

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

ІСАЄВА ОЛЕНА ВОЛОДИМИРІВНА

УДК [336.76:336.13](477)(043.3)

**ОЦІНКА ДІЯЛЬНОСТІ ДЕРЖАВИ
НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Автореферат дисертації
на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Суми – 2014

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана у Державному вищому навчальному закладі “Українська академія банківської справи Національного банку України”.

Науковий керівник – доктор економічних наук, професор *Леонов Сергій Вячеславович*, Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”, проректор

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, доцент *Абакуменко Ольга Вікторівна*, Чернігівський національний технологічний університет, професор кафедри фінансової діяльності суб’єктів господарювання та державних установ;

кандидат економічних наук, *Діденко Оксана Миколаївна*, директор з питань роздрібного бізнесу Харківської обласної дирекції АТ «Райффайзен Банк Аваль».

Захист дисертації відбудеться «30» січня 2015 р. о 14.00 на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 55.081.01 у Державному вищому навчальному закладі “Українська академія банківської справи Національного банку України” за адресою: 40000, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57, зала засідань вченої ради.

З дисертацією можна ознайомитися у бібліотеці Державного вищого навчального закладу “Українська академія банківської справи Національного банку України” за адресою: 40000, м. Суми, вул. Покровська, 9/1.

Автореферат розісланий «___» грудня 2014 р.

Вчений секретар
спеціалізованої вченої ради,
доктор економічних наук, доцент

Т. Г. Савченко

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми дослідження. В умовах політико-економічної кризи в Україні першочерговим завданням держави стає відновлення макроекономічної стабільності, оздоровлення фінансового сектора та забезпечення збалансованого розвитку фінансового ринку (ФР). Про обмеженість механізмів саморегулювання ФР в умовах значної турбулентності та асиметрії інформації неодноразово наголошувалося як науковцями, так і на рівні міжурядових об'єднань та міжнародних фінансово-кредитних інституцій. Якщо провідна роль держави як регулятора ФР вже сьогодні не викликає сумнівів, то вектори та інструментарій її діяльності як покупця, продавця та посередника на цьому ринку все ще залишаються об'єктом дискусій. Все це обумовлює необхідність узгодження інтересів держави при виконанні комплексу функцій на ФР, формування науково обґрунтованої стратегії її діяльності на ньому та системного оцінювання можливостей та результатів реалізації цієї стратегії.

Фундаментальні засади оцінювання діяльності держави на ФР закладено в роботах зарубіжних вчених, серед яких: Дж. Стігліц (J. Stiglitz), У. Дас (U. Das), М. Квінтін (M. Quintyn), К. Ченард (K. Chenard), К. Слім (K. Sleem), Х. Мін (H. Min), Дж. Ферруччі (J. Ferrucci), І. Алексопулу (I. Alexopoulou), І. Бунда (I. Bunda), А. Феррандо (A. Ferrando), М. Чіхак (M. Cihak), А. Тіман (A. Tieman) та ін. Окремі аспекти досліджуваної проблеми відображені у роботах таких вітчизняних науковців, як О. В. Абакуменко, І. А. Белоусова, Т. А. Васильєва, Н. Г. Виговська, О. Д. Вовчак, О. М. Діденко, І. І. Д'яконова, Ф. О. Журавка, О. А. Кириченко, С. В. Леонов, Н. П. Лубкей, С. В. Онишко, В. П. Унінець-Ходаківська, В. М. Федосов, І. О. Школьник та ін.

Незважаючи на підвищений науковий інтерес до досліджень ролі та місця держави на ФР, відсутній комплексний підхід до оцінювання її діяльності на цьому ринку. Зокрема, потребують подальшого дослідження питання, пов'язані з обґрунтуванням сутності, форм та інструментарію фінансового посередництва держави на ФР; оцінювання якості державного регулювання ФР України та її впливу на стійкість розвитку його сегментів; прогнозування спреду доходності державних облігацій в Україні та визначення оптимального складу їх утримувачів (в контексті оцінювання діяльності держави як покупця на ФР); виявлення умов результативності державно-приватного партнерства (в контексті оцінювання діяльності держави як продавця на ФР). Таким чином, незавершеність процесу формування цілісного уявлення про механізми оцінювання результативності виконання державою її функцій на ФР обумовили актуальність дослідження, його мету, завдання та зміст.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Положення дисертації узгоджуються з пріоритетними напрямками наукових досліджень ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України”. Зокрема, до звіту за темою “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні” (номер держ. реєстрації 0103U006965) увійшли пропозиції щодо оцінювання впливу якості державного регулювання ФР на його стійкість; за темою “Реформування фінансової системи Украї-

ни в умовах євроінтеграційних процесів” (номер держ. реєстрації 0109U006782) – щодо обґрунтування факторів впливу на рівень спреду доходності державних облігацій на ФР України.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційного дослідження є удосконалення науково-методичних підходів до оцінки діяльності держави на фінансовому ринку України як продавця і покупця фінансових ресурсів, регулятора та фінансового посередника.

Відповідно до мети дисертаційного дослідження були сформовані та вирішені наступні завдання:

- дослідити еволюцію зміни наукових поглядів на роль держави на ФР;
- систематизувати практичний інструментарій реалізації державою функцій регулятора, покупця та продавця на ФР в Україні та інших країнах;
- обґрунтувати сутність фінансового посередництва держави на ФР, форми та інструментарій його реалізації, специфіку його державного регулювання;
- дослідити специфіку державного регулювання ФР України, перспективи запровадження мегарегулятора ФР щодо впливу на якість регулювання;
- розробити дворівневий підхід до оцінювання якості державного регулювання ФР України (в цілому та за окремими сегментами) з позиції відповідності діяльності регуляторів вимогам міжнародних стандартів;
- за допомогою кореляційно-регресійного аналізу оцінити вплив якості державного регулювання ФР України на стійкість розвитку його сегментів;
- розробити підхід до оцінювання спреду доходності державних облігацій як вартісної характеристики діяльності держави як покупця на ФР, що базується на методі головних компонент та враховує вітчизняну специфіку ФР та євроінтеграційний вектор розвитку національної економіки;
- обґрунтувати пропозиції щодо оптимізації структури утримувачів державних облігацій в Україні з урахуванням загроз боргової безпеки;
- дослідити вплив частки держави в структурі капітальних інвестицій на рівень соціально-економічного розвитку України;
- виявити найбільш релевантні фактори впливу на результативність діяльності держави на ФР як продавця фінансових ресурсів, зокрема – при реалізації проектів державно-приватного партнерства.

Об’єктом дослідження є економічні відносини з приводу розподілу і перерозподілу фінансових ресурсів між домогосподарствами, суб’єктами господарювання та державою на ФР.

Предметом дослідження є науково-методичне забезпечення оцінювання якісних та кількісних характеристик виконання державою функцій на ФР.

Методи дослідження. Теоретико-методологічною основою дисертаційного дослідження є фундаментальні положення економічної теорії, теорії фінансів, фінансового посередництва, грошей та кредиту, банківської справи, сучасні концепції державного регулювання ФР, державно-приватного партнерства, а також наукові праці, присвячені діяльності держави на ФР.

Для реалізації визначеної мети та поставлених завдань автором були використані наступні методи наукового дослідження: аналіз, синтез, наукова абстракція, порівняльний аналіз (при розгляді наукових підходів до визна-

чення функцій держави на ФР); логічне узагальнення, системно-структурний аналіз, групування (при систематизації форм діяльності держави на ФР як регулятора, покупця і продавця ресурсів, фінансового посередника); історико-логічний, експертних оцінок (при дослідженні еволюції підходів до ролі держави в економіці та ФР); економіко-математичне моделювання, кореляційно-регресійний та статистичний аналіз (при формалізації взаємозв'язку між якістю регуляторного управління на ФР та показниками його стійкості).

Інформаційно-фактологічну базу дисертації склали: закони України, нормативні акти Кабінету Міністрів України, постанови та аналітична інформація Національного банку України (НБУ), Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР); методичні рекомендації Базельського комітету з банківського нагляду, Групи 30, Міжнародної організації комісій з цінних паперів, Організації економічного співробітництва та розвитку, Міжнародної асоціації страхових наглядачів; статистичні дані Міністерства фінансів України, Державної служби статистики України, Світового банку та Міжнародного валютного фонду; звіти українських і закордонних рейтингових агентств; наукові публікації з питань діяльності держави на ФР.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у поглибленні існуючих та обґрунтуванні ряду нових науково-методичних підходів до оцінки діяльності держави на фінансовому ринку України як продавця і покупця ресурсів, регулятора та фінансового посередника.

