2	109,1	106,2	104,6	<b>281,7</b>
1996	109,4	107,4	103,0	102,4	100,7	100,1	100,1	105,7	102,0	101,5	101,2	100,9	<b>139,7</b>
1997	102,2	101,2	100,1	100,8	100,8	100,1	100,1	100,0	101,2	100,9	100,9	101,4	<b>110,1</b>
1998	101,3	100,2	100,2	101,3	100,0	100,0	99,1	100,2	103,8	106,2	103,0	103,3	<b>120,0</b>
1999	101,5	101,0	101,0	102,3	102,4	100,1	99,0	101,0	101,4	101,1	102,9	104,1	<b>119,2</b>
2000	104,6	103,3	102,0	101,7	102,1	103,7	99,9	100,0	102,6	101,4	100,4	101,6	<b>125,8</b>
2001	101,5	100,6	100,6	101,5	100,4	100,6	98,3	99,8	100,4	100,2	100,5	101,6	<b>106,1</b>
2002	101,0	98,6	99,3	101,4	99,7	98,2	98,5	99,8	100,2	100,7	100,7	101,4	<b>99,4</b>
2003	101,5	101,1	101,1	100,7	100,0	100,1	99,9	98,3	100,6	101,3	101,9	101,5	<b>108,2</b>
2004	101,4	100,4	100,4	100,7	100,7	100,7	100,0	99,9	101,3	102,2	101,6	102,4	<b>112,3</b>
2005	101,7	101,0	101,6	100,7	100,6	100,6	100,3	100,0	100,4	100,9	101,2	100,9	<b>110,3</b>
2006	101,2	101,8	99,7	99,6	100,5	100,1	100,9	100,0	102,0	102,6	101,8	100,9	<b>111,6</b>
2007	100,5	100,6	100,2	100,0	100,6	102,2	101,4	100,6	102,2	102,9	102,2	102,1	<b>116,6</b>
2008	102,9	102,7	103,8	103,1	101,3	100,8	99,5	99,9	101,1	101,7	101,5	102,1	<b>122,3</b>
2009	102,9	101,5	101,4	100,9	100,5	101,1	99,9	99,8	100,8	100,9	101,1	100,9	<b>112,3</b>
2010	101,8	101,9	100,9	99,7	99,4	99,6	99,8	101,2	102,9	100,5	100,3	100,8	<b>109,1</b>
2011	101,0	100,9	101,4	101,3	100,8	100,4	98,7	99,6	100,1	100,0	100,1	100,2	<b>104,6</b>
2012	100,2	100,2	100,3	100,0	99,7	99,7	99,8	99,7	100,1	100,0	99,9	100,2	<b>99,8</b>
2013	100,2	99,9	100,0	100,0	100,1	100,0	99,9	99,3	100,0	100,4	100,2	100,5	<b>100,5</b>
2014 <sup>2</sup>	100,2	100,6	102,2	103,3	103,8	101,0	100,4	100,8	102,9	102,4	101,9	103,0	<b>124,9</b>
2015 <sup>3</sup>	103,1	105,3	110,8	114,0	102,2	100,4	99,0	99,2	102,3	98,7	102,0	100,7	<b>143,3</b>
2016 <sup>3</sup>	100,9	99,6	101,0	103,5	100,1	99,8	99,9	99,7	101,8	102,8	101,8	100,9	<b>112,4</b>
2017 <sup>3</sup>	101,1	101,0	101,8	100,9	101,3	101,6	100,2	99,9	102,0	101,2	100,9	101,0	<b>113,7</b>
2018 <sup>3</sup>	101,5	100,9	101,1	100,8	100,0	100,0	99,3	100,0	101,9	101,7	101,4	100,8	<b>109,8</b>
2019 <sup>3</sup>	101,0	100,5	100,9	101,0	100,7	99,5	99,4	99,7	100,7	100,7	100,1	99,8	<b>104,1</b>
2020 <sup>3</sup>	100,2	99,7	100,8	100,8	100,3	100,2	99,4	99,8					

<sup>1</sup> Грудень до грудня попереднього року.

<sup>2</sup> Дані наведено без урахування тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим і м. Севастополя.

<sup>3</sup> Дані наведено без урахування тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим, м. Севастополя та частини тимчасово окупованих територій у Донецькій та Луганській областях.