Найбільш вагомими науковими результатами дослідження є такі:

вперше:

- розроблено дворівневий підхід до оцінки діяльності держави як регулятора ФР, який передбачає: 1) на першому рівні – розрахунок індикаторів дотримання в Україні міжнародних стандартів захисту прав споживачів фінансових послуг, забезпечення прозорості монетарної і фінансової політики, регулювання ринків цінних паперів, банківської та страхової діяльності; 2) на другому рівні – розрахунок інтегрального індексу якості державного регулювання ФР, який узагальнює індивідуальні оцінки дотримання різних стандартів. Це дозволяє комплексно оцінити відповідність діяльності регуляторів ФР України рекомендаціям міжнародних організацій та динаміку імплементації в Україні найкращих світових практик регулювання кон'юнктури ФР;

удосконалено:

- методичні засади оцінювання спреду доходності державних облігацій як вартісної характеристики діяльності держави як покупця ресурсів на ФР, що на відміну від існуючих підходів, запропоновано здійснювати на основі трьохкомпонентної моделі, в якій основні вхідні параметри обрані за методом головних компонент з урахуванням як вітчизняної специфіки функціонування ФР, так і досвіду країн – нових членів Європейського Союзу, що дозволяє врахувати євроінтеграційний вектор розвитку України;
- критеріальну базу обґрунтування факторів результативної діяльності держави на ФР як продавця фінансових ресурсів, що реалізовано шляхом емпіричного підтвердження наявності кореляційних зв'язків динаміки ус-

пішно реалізованих проектів державно-приватного партнерства в Україні з динамікою окремих індикаторів, які визначають залежність країни від зарубіжної фінансової допомоги, купівельну спроможність населення, темпи інфляції, обсяг грошової маси в обігу, рівень контролю корупції, легкість процедур започаткування бізнесу, якість державного регулювання та минулий досвід спільної діяльності держави та бізнесу;

набули подальшого розвитку:

- обґрунтування функцій держави на ФР, що поряд з традиційними функціями – регулятора, покупця та продавця, передбачає розгляд держави як фінансового посередника (акумулявання фінансових ресурсів спеціалізованими позабюджетними фондами через цільові державні облігації з подальшим їх розподілом та перерозподілом від імені держави іншим господарюючим суб'єктам з метою подальшого цільового використання). Це дозволяє забезпечити системність дослідження механізму функціонування ФР та скоригувати повноваження регуляторів ФР в частині контролю за діяльністю позабюджетних цільових фондів;
- методичні засади оцінювання впливу діяльності держави як регулятора ФР на його розвиток, що здійснено шляхом обґрунтування наявності сильних кореляційних зв'язків між індексом якості державного регулювання ФР України та рядом індикаторів стійкого розвитку окремих його сегментів (сегменту депозитних корпорацій, ринку цінних паперів, страхового ринку, сегменту інших небанківських фінансових установ);
- обґрунтування оптимальної структури груп утримувачів державних облігацій в контексті уникнення загроз монополізації на ринку державних цінних паперів, втрати національного фінансового суверенітету та формування в економіці прихованого емісійного механізму, що дозволило розширити систему індикаторів боргової безпеки України.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що основні положення дисертації доведено до рівня методичних розробок і практичних рекомендацій. Пропозиції дисертанта щодо оцінювання ролі держави як регулятора ФР можуть бути використані НБУ та НКЦПФР при вдосконаленні нормативно-правових актів в межах їх повноважень; як покупця – Кабінетом Міністрів України, НБУ, профільними міністерствами, регіональними органами влади при організації діяльності з залучення додаткових фінансових ресурсів для збалансування бюджету, фінансової підтримки виробничої та соціальної сфер; як посередника – Кабінетом Міністрів України, НБУ, профільними міністерствами, позабюджетними цільовими фондами при залученні ресурсів для реалізації цільових державних програм; продавця – Кабінетом Міністрів України, НБУ, профільними міністерствами, Фондом державного майна України при визначенні напрямків державного інвестування.

Висновки та рекомендації дисертанта щодо визначення факторів успішності проектів державно-приватного партнерства – в діяльність Сумської обласної державної адміністрації (довідка від 08.05.2014 №07-01-17); щодо впливу якості державного регулювання на ключові показники розвитку ФР –

в діяльність територіального управління НБУ в Дніпропетровській області (довідка від 05.05.2014 №001-04/1498); щодо визначення факторів впливу на спред державних облігацій – в діяльність територіального управління НБУ в Сумській області (довідка від 05.11.2014 №07-019/3846); щодо впливу державних інвестицій на показники соціально-економічного розвитку – у діяльність Сумського обласного управління АТ “Ощадбанк” (довідка від 12.05.2014 №01-12/1528); щодо заходів, які можуть бути реалізовані місцевими органами влади, в напрямку стимулювання установ та організацій до купівлі державних та/або муніципальних облігацій – у діяльність Сумської міської ради (довідка від 06.05.2014 №59-87/347).

Одержані дисертантом наукові результати використовуються в навчальному процесі у ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України” при викладанні дисциплін: “Державне управління економікою”, “Фінансовий ринок” та “Державний фінансовий менеджмент” (акт про впровадження від 30.04.2014).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційне дослідження є самостійно виконаною науковою роботою. Наукові положення, висновки та рекомендації, які виносяться на захист, одержані автором самостійно і відображені в опублікованих працях. Результати, опубліковані дисертантом у співавторстві, використані у дисертаційній роботі лише в межах його особистого внеску.

Апробація результатів дослідження. Основні положення дисертації доповідалися та отримали схвальну оцінку на міжнародних науково-практичних конференціях, серед яких: «Актуальні питання фінансово-економічного розвитку держави та регіонів» (м. Київ, 2014 р.), «Економіка: сучасні проблеми та перспективи розвитку» (м. Харків, 2014 р.), «Розвиток економічної науки на сучасному етапі» (м. Тернопіль, 2013 р.), «Інформаційні технології, економіка та право: стан та перспективи розвитку» (м. Чернівці, 2012 р.), “Фінанси України: Глобальні та національні імперативи розвитку” (м. Дніпропетровськ, 2012 р.), «Věda a technologie : krok do budoucnosti – 2011» (м. Прага, 2011 р.), а також на II Всеукраїнській науково-практичній конференції «Фінансова система України: стан, проблеми, перспективи» (м. Херсон, 2012 р.).

Публікації. Основні положення дисертаційного дослідження опубліковано у 18 наукових працях загальним обсягом 4,69 друк. арк., з яких особисто автору належить 4,16 друк. арк., у тому числі: розділи у 2 колективних монографіях, 7 статей у наукових фахових виданнях України (з них: 4 – у виданнях, що включені до міжнародних наукометричних баз), 1 стаття у зарубіжному науковому виданні, 9 публікацій у збірниках матеріалів конференцій.

Структура і зміст роботи. Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Повний обсяг дисертації становить 280 сторінок, в тому числі: основного тексту 163 сторінки, 50 таблиць, 59 рисунків, 6 додатків, список використаних джерел з 280 найменувань.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У першому розділі **“Теоретичні основи та практичний інструментарій діяльності держави на фінансовому ринку”** досліджено сутність та функції ФР, еволюцію зміни ролі держави на ньому, сутність і форми фінансового посередництва держави, інструментарій діяльності держави на ФР як регулятора, покупця та продавця фінансових ресурсів.

Узагальнення наукової думки щодо визначення сутності ФР свідчить, що найбільш усталеним є його трактування як сукупності економічних відносин з приводу розподілу і перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів між домогосподарствами, суб'єктами господарювання та державою через систему фінансових інститутів на основі взаємодії попиту і пропозиції.

Аналіз наукових публікацій засвідчив, що в широкому розумінні державу можна трактувати як політико-територіальну організацію публічної влади, спрямовану на управління суспільними процесами, тоді як у більш вузькому розумінні – як систему органів, що здійснюють це управління.

В роботі досліджено еволюцію зміни наукових поглядів на роль держави на ФР та механізмів реалізації її функцій в межах: меркантилізму, класичної школи політекономії, школи економічного романтизму, німецької історичної школи, марксизму, маржиналізму, неокласичної школи, кейнсіанства, школи кейнсіансько-неокласичного синтезу. Узагальнення цих досліджень свідчить про існування двох полярних наукових точок зору: 1) задовольнити інтереси суспільства повною мірою можна лише тоді, коли держава є не учасником, а лише регулятором ФР; 2) формування нормативної бази для взаємодії учасників ФР та контроль за її дотриманням (пасивне регулювання) є першочерговим, але не єдиним завданням держави на ФР, оскільки його вирішення дає можливість державі реалізовувати заходи активного регулювання (інтервенції) та задовольняти власні потреби у додаткових фінансових ресурсах шляхом їх купівлі-продажу на внутрішньому та зовнішньому ринках.

На думку автора, сьогодні поряд з традиційними функціями держави на ФР (як регулятора, покупця та продавця) слід розглядати ще і функцію фінансового посередника (рис. 1), ключовою ознакою якої слід вважати цільовий характер розміщення залучених коштів.

Традиційно науковці не розглядають державу у складі посередників ФР, тому механізми контролю регуляторів цього ринку за діяльністю позабюджетних цільових фондів не передбачені (їх діяльність регулюється та контролюється безпосередньо Кабінетом Міністрів України). В той же час, за свою сутністю діяльність цих фондів є різновидом фінансового посередництва, оскільки вони акумулюють кошти різних економічних суб'єктів та надають їх від імені держави іншим господарюючим суб'єктам. Виходячи з цього, контроль за операціями акумулювання, розподілу і перерозподілу цими фондами фінансових потоків має знаходитися в тому числі – і у компетенції регуляторів ФР. На думку автора, розгляд держави як фінансового посередника додає системності розумінню механізму функціонування ФР в цілому.

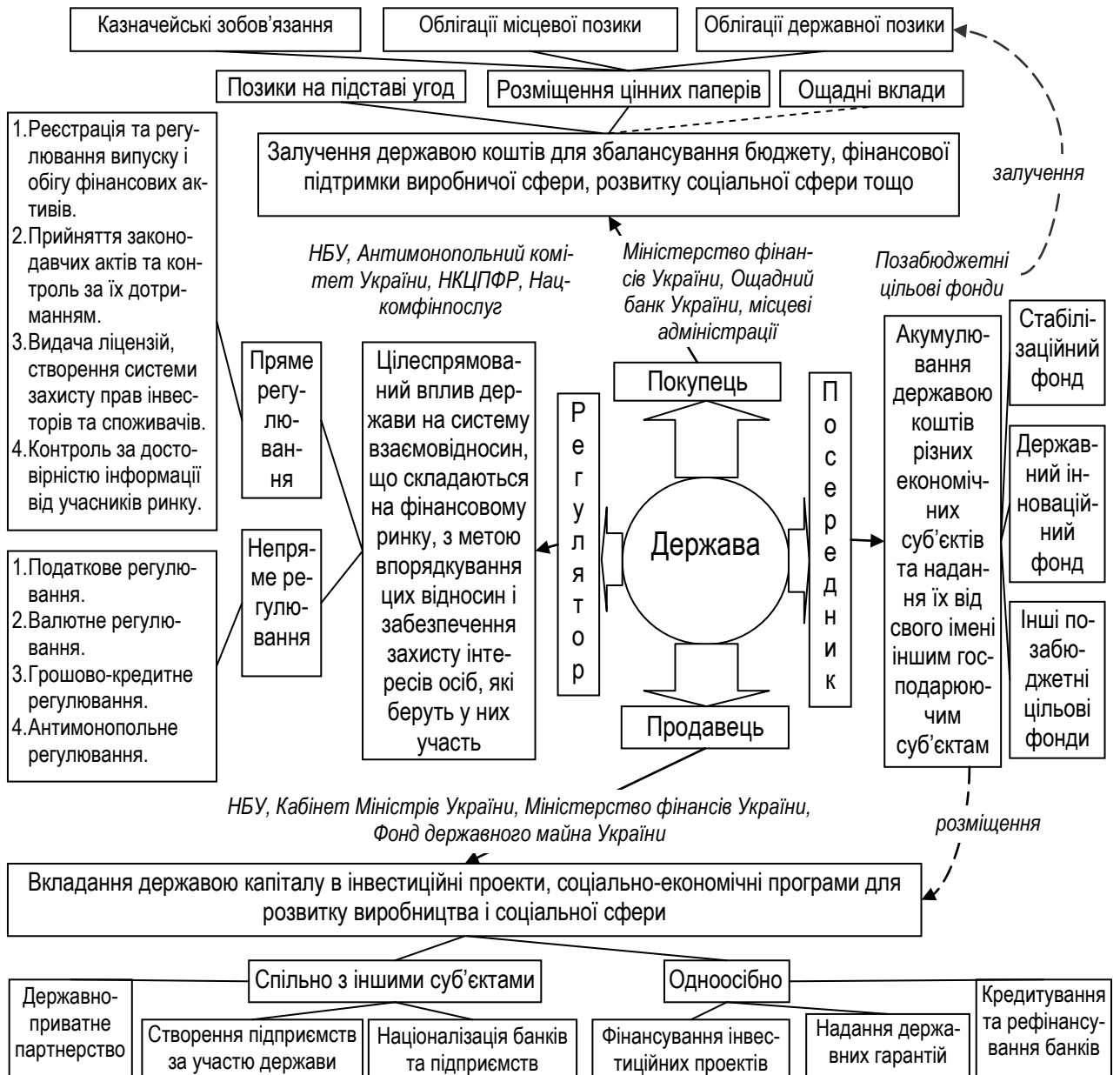


Рисунок 1 – Функції держави на ФР

В роботі узагальнено вітчизняний досвід діяльності позабюджетних цільових фондів, а також механізми реалізації державою функції фінансового посередництва не лише на ФР, а в економіці в цілому (як посередництво у переміщенні матеріальних благ між членами суспільства, при якому держава не є споживачем благ, реалізації державою грошових трансфертів населенню і недержавним організаціям тощо).

В межах дослідження теоретичних основ та інструментарію діяльності держави як регулятора ФР автором узагальнено основні моделі регулювання ФР (секторну, модель за завданнями, модель єдиного нагляду); визначено особливості державного регулювання розвинених ФР та ринків, що перебувають на початкових стадіях розвитку; систематизовано інструментарій нормативно-правового регулювання ФР, узагальнено форми прямого і непрямого втручання держави в діяльність ФР. Обґрунтовано необхідність та виділе-

но конкретні напрямки узгодження механізмів державного регулювання, саморегулювання та наднаціонального регулювання ФР.

В контексті дослідження діяльності держави на ФР в якості продавця фінансових ресурсів розглянуто зарубіжну та вітчизняну практику застосування основних інструментів, за допомогою яких відбувається надання ресурсів державою як одноосібно (фінансування інвестиційних проектів, надання державних гарантій, кредитування та рефінансування банків), так і спільно з іншими суб'єктами (державно-приватне партнерство, створення підприємств за участю держави, націоналізація банків та підприємств).

Дослідження діяльності держави на ФР в якості покупця фінансових ресурсів дозволило автору узагальнити причини, що спонукають державу залучати кошти із зовнішніх джерел, здійснено порівняльний аналіз інструментів такого залучення (цінні папери, позики на підставі угод, ощадні вклади), розглянуто світовий та вітчизняний досвід їх застосування.

У другому розділі **“Розвиток методичних засад оцінювання якості державного регулювання фінансового ринку в Україні”** досліджено модель державного регулювання ФР України, переваги та недоліки запровадження мегарегулятора ФР в контексті впливу на якість регулювання, розроблено підходи до її оцінювання та формалізації її впливу на стійкість ФР.

Автором досліджено хронологію становлення та сучасну модель державного регулювання ФР України (змішане регулювання з високим рівнем державної участі, побудована за функціональним принципом).

Останнім часом в колі науковців та практиків відбувається гостра дискусія стосовно доцільності запровадження комплексного підходу до регулювання ФР в Україні шляхом відмови від моделі відомчих регуляторів на користь мегарегулятора. Автором узагальнено досвід країн з різним типом устрою національних регуляторних систем: єдиний регулятор ФР, два сектори ФР регулюються одним регулятором (банки та ринок цінних паперів, банки та страхові компанії, страхові компанії та ринок цінних паперів), діють відомчі регулятори. Аналіз засвідчив, що в країнах з мегарегулятором рівень стійкості ФР, волатильності, доходності та транспарентності фінансових операцій нижче, ніж в країнах зі спеціалізованими регуляторами.

Узагальнення наукової думки щодо стійкого розвитку ФР засвідчило, що одним з головних факторів його забезпечення є якість державного регулювання ФР, тобто здатність держави розробляти, впроваджувати та здійснювати контроль за дотриманням системи пруденційних норм і правил на даному ринку, ефективно управляти фінансовими ресурсами на ньому, дотримуватися ієрархії підпорядкування регулюючого органу більш загальним цілям і політиці виборних органів влади країни, підтримувати політичну незалежність регуляторів, транспарентність їх діяльності тощо. Загалом, за рекомендаціями МВФ, всі критерії якості державного регулювання ФР мають бути згруповані за чотирма напрямками: незалежність, прозорість, відповідальність та цілісність.