Джерело: складено автором за [30]

**СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА**

*Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації*

*Статті у наукових фахових виданнях України, внесених до міжнародних наукометричних баз, та у періодичних наукових виданнях інших держав*

1. Татарінов В.С., Резяпов К.І. Приватизація і стан фондового ринку України. *Європейський вектор економічного розвитку*. 2017. № 2 (23). С. 78–88<sup>4</sup>. *Особистий внесок автора полягає в розробці теоретичного підходу до оцінки стану фондового ринку України.*

2. Гноєвий В.Г., Резяпов К.І. Пріоритетні напрями державної політики розвитку фондового ринку в контексті забезпечення макроекономічної стабільності. *Інтелект XXI*. 2019. № 1 (55). С. 80–85<sup>5</sup>. *Особистий внесок автора полягає в розробці наукового обґрунтування напрямів регулювання фондового ринку.*

3. Кришан О.Ф., Резяпов К.І. Передумови та перспективи використання потенціалу облігаційного сегменту фондового ринку як джерела інвестиційних ресурсів. *Бізнес-навігатор*. 2018. №5(48). С. 39–44<sup>6</sup>. *Особистий внесок автора полягає в розробці практичних рекомендацій щодо перспектив використання боргового сегмента фондового ринку.*

4. Tatarinov V., Reziapov K. Factors of influence and prospects for the development of the ukrainian stock market. *European Journal of Economics and Management Sciences*. Austria. 2019. №2. С. 71–78. *Особистий внесок автора полягає у формуванні наукового підходу, щодо визначення факторів впливу на розвиток фондового ринку.*

*Статті у наукових фахових виданнях України*

5. Гноєвий В.Г., Резяпов К.І. Роль фондового ринку у інфраструктурному забезпеченні функціонування ринкової економічної системи. *Східна Європа: економіка бізнес та управління*. 2018. № 5 (16). С. 228–234. *Особистий внесок автора полягає в розробці методичного підходу щодо визначення ролі фондового ринку в загальній економічній системі держави.*

6. Резяпов К.І. Проблеми мегарегулювання фінансового ринку України. *Інфраструктура ринку*. 2019. № 28. URL: <http://www.market-infr/od.ua/uk/28-2019>.

<sup>4</sup> Міжнародні наукометричні бази: DOAJ, Index Copernicus, Google Scholar, Ulrich's Periodicals Directory.

<sup>5</sup> Міжнародна наукометрична база: Index Copernicus..

<sup>6</sup> Міжнародна наукометрична база: Index Copernicus.

*Публікації, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації*

7. Резяпов К.І. Вплив процесу приватизації в Україні на стан вітчизняного фондового ринку. XII Міжнародна науково-практична інтернет-конференція аспірантів, молодих учених та науковців «Проблеми та перспективи розвитку економіки освіти регіону»: тези доповідей. Кременчук: Кременчуцький інститут ВНЗ «Університет імені Альфреда Нобеля, 2017. С. 210–213.

8. Резяпов К.І. Державна економічна політика як комплекс заходів макроекономічного регулювання. Моделювання та прогнозування соціально-економічного міжнародного співробітництва: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції. Київ: Таврійський національний університет імені В.І. Вернадського, 2017. С. 28–30.

9. Резяпов К.И. Влияние государственного регулирования экономики на перспективы развития фондового рынка Украины в контексте активизации инвестиционной деятельности. XIII Міжнародна науково-практична інтернет-конференція аспірантів, молодих учених та науковців «Проблеми та перспективи розвитку економіки освіти регіону»: тези доповідей. Кременчук: Кременчуцький інститут ВНЗ «Університет імені Альфреда Нобеля, 2018. С. 216–219.

10. Резяпов К.І. Сучасний стан фондового ринку України. Економіка, управління, фінанси: проблеми та перспективи розвитку: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції. Київ: ГО «Київський економічний науковий центр», 2018. С. 11–16.

11. Резяпов К.І. Пріоритетні напрями державної політики розвитку фондового ринку в контексті забезпечення макроекономічної стабільності. Сучасні наукові погляди на економічні механізми стимулювання соціально-економічного розвитку: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції. Ужгород: Ужгородський національний університет, 2019. Ч. 1. С. 62–66.

12. Резяпов К.І. Перспективи використання облігаційного сегменту фондового ринку України в процесі макроекономічної стабілізації. XIV Міжнародна науково-практична інтернет-конференція аспірантів, молодих учених та науковців «Проблеми та перспективи розвитку економіки освіти регіону»: тези доповідей. Кременчук: Кременчуцький інститут ВНЗ «Університет імені Альфреда Нобеля, 2019. С. 113–115.

## ДОВІДКИ ПРО ВПРОВАДЖЕННЯ


**укргазбанк**

ПОЛТАВСЬКА ОБЛАСНА ДИРЕКЦІЯ, МФО 320478

39600, м. Кременчук, проспект Л. Українки, 13Б. Відділення № 452/16



## ДОВІДКА

про впровадження

результатів дослідження

РЕЗЯПОВА КИРИЛА ІГОРОВИЧА

Результати дослідження РЕЗЯПОВА К.І. щодо регулювання інвестиційних процесів на фондовому ринку України та участі в цих процесах фондів банківського управління були апробовані в державному банку АБ «УКРГАЗБАНК» на протязі 2019-2020 рр. (Відділення № 452/16 м. Кременчук).