Враховуючи багатоаспектність проявів якості державного регулювання ФР, виникають суттєві складнощі при формалізації критеріїв та розробці ме-

тодичного інструментарію її кількісного вимірювання. Міжнародними організаціями розроблено значну кількість міжнародних стандартів, правил та принципів, що регламентують базові принципи функціонування національних ФР. З урахуванням цього, автором розроблено дворівневий підхід до оцінювання діяльності держави як регулятора ФР, який передбачає:

1) на першому рівні – розрахунок індивідуальних індикаторів ($SCORE_j$) дотримання в країні кожного з наступних міжнародних стандартів функціонування ФР: «Загальних принципів захисту прав споживачів фінансових послуг», розроблених Організацією економічного співробітництва та розвитку (10 положень); «Стандартів і процедур ринків цінних паперів», розроблених Групою 30 (9 положень); «Цілей та принципів регулювання ринків цінних паперів», розроблених Міжнародною організацією комісій з цінних паперів (38 положень); «Основних принципів ефективного банківського нагляду», розроблених Базельським комітетом з банківського регулювання та нагляду (25 положень); «Правил прозорості монетарної і фінансової політики», розроблених МВФ (76 положень); «Стандартів нагляду за страховою діяльністю», розроблених Міжнародною асоціацією страхових наглядів (8 положень). Оцінювання запропоновано здійснювати за наступною шкалою: 0 балів – немає даних щодо дотримання стандарту в країні; 1 бал – стандарт повністю не дотримується; 2 бал – стандарт дотримується частково; 3 бали – стандарт дотримується в цілому; 4 бали – стандарт дотримується повністю;

2) на другому рівні – розрахунок інтегрального індексу якості державного регулювання ФР (QGR_{FM}), який узагальнює індивідуальні оцінки дотримання всіх міжнародних стандартів:

$$QGR_{FM} = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^J SCORE_j = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^J [0 \cdot nc_i + 0,33 \cdot pc_i + 0,66 \cdot bc_i + fc_i] \cdot 100 \quad (1)$$

де n – загальна кількість положень міжнародних стандартів, дотримання яких оцінюється; j – порядковий номер стандарту; J – загальна кількість стандартів, дотримання яких досліджується; $SCORE_j$ – індикатор дотримання j -ого стандарту; i – положення j -ого стандарту; nc_i – кількість положень j -ого стандарту, які в досліджуваній країні повністю не дотримуються; pc_i – кількість положень j -ого стандарту, які в досліджуваній країні дотримуються частково; bc_i – кількість положень j -ого стандарту, які в досліджуваній країні дотримуються в цілому; fc_i – кількість положень j -ого стандарту, які в досліджуваній країні повністю дотримуються.

Такий підхід дозволяє комплексно оцінити відповідність діяльності регуляторів ФР вимогам міжнародних організацій та динаміку імплементації в країні найкращих світових практик регулювання кон'юнктури ФР. Результати такого дослідження для України за 2007-2013 рр. представлено на рис. 2.

Аналіз засвідчив, що якість державного регулювання вітчизняного ФР поступово зростала за аналізований період як за окремими стандартами, так і в цілому (індикатор QGR_{FM} в 2007 р. становив 67,66, тоді як в 2013 р. – 74,31). Найвищим є рівень виконання стандартів регулювання ринків цінних

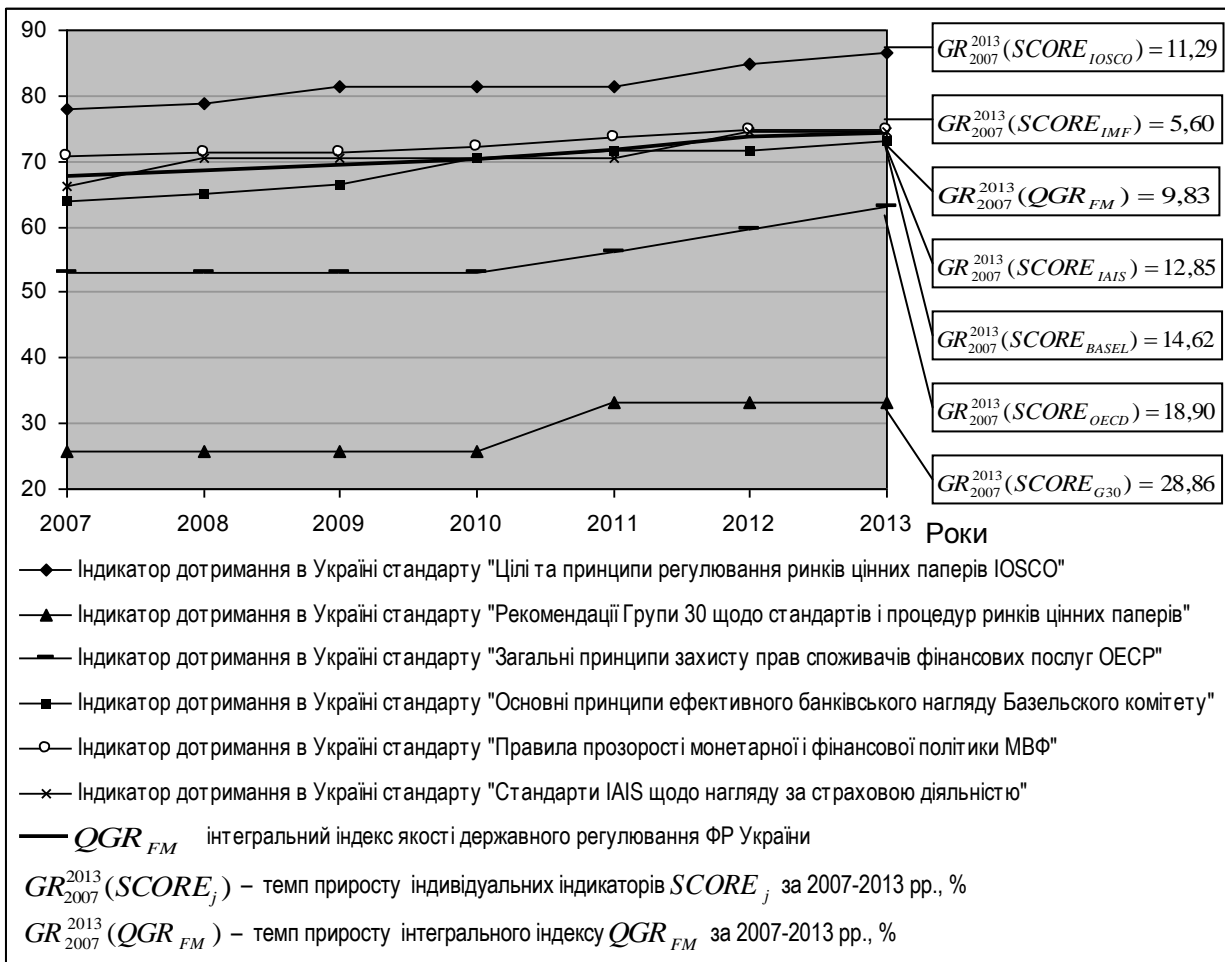


Рисунок 2 – Результати оцінювання діяльності держави як регулятора ФР в Україні в 2007-2013 рр.

паперів IOSCO; середнім – Правил прозорості монетарної і фінансової політики МВФ, Стандартів IAIS щодо регулювання страхової діяльності та Основних принципів ефективного банківського нагляду; найнижчим – Рекомендацій Групи 30 щодо стандартів ринків цінних паперів.

В той же час, як свідчать розраховані автором показники $GR_{2007}^{2013}(SCORE_j)$ та $GR_{2007}^{2013}(QGR_{FM})$, наведені на рис. 2, темпи зростання якості державного регулювання ФР є незначними. Це свідчить, що реформування процесів державного регулювання ФР України відбувається доволі повільно, що стримує можливості імплементації у вітчизняних умовах найкращих світових практик регулювання ринкової кон'юнктури.

В контексті оцінювання діяльності держави як регулятора ФР автором висунуто гіпотезу, що якість державного регулювання ФР суттєво впливає на стійкість його розвитку. Цю гіпотезу в роботі підтверджено шляхом встановлення наявності кореляційних зв'язків між індексом якості державного регулювання ФР (QGR_{FM}) та індикаторами стійкого розвитку окремих сегментів цього ринку: сегменту депозитних корпорацій, рину цінних паперів, страхового ринку, сегменту інших небанківських фінансових установ (табл. 1).

Таблиця 1 – Результати дослідження взаємозв'язку між якістю регулювання ФР України в 2007-2013 рр. та показниками, що характеризують стійкість розвитку окремих його сегментів

Група індикаторів	Показник	Сутність	Рівняння регресії	Коефіцієнт кореляції	Зв'язок	
Індикатори стійкого розвитку сегменту депозитних корпорацій	Підбір показників – за методологією МВФ	RCRA	Співвідношення регулятивного капіталу банків до їх зважених за ризиком активів	$RCRA = 58,675 \ln(QGR_{FM}) - 232,4$	0,836	сильний
		NLNPC	Співвідношення недіючих кредитів банків без урахування резервів до капіталу	$NLNPC = 297,91 \ln(QGR_{FM}) - 1243,1$	0,839	сильний
		NLTGL	Співвідношення недіючих кредитів банків до сукупних валових кредитів	$NLTGL = 154,66 \ln(QGR_{FM}) - 646,09$	0,873	сильний
		RA	Норма прибутку на активи банків	-	0,031	слабкий
		RC	Норма прибутку на капітал банків	-	0,082	слабкий
		IMGI	Співвідношення процентної маржі банків до їх валового доходу	$IMGI = 0,0304 QGR_{FM}^{1,7866}$	0,557	середній
		LAR	Співвідношення ліквідних активів банків до їх загальних активів	$LAR = 130,1 \ln(QGR_{FM}) - 537,93$	0,911	сильний
		LASL	Співвідношення ліквідних активів банків до їх короткострокових зобов'язань	$LASL = 723,48 \ln(QGR_{FM}) - 3012,2$	0,841	сильний
		NOPFE	Співвідношення чистої відкритої позиції банків в іноземній валюті до їх капіталу	$NOPFE = 998970e^{-0,1557 QGR_{FM}}$	-0,553	середній
		SDTL	Співвідношення банківських кредитів за секторами економіки до сукупних валових кредитів (частка резидентів у сукупних валових кредитах)	-	0,112	слабкий
		CA	Співвідношення капіталу банків до активів	$CA = 34,312 \ln(QGR_{FM}) - 132,25$	0,897	сильний
		LEC	Співвідношення великих відкритих позицій банків до капіталу	-	0,224	слабкий
		GDTL	Співвідношення банківських кредитів за географічним розподілом до сукупних валових кредитів (частка внутрішньої економіки в сукупних валових кредитах)	-	0,112	слабкий
		TITI	Співвідношення доходу банків від торговельних операцій до їх валового доходу	$TITI = 1E+22 QGR_{FM}^{-11,523}$	-0,676	середній
		PENE	Співвідношення витрат банків на утримання персоналу до їх непроцентних витрат	$PENE = 2E+07 QGR_{FM}^{-3,0351}$	-0,866	сильний
		NEGI	Співвідношення непроцентних витрат банків до їх валового доходу	$NEGI = 186,77 \ln(QGR_{FM}) - 733,86$	0,904	сильний
		SLDR	Спред між ставками за кредитами і депозитами банків (базисні пункти)	-	-0,008	слабкий
		SHLIR	Спред між найвищою та найнижчою міжбанківськими ставками (базисні пункти)	$SHLIR = 0,2562 QGR_{FM} - 15,612$	0,756	сильний
FLTLo	Співвідношення кредитів банків в іноземній валюті до сукупних валових кредитів	$FLTLo = 4437,5e^{-0,0637 QGR_{FM}}$	-0,896	сильний		
FLTLi	Співвідношення зобов'язань банків в іноземній валюті до сукупних зобов'язань	$FLTLi = 668,17e^{-0,036 QGR_{FM}}$	-0,803	сильний		
Індикатори стійкого розвитку ринку цінних паперів	Підбір показників – за методологією Світового банку	SMC	Співвідношення капіталізації фондового ринку до ВВП	-	-0,239	слабкий
		SMR	Доходність на фондовому ринку (щорічна зміна)	$SMC = 563,13 \ln(QGR_{FM}) - 2398$	0,551	середній
		SMTV	Співвідношення обсягу торгів на фондовому ринку до ВВП	$SMTV = 7E-06e^{0,1746 QGR_{FM}}$	0,859	сильний
		SMTR	Коефіцієнт оборотності фондового ринку	$SMTV = 9E-30 QGR_{FM}^{16,131}$	0,813	сильний
		SPV	Волатильність фондового ринку	$SPV = 9E+14 QGR_{FM}^{-7,1983}$	-0,960	сильний
Індикатори стійкого розвитку страхового ринку	Підбір показників – за методологією Світового банку	ICA	Співвідношення активів страхових компаній до ВВП	$ICA = 0,2886 QGR_{FM} - 16,957$	0,862	сильний
		LIPV	Співвідношення обсягу премій зі страхування "life" до ВВП	$LIPV = 0,0004e^{0,08 QGR_{FM}}$	0,865	сильний
		NIPV	Співвідношення обсягу премій зі страхування "non-life" до ВВП	$NIPV = -7,9648 \ln(QGR_{FM}) + 35,805$	-0,912	сильний
Індикатори стійкого розвитку сегменту інших небанківських фінансових установ	Підбір показників – за методологією Світового банку	FSD	Співвідношення депозитів небанківських фінансових установ до ВВП	$FSD = 0,4092 QGR_{FM}^{1,0453}$	0,543	середній
		GLV	Співвідношення сукупного обсягу лізингу до ВВП	-	-0,006	слабкий
		TFV	Співвідношення загального обсягу факторингу до ВВП	-	-0,107	слабкий
		PFA	Співвідношення активів пенсійних фондів до ВВП	$PFA = 1,0642 \ln(QGR_{FM}) - 4,4116$	0,907	сильний
		NFIA	Співвідношення активів небанківських фінансових установ до ВВП	$NFIA = 0,6174 QGR_{FM} - 38,078$	0,845	сильний

Як свідчать результати дослідження, в Україні в 2007-2013 рр. якість державного регулювання ФР в значній мірі впливає на 19 (58%) показників стійкого розвитку ФР, помірно – на 5 (15%) показників та практично не впливає на 9 (27%) показників із аналізованої сукупності (33 показника). В найбільшій мірі якість державного регулювання ФР впливає на фінансову стійкість банків, їх прибутковість, ліквідність та структуру капіталу; волатильність та обсяг торгів на фондовому ринку; надійність та платоспроможність страхових компаній, пенсійних фондів та інших небанківських фінансових установ.

Отримані результати формують методичне підґрунтя для підвищення результативності заходів державного регулювання вітчизняного ФР, удосконалення державних програмних документів, що визначають стратегію його функціонування, механізмів діалектичного поєднання ринкових та адміністративних методів забезпечення його стійкого розвитку.

У третьому розділі **“Удосконалення науково-методичних підходів до оцінювання діяльності держави як продавця та покупця ресурсів на фінансовому ринку України”** визначено детермінанти спреду доходності державних облігацій в Україні та оптимальний склад їх утримувачів (щодо оцінювання діяльності держави як покупця на ФР); обґрунтовано оптимальну частку держави в структурі капітальних інвестицій та фактори результативності державно-приватного партнерства (щодо оцінювання діяльності держави як продавця на ФР).

Діяльність держави як покупця ресурсів на ФР може здійснюватися через різні інструменти (позики на підставі угод, розміщення цінних паперів, ощадні вклади населення тощо), але найбільшого поширення як в Україні, так і за кордоном набули державні облігації. Це пов'язано передусім з тим, що у світовій практиці державні облігації традиційно вважаються найбільш надійним та ліквідним фінансовим інструментом, що забезпечує не тільки наповнення державного бюджету, а й ефективний розвиток ФР. Виходячи з цього, в контексті оцінювання діяльності держави як покупця ресурсів на ФР першочергового значення набуває дослідження: 1) вартісних характеристик залучення державою ресурсів на ФР (через прогнозування спреду доходності державних облігацій); 2) джерел залучення державою ресурсів на ФР (через визначення оптимального складу утримувачів державних облігацій).

Спред доходності державних облігацій – це той рівень їх доходності, який компенсує їх утримувачам ризик дефолту країни, що є узагальнюючою характеристикою відмінностей між країнами з різним рівнем економічного розвитку. На його рівень впливає велика сукупність специфічних для країни детермінант, між якими існує сильна автокореляція, що в умовах обмеженості статистичних даних унеможливорює побудову адекватних економіко-математичних моделей для виявлення впливу кожної детермінанти на його рівень. Тому для вирішення задачі обґрунтування найбільш релевантних з них для України обрано метод головних компонент, який дозволяє трансформувати сукупність детермінант в три незалежні головні компоненти (F1,F2,F3), які слугують основою для побудови подальших прогнозів (табл. 2.).

Таблиця 2 – Результати оцінювання спреду доходності державних облігацій в Україні та країнах – нових членах Європейського Союзу в 2007-2013 рр.

Індикатори спреду доходності державних облігацій (СДДО)	Детермінанти СДДО (на основі узагальнення досліджень Європейського центрального банку)	Коефіцієнт кореляції між СДДО та його детермінантою										Факторне навантаження головних компонентів для України за 2007-2013 рр., %		
		Чехія	Польща	Литва	Латвія	Словаччина	Угорщина	Болгарія	Румунія	Україна	F1	F2	F3	
		стійкості фінансового балансу країни	Консолідований валовий борг Уряду (у % до ВВП)	-0,28	-0,09	-0,01	0,26	0,89	-0,37	-0,30	0,04	0,56	12,48	4,61
	Дефіцит/профіцит державного бюджету (у % до ВВП)	-0,29	0,19	0,01	-0,27	0,37	-0,26	0,09	0,01	-0,83	12,56	0,97	2,64	
	Процентні платежі Уряду за державним боргом (у % до ВВП)	0,89	0,53	-0,63	-0,48	-0,47	-0,66	-0,02	-0,02	0,84	14,51	0,05	1,19	
вразливості країни до змін в обсягах міжнародного фінансування	Сальдо рахунку поточних операцій (у % до ВВП)	0,35	0,67	0,71	0,85	0,11	0,38	0,53	0,51	0,73	7,23	16,90	2,04	
	Відношення зовнішнього боргу до ВВП	-0,79	-0,03	0,54	0,81	0,09	-0,56	0,71	-0,06	0,70	13,97	1,59	0,36	
ступеня відкритості країни для торгівлі та фінансових потоків	Сума експорту й імпорту по відношенню до ВВП	-0,76	-0,30	-0,50	-0,78	-0,68	-0,75	-0,90	-0,88	-0,35	0,21	31,94	4,01	
ймовірності проведення жорсткої грошово-кредитної політики	Рівень інфляції	-0,15	0,41	-0,16	-0,51	0,26	-0,53	-0,57	-0,03	-0,29	7,64	6,57	23,29	
реальної конвергенції стандартів життя в країнах Європейського Союзу	Дохід на душу населення (ln)	-0,20	0,55	-0,46	-0,44	-0,09	0,44	0,37	0,10	-0,88	9,24	12,33	0,03	
волатильності кон'юнктури грошового ринку	Ставка обмінного курсу національної валюти до євро	0,38	0,55	0,00	0,70	0,00	0,73	0,00	0,43	0,66	12,06	5,45	0,12	
	Різниця між короткостроковими процентними ставками досліджуваної країни та Європейського Союзу	0,40	0,88	0,43	0,77	-0,07	0,82	0,84	0,70	0,97	9,60	0,75	28,35	
чутливості до змін на ринках капіталу Європейського Союзу	Волатильність фондового ринку	0,18	0,22	0,40	0,44	-0,21	0,46	0,07	0,30	0,08	0,50	18,83	37,01	
Частка дисперсії ознак, яку пояснює головна компонента, %											61,59	25,99	10,39	
Розраховане автором значення СДДО, базисні пункти	Ріки	2007	-3	115	21	95	16	241	21	280	338	<p>Модель множинної регресії для прогнозування СДДО в Україні (за результатами застосування методу головних компонентів):</p> $СДДО = 1765 + 34,45F1 - 38,62F2 - 33,24F3$		
		2008	28	172	125	208	37	388	102	334	526			
		2009	81	209	998	833	68	509	319	567	1667			
		2010	10	200	178	655	8	350	222	355	1006			
		2011	-61	164	85	159	13	332	104	294	550			
		2012	-27	195	178	151	150	484	144	363	1018			
		2013	-98	94	74	24	9	283	38	232	1094			