Запропоновані автором перспективні напрями розвитку фондів банківського управління в сфері залучення грошових ресурсів домашніх господарств в інвестиційні процеси на фондовому ринку, дозволять внести зміни до стратегічного плану розвитку відділення банку № 452/16 у м. Кременчук.

Рекомендації щодо перспективності створення та функціонування фондів банківського управління АБ «УКРГАЗБАНК» в м. Кременчук будуть враховані при плануванні діяльності відділення на період 2021-2025 роки.

 Начальник Відділення № 452/16  
 АБ «УКРГАЗБАНК»

Рокитний О.Ю.







Комунальне підприємство  
**«ІНСТИТУТ РОЗВИТКУ КРЕМЕНЧУКА»**  
 Кременчуцької міської ради Кременчуцького району Полтавської області  
 пр. Діка Дмитра Тимочка, буд. 4, м. Кременчук, 37605, тел.: (3536) 75-85-85, 75-85-86  
 E-mail: k20021developer@gmail.com, Web: www.kremenchukinstitute.com.ua, Код ЄДРПОУ 38252441

№ 164/18-A від 11.10.2018р

На № \_\_\_\_\_ від \_\_\_\_\_

За місцем вимоги

**ДОВІДКА**  
**про впровадження**  
**результатів дослідження**  
**РЕЗЯПОВА КИРИЛА ІГОРОВИЧА**

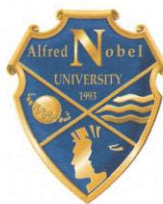
Видана Резяпову Кирилу Ігоровичу свідчить про те, що результати його дослідження за темою «Регулювання інвестиційних процесів на фондовому ринку України» мають практичну цінність та можуть бути використані для удосконалення роботи з інвестиційної діяльності органів місцевого самоврядування. Результати дослідження Резяпова К.І. були апробовані протягом 2019-2020 рр. на комунальному підприємстві «Інститут розвитку Кременчука» Кременчуцької міської ради Кременчуцького району Полтавської області під час розробки концепції залучення інвестиційних ресурсів домашніх господарств в інвестиційні проекти органів місцевого самоврядування та оцінки невідданого інвестиційного потенціалу домашніх господарств Кременчуцького регіону.

В.о. директора



Пакію Бедраникій

УНІВЕРСИТЕТ  
імені  
АЛЬФРЕДА НОБЕЛЯ



ALFRED NOBEL  
UNIVERSITY

вул. Січеславська Набережна, 18, м. Дніпро, Україна, 49000  
тел. +38 (056) 370-36-26, fax.: +38 (0562) 31-20-33  
e-mail: info@duan.edu.ua, duan.edu.ua

18, Sicheslavs'ka Naberezhna Str., Dnipro, 49000, Ukraine  
tel.: +38 (056) 370-36-26, fax.: +38 (0562) 31-20-33  
e-mail: info@duan.edu.ua, duan.edu.ua

№ 665/4 від 23.10.2020

**ДОВІДКА**  
**про впровадження результатів дисертаційного дослідження**  
**Резяпова Кирила Ігоровича**  
**на тему «Регулювання інвестиційних процесів на фондовому ринку України»**

Дисертаційне дослідження Резяпова К.І. виконувалося відповідно до плану науково-дослідних робіт Вищого навчального закладу «Університет імені Альфреда Нобеля» за темою: «Економіка України у нових геостратегічних реаліях: індивід, держава, суспільство» (номер державної реєстрації 0115U000063), в рамках якої автором модифіковано концептуальну схему розвитку фондового ринку з використанням інвестиційного потенціалу національних домашніх господарств.

Теоретичні положення та матеріали досліджень використовуються в освітньому процесі Університету імені Альфреда для розробки навчально-методичного забезпечення дисциплін «Інвестиційна діяльність», «Економічна теорія (Основи економічної науки)».

**ПРОРЕКТОР ІЗ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ  
ЯКОСТІ ВИЩОЇ ОСВІТИ**



**І.С. ШКУРА**

УНІВЕРСИТЕТ СЕРТИФІКОВАНО ТА АКРЕДИТОВАНО МІЖНАРОДНИМИ ОРГАНІЗАЦІЯМИ  
THE UNIVERSITY HAS BEEN CERTIFIED AND ACCREDITED BY INTERNATIONAL ORGANIZATIONS