Враховуючи євроінтеграційний вектор розвитку України, базою для порівняння стали розраховані автором значення спреду доходності державних облігацій країн – нових членів Європейського Союзу.

Аналіз показав, що протягом 2007-2013 рр. доходність державних облігацій в Україні була значно вищою, ніж в інших країнах – нових членах Європейського Союзу, що обумовило і високе значення спреду їх доходності, основними детермінантами якого в Україні є: різниця між короткостроковими процентними ставками в Україні та країнах єврозони, дефіцит / профіцит державного бюджету, процентні платежі Уряду за державним боргом, дохід на душу населення, відношення зовнішнього боргу до ВВП, сальдо рахунку поточних операцій. Побудована автором трьохкомпонентна модель (на основі методу головних компонент) є адекватною (коефіцієнт детермінації складає 0,99) та має високі прогностичні властивості для визначення спреду доходності державних облігацій України.

Автором здійснено порівняльний аналіз динамічних рядів часток різних груп утримувачів державних облігацій в їх загальній структурі в Україні та інших країнах світу (з високим рівнем глибини ФР, країнах – нових членах Європейського Союзу, а також країнах, що переживають фінансову кризу). Він засвідчив наявність, по-перше, зв'язку між рівнем диверсифікації цієї структури та доходністю державних облігацій; по-друге – цілого ряду диспропорцій в Україні, які з кожним роком поглиблюються. Так, зокрема:

- ОВДП не користуються попитом серед нерезидентів через низьку інвестиційну привабливість країни (станом на 01.01.2014 р. їх частка складала 5,6%, тоді як в середньому для економічно розвинених країн – 33,2%);
- НБУ є провідним власником замість того, щоб бути агентом Уряду на первинному ринку (його частка становить 66,2% та щороку зростає, тоді як в розвинутих країнах – в середньому 6,9%). Це перетворює ОВДП на інструмент для вирішення поточних фінансових проблем Уряду;
- серед економічних суб'єктів-резидентів частка банків є надмірною – 25,7%, тоді як в економічно розвинених країнах – в середньому 14,5%;
- частка інших утримувачів ОВДП є критично малою – 2,5%, тоді як в економічно розвинених країнах – в середньому 12,1%.

В роботі обґрунтовано, що враховуючи поточний стан розвитку економіки України та специфіку вітчизняного ФР, структура груп утримувачів державних облігацій має бути кардинально змінена: частка кожного утримувача в їх загальній структурі не має перевищувати 30%, а частка НБУ – 10%. Серед розглянутих автором механізмів оптимізації структури утримувачів ОВДП особливу увагу приділено напрямкам подальшого розвитку інституту первинних дилерів та усунення обмежень щодо їх діяльності.

На думку автора, структура утримувачів ОВДП є одним з факторів впливу на рівень боргової безпеки України, тому до складу її індикаторів запропоновано додати наступні: 1) індикатор виникнення загроз монополізації на ринку державних цінних паперів – структура груп утримувачів ОВДП; 2) індикатор виникнення загроз втрати національного фінансового сувереніте-

ту – співвідношення резидентів та нерезидентів серед утримувачів ОВДП; 3) індикатор виникнення загроз формування в економіці прихованого емісійного механізму – частка НБУ в загальній структурі груп утримувачів ОВДП.

Діяльність держави як продавця на ФР передбачає фінансування інвестиційних проектів та програм розвитку виробництва і соціальної сфери. Про важливість діяльності держави як інвестора в Україні свідчить проведений автором аналіз впливу частки державних капітальних інвестицій на показники соціально-економічного розвитку за 2006-2013 рр. Встановлено помірний позитивний зв'язок (з коефіцієнтом детермінації близько 0,5) для таких показників, як річний темп зростання реального ВВП на душу населення (лінійна залежність), експорт товарів і послуг (логарифмічна залежність), індекс промислової продукції (степенева залежність). Це свідчить про помірну залежність рівня соціально-економічного розвитку України від частки держави в структурі інвесторів. В той же час, тип отриманих залежностей (не оберненої параболи, а висхідної кривої / прямої) не є характерним для більшості країн з ринковою економікою, що свідчить про наявність певних диспропорцій на вітчизняному ФР та в економіці в цілому. Крім того, окрему наукову задачу становить визначення оптимальної частки держави в структурі капітальних інвестицій (так званої «граничної межі Фуенте»), яка встановлює баланс між приватним та державним капіталом та в значній мірі визначає рівень автономії ФР та інвестиційної привабливості національної економіки. Відповідно до положень економічної теорії вона складає 2%, тоді як в Україні за 2006-2013 рр. найвищий темп приросту ВВП був зафіксований при частці держави на рівні 1%.

Однією з форм участі держави у фінансуванні інвестиційних проектів та програм (в контексті її діяльності як продавця на ФР) є державно-приватне партнерство. Фахівцями МВФ проведено дослідження зв'язку динаміки успішно реалізованих проектів державно-приватного партнерства в різних країнах світу з динамікою окремих індикаторів економічного розвитку цих країн. В результаті виявлено 7 характеристик розвитку країни, наявність яких свідчить про високий потенціал успіху реалізації таких проектів.

Автором зроблено припущення про справедливість наявності аналогічних зв'язків і в Україні, але, як показав проведений в роботі кореляційно-регресійний аналіз за 2008-2013 рр. (табл. 3), із 7 сформульованих гіпотез лише 4 підтвердилися повністю та 2 – частково.

Як свідчать результати дослідження, зростання макроекономічної і політичної стабільності в Україні, ефективна система правових інститутів та захисту інвесторів сприяють узгодженню напрямків діяльності держави та бізнесу, стимулюють активність держави як продавця ресурсів на ФР. Найбільш значним виявився вплив на динаміку цих процесів таких факторів, як: обсяги зарубіжної фінансової допомоги, купівельна спроможність населення, обсяг грошової маси в обігу, рівень контролю корупції, легкість процедур започаткування бізнесу, якість державного регулювання та накопичений досвід реалізації проектів державно-приватного партнерства. В той же час, вплив рівня

Таблиця 3 – Результати кореляційно-регресійного аналізу зв'язку динаміки успішно реалізованих проектів державно-приватного партнерства в Україні в 2008-2013 рр. з динамікою окремих індикаторів економічного розвитку країни

Характеристика розвитку країни* (гіпотеза)	Індикатори економічного розвитку країни (відповідно до розробок МВФ та власних пропозицій автора)		Коефіцієнт кореляції	Залежність PPP (кількості успішно реалізованих проектів ДПП в Україні в 2007-2013 рр.) від окремих індикаторів	Результат перевірки гіпотези
низький рівень платоспроможності країни	GGB	Сальдо державного бюджету (у % від ВВП)	0,117	-	Не підтверджена
	DS	Обслуговування загального боргу (у % від загального обсягу експорту товарів і послуг)	0,187	-	
незначні джерела екзогенного доходу та значні бюджетні обмеження	APC	Обсяг зарубіжної фінансової допомоги на душу населення (у доларах США)	0,791	$PPP = 2,8629 \ln(APC) + 11,33$	Підтверджена частково
	FE	Експорт палива (у в% від загального обсягу експорту товарів)	-0,126	-	
висока купівельна спроможність населення	P	Кількість населення (ln)	-0,642	$PPP = 17,654 P^{-0,0004}$	Підтверджена
	RGDP	Реальний ВВП на душу населення	0,581	$PPP = 2,9379 RGDP^{0,0998}$	
стабільність макроекономічних умов розвитку	I	Інфляція (річна відсоткова зміна дефлятора ВВП)	-0,656	$PPP = 20,895 I^{-0,0607x}$	
	MS	Обсяг грошової маси в обігу (грошовий агрегат M2 у % від ВВП)	-0,804	$PPP = 54,7 MS^{-0,0045x}$	
	IR	Обсяг міжнародних резервів (в місяцях імпорту)	-0,604	$PPP = 31,26 IR^{-0,015x}$	
високий рівень інституціонального розвитку та низький рівень бюрократизму	CC	Рівень контролю корупції (індекс)	-0,352	$PPP = 19,361 CC^{-0,0305x}$	Підтверджена частково
	GE	Рівень ефективності Уряду (індекс)	0,275	-	
високий рівень правового захисту інвесторів	RL	Рівень дотримання принципу верховенства закону (індекс)	-0,356	$PPP = 26,277 RL^{-0,0454}$	Підтверджена
	SB	Простота започаткування бізнесу (індекс)	-0,941	$PPP = -0,002SB + 0,9851$	
	FP	Сприятливість фіскальної політики (індекс)	-0,464	$PPP = -0,7886 \ln(FP) - 2,8101$	
	QGR	Рівень якості державного регулювання (індекс)	-0,503	$PPP = 32,939 QGR^{-0,0595}$	
Наявність минулого досвіду ДПП	PPPE	Кількість проектів ДПП, реалізованих в попередньому році	0,888	$PPP = 0,3049 PPPE + 1,1423$	

* Характеристика розвитку країни, яка свідчить про високий потенціал успіху реалізації проектів ДПП (державно-приватного партнерства) відповідно до розробок МВФ

платоспроможності України, її ресурсної експортозалежності, ефективності дій Уряду виявився незначним. Отримані автором результати можуть бути покладені в основу розробки державних цільових економічних програм розвитку інвестиційної діяльності в Україні.

ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне узагальнення та запропоновано нове вирішення науково-прикладної задачі, що полягає у створенні методичного підґрунтя оцінювання діяльності держави на ФР України як продавця і покупця ресурсів, регулятора та фінансового посередника.

За результатами дисертаційного дослідження зроблено такі висновки:

1. Поряд з традиційними функціями держави на ФР (регулятора, покупця та продавця), слід окремо оцінювати і діяльність держави як фінансового

посередника на цьому ринку в контексті виконання нею функцій акумулювання фінансових ресурсів спеціалізованими позабюджетними фондами через цільові державні облігації з подальшим їх розподілом та перерозподілом від імені держави іншим господарюючим суб'єктам з метою подальшого цільового використання. Виходячи з цього, функції контролю за діяльністю позабюджетних цільових фондів мають бути покладені не на Кабінет Міністрів України, а на регуляторів ФР.

2. Застосування дворівневого підходу до оцінювання якості державного регулювання ФР України засвідчило, що протягом 2007-2013 рр. найвищим виявився рівень виконання стандартів регулювання ринків цінних паперів IOSCO; середнім – Правил прозорості монетарної і фінансової політики МВФ, Стандартів IAIS щодо регулювання страхової діяльності та Основних принципів ефективного банківського нагляду; найнижчим – Рекомендацій Групи 30 щодо стандартів ринків цінних паперів. Розрахунок інтегрального індексу засвідчив, що в цілому діяльність регуляторів ФР відповідає вимогам міжнародних організацій, але динаміка імплементації в країні найкращих світових практик регулювання ФР є повільною.

3. Якість державного регулювання ФР України суттєво впливає на стійкість розвитку окремих його сегментів: за 2007-2013 рр. значним цей вплив виявився для 52% показників стійкого розвитку ФР, помірним – для 27% показників та вкрай незначним – лише для 21%. В найбільшій мірі діяльність держави як регулятора ФР відображається на фінансовій стійкості банків, їх прибутковості, ліквідності та структурі капіталу; волатильності та обсязі торгів на фондовому ринку; надійності та платоспроможності страхових компаній, пенсійних фондів та інших небанківських фінансових установ.

4. Спред доходності державних облігацій України є однією з вартісних характеристик діяльності держави як покупця на ФР. Протягом 2007-2013 рр. в Україні його рівень був значно вищим, ніж в інших країнах – нових членах Європейського Союзу, а його основними детермінантами стали різниця між короткостроковими процентними ставками в Україні та країнах Європейського Союзу, дефіцит / профіцит державного бюджету, процентні платежі Уряду за державним боргом, дохід на душу населення, відношення зовнішнього боргу до ВВП, сальдо рахунку поточних операцій.

5. Структура утримувачів ОВДП в Україні сьогодні є деформованою, оскільки вони не користуються попитом серед нерезидентів, провідним їх власником є НБУ, частка банків є надмірною, а інших утримувачів – критично малою. З метою зменшення загроз боргової безпеки України, зокрема – монополізації на ринку державних цінних паперів, втрати національного фінансового суверенітету та формування в економіці прихованого емісійного механізму, частка кожного утримувача державних облігацій в Україні не має перевищувати 30%, а частка НБУ – 10%. Особливу увагу приділено напрямкам подальшого розвитку інституту первинних дилерів та усунення обмежень щодо їх діяльності.

6. Діяльність держави як продавця на ФР передбачає фінансування інвестиційних проектів та програм соціально-економічного розвитку та роз-

будови інфраструктури, що найчастіше реалізується у формі державно-приватного партнерства. Детермінантами успішності його реалізації в Україні є макроекономічна і політична стабільність, ефективна система правових інститутів та захисту інвесторів, обсяги зарубіжної фінансової допомоги, купівельна спроможність населення, обсяг грошової маси в обігу, рівень контролю корупції, легкість процедур започаткування бізнесу, якість державного регулювання та накопичений досвід реалізації таких проектів. Ефективність державно-приватного партнерства в Україні практично не залежить від рівня платоспроможності України, її ресурсної експортозалежності, ефективності дій Уряду.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ

Монографії

1. Ісаєва О. В. Діяльність держави на фінансовому ринку України в період світової фінансової кризи та подолання її наслідків / О. В. Ісаєва, М. С. Антонов, П. С. Рубанов // Держава, підприємства та банки в системі антикризового управління : монографія / за ред. д.е.н., проф. Т. А. Васильєвої, к.е.н., О. Б. Афанасьєвої. – Суми: «Ярославна», 2013. – С.152 –157 (0,25 друк. арк.). *Особистий внесок: досліджено роль держави на фінансовому ринку як емітента боргових зобов'язань (0,16 друк. арк.).*
2. Ісаєва О. В. Концептуальні засади формування системи контролю і моніторингу ліквідності банку / О. В. Ісаєва, М. І. Самсонов, О. П. Заруцька // Управління ризиками банків : монографія у 2-х томах. Т.2. Управління ринковими ризиками та ризиками системних характеристик / [А. О. Єпіфанов, Т. А. Васильєва, С. М. Козьменко та ін.] / за ред. д-ра екон. наук, проф. А. О. Єпіфанова та д-ра екон. наук, проф. Т. А. Васильєвої. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2012. – С. 151 – 157 (0,28 друк. арк.). *Особистий внесок: визначено основні елементи системи державного контролю ліквідності банків в Україні з боку НБУ (0,16 друк. арк.).*

Статті у наукових фахових виданнях України

3. Leonov S. V. Determinants of government bond spreads in Ukraine and new EU members / S. V. Leonov, O. V. Isaieva // Актуальні проблеми економіки. – 2014. – №5 (155). – С. 416-425 (0,64 друк. арк.). *Особистий внесок: запропоновано модель зміни спреда державних облігацій (0,55 друк. арк.).*
4. Ісаєва О. В. Фактори ефективності державно-приватного партнерства як однієї з провідних форм участі держави на фінансовому ринку в якості кредитора / О. В. Ісаєва // Вісник Української академії банківської справи. – 2014. – №1 (36). – С. 67 – 72 (0,34 друк. арк.).
5. Леонов С. В. Взаємозв'язок якості регуляторного управління та показників розвитку фінансового ринку України / С. В. Леонов, О. В. Ісаєва // Наука й економіка. – 2013. – Випуск 4 (32). – Том 2. – С. 66 – 72 (0,41 друк. арк.). *Особистий внесок: формалізовано взаємозв'язок між якістю регулювання фінансового ринку та рівнем його стабільності (0,35 друк. арк.).*

6. Ісаєва О. В. Держава як продавець ресурсів на фінансовому ринку / О. В. Ісаєва // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії і практики. – 2012. – Випуск 2(13). – С. 276 – 282 (0,39 друк. арк.).
7. Ісаєва О. В. Проблеми і перспективи управління зовнішнім державним боргом України / О. В. Ісаєва // Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. – 2012. – №3. – Т. 1. – С. 171 –175 (0,36 друк. арк.).
8. Ісаєва О. В. Особливості функціонування сучасних внутрішніх ринків державних цінних паперів / О. В. Ісаєва // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – 2012. – Вип. 35. – С. 277-284 (0,39 друк. арк.).
9. Гриценко Л. Л. Роль банків у фінансуванні проектів державно-приватного партнерства / Л. Л. Гриценко, О. В. Ісаєва // Економіка. Фінанси. Право. – 2011. – №6. – С. 26 – 29 (0,37 друк. арк.). *Особистий внесок: обґрунтовано стратегічні напрямки діяльності держави щодо залучення банків до участі у програмах державно-приватного партнерства (0,3 друк. арк.).*

Статті у зарубіжних наукових виданнях

10. Isaieva O. V. An investigation of the quality of financial market regulation of Ukraine / O. V. Isaieva // Nauka i studia. – 2013. – № 14 (82). – P. 25 – 30 (0,30 друк. арк.).

Публікації у збірниках матеріалів конференцій

11. Ісаєва О. В. Тенденції розвитку державно-приватного партнерства в Україні / О. В. Ісаєва // Економіка: сучасні проблеми та перспективи розвитку. Матеріали міжнародної науково-практичної конференції (м. Харків, 23-24 травня 2014 року). – Херсон : Видавничий дім «Гельветика», 2014. – С. 66 – 69 (0,11 друк. арк.).
12. Ісаєва О. В. Вплив державних інвестицій на економічний розвиток / О. В. Ісаєва // Актуальні питання фінансово-економічного розвитку держави та регіонів: збірник тез наукових робіт учасників Міжнародної науково-практичної конференції для студентів, аспірантів та молодих учених (м. Київ, 20-21 червня 2014 р.). У 2-х частинах. – К. : Аналітичний центр «Нова економіка», 2014. – Ч. 2. – С. 110-114 (0,20 друк. арк.).
13. Ісаєва О. В. Склад інвесторів державних облігацій в Україні та економічно розвинених країнах / О. В. Ісаєва // Розвиток економічної науки на сучасному етапі: матеріали міжнародної науково-практичної інтернет-конференції економічного спрямування. – Тернопіль, 2013. – С. 49 – 51 (0,09 друк. арк.).
14. Ісаєва О. В. Особливості державного регулювання фінансових ринків на початкових стадіях розвитку / О. В. Ісаєва // Фінанси України: Глобальні та національні імперативи розвитку: Матеріали XVI Міжнародної науково-практичної конференції: м. Дніпропетровськ, 30-31 березня 2012 р. – Збірник наукових праць: Вид-во «Інновація», Дніпропетровськ. – С. 11 – 13 (0,07 друк. арк.).
15. Ісаєва О. В. Проблеми наднаціонального регулювання фінансового ринку в умовах глобалізації / О. В. Ісаєва // Збірник тез II Всеукраїнської науково-практичної конференції «Фінансова система України: стан, проблеми,

- перспективи». – 18-19 квітня 2012 р. – Херсон. – Ред.-вид. Центр «Колос». – ХДАУ. – 2012. – С. 94 – 96 (0,10 друк. арк.).
16. Ісаєва О. В. Небанківські інституційні інвестори на ринку державних цінних паперів / О. В. Ісаєва, Л. В. Піддубна // Інформаційні технології, економіка та право: стан та перспективи розвитку : матеріали міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених та студентів, 28-31 березня 2012 р. / У 2 частинах. Ч. 1 / М-во освіти і науки, молоді та спорту України, ПВНЗ «Буковинський університет». – Чернівці : Книги – ХХІ, 2012. – С. 174 – 175 (0,09 друк. арк.). *Особистий внесок: порівняно структуру власників ОВДП в Україні та інших країнах світу (0,06 друк. арк.).*
17. Исаева Е. В. Влияние рекомендаций Группы 30 на функционирование финансового рынка Украины / Е. В. Исаева // Мировой опыт и экономика регионов России. Сборник научных работ. Вып. 9. По материалам X Международной научной конференции (г. Курск, 6 апреля 2012 года) / Под ред. проф. Л. А. Дремовой. – Курск: ООО ЦР „Лоцман”, 2012. – С. 62 – 64 (0,16 друк. арк.).
18. Hrytsenko L. L. Banks participating in the public-private partnership / L. L. Hrytsenko, O. V. Isaieva // Materiály VII mezinárodní vědecko-praktická konference «Věda a technologie : krok do budoucnosti – 2011». 27 února – 05 března 2011 roku. – Díl 1. Ekonomické vědy : Praha. Publishing House «Education and Science» s.r.o. – P. 7 – 9 (0,14 друк. арк.). *Особистий внесок: обґрунтовано роль держави у проектах державно-приватного партнерства з банками на фінансовому ринку (0,1 друк. арк.).*

АНОТАЦІЯ

Ісаєва О. В. Оцінка діяльності держави на фінансовому ринку України. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит. – Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”, Суми, 2015.

Дисертаційне дослідження присвячене розробці методичного підґрунтя оцінювання діяльності держави на ФР України в якості продавця і покупця ресурсів, регулятора та фінансового посередника. В дисертації обґрунтовано сутність, форми та інструментарій фінансового посередництва держави на ФР; розроблено дворівневий підхід до оцінювання якості державного регулювання ФР України та оцінено його вплив на стійкість розвитку окремих сегментів ФР; розроблено методичні засади оцінювання спреду доходності державних облігацій України та оптимізації структури їх утримувачів з урахуванням загроз боргової безпеки (як характеристик діяльності держави як покупця на ФР); обґрунтовано найбільш релевантні фактори впливу на результативність діяльності держави на ФР як продавця фінансових ресурсів, зокрема – при реалізації проектів державно-приватного партнерства.

Ключові слова: держава, фінансовий ринок, фінансове посередництво держави, спред доходності державних облігацій, якість державного регулювання фінансового ринку, державно-приватне партнерство.

АННОТАЦИЯ

Исаева Е. В. Оценка деятельности государства на финансовом рынке Украины. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.08 – Деньги, финансы и кредит. – Государственное высшее учебное заведение “Украинская академия банковского дела Национального банка Украины”, Сумы, 2015.

Диссертационное исследование посвящено разработке методических основ оценки деятельности государства на финансовом рынке (ФР) Украины в качестве продавца, покупателя, регулятора и финансового посредника.

В диссертации обосновано, на ФР государство может выполнять функции не только регулятора, покупателя и продавца, а и финансового посредника – при аккумулировании ресурсов специализированными внебюджетными фондами через целевые государственные облигации с последующим их распределением и перераспределением от имени государства другим хозяйствующим субъектам с целью дальнейшего целевого использования.

Разработан двухуровневый подход к оценке качества государственного регулирования ФР, который предполагает: 1) расчет индикаторов соблюдения в Украине международных стандартов защиты прав потребителей финансовых услуг, обеспечения прозрачности монетарной и финансовой политики, регулирования рынков ценных бумаг, банковской и страховой деятельности; 2) обобщение полученных оценок в рамках интегрального индекса.

Эмпирическим путем доказано наличие сильных корреляционных связей между индексом качества государственного регулирования ФР Украины и рядом индикаторов устойчивого развития отдельных его сегментов.

В контексте оценки стоимостных характеристик деятельности государства как покупателя ресурсов на ФР разработана трехкомпонентная модель для расчета спреда доходности государственных облигаций, в которой основные входные параметры выбраны методом главных компонент.

В контексте оценки количественных характеристик деятельности государства как покупателя ресурсов на ФР обоснована оптимальная структура групп держателей государственных облигаций в контексте предотвращения угроз долговой безопасности Украины: монополизации на рынке государственных ценных бумаг, потери национального финансового суверенитета и формирования в экономике скрытого эмиссионного механизма.

В контексте оценки деятельности государства на ФР как продавца финансовых ресурсов эмпирически подтверждено наличие корреляционных связей динамики успешно реализованных проектов государственно-частного партнерства в Украине с динамикой отдельных индикаторов социально-экономического развития страны.

Ключевые слова: государство, финансовый рынок, финансовое посредничество государства, спрэд доходности государственных облигаций, качество государственного регулирования финансового рынка, государственно-частное партнерство.

SUMMARY

Isaieva O.V. Estimation of state activity at the financial market of Ukraine. – Manuscript.

The dissertation for reception of scientific degree of candidate of economic science on speciality 08.00.08 – Money, finance and credit. – State Higher Educational Institution «Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine», Sumy, 2015.

Dissertation is devoted to the development of methodological basis of the evaluation of state at the Ukrainian financial market as a seller and buyer resources, regulatory and financial intermediary. The essence, forms and tools of financial intermediation in state financial market are discovered; a two-tiered approach to the evaluation of the quality of regulation Ukrainian financial market is developed and its impact on the stability of individual segments financial market is assessed; methodical bases of spread assessment yield government bonds of Ukraine is developed and structure of debt security holders according to their threats (as the characteristics of the state as a buyer for financial market) is optimized; the most relevant factors influencing performance of the state in financial market as seller of financial resources, in particular – in the implementation of public-private partnerships, is proved.

Key words: state, financial market, state financial intermediation, profitability spread of government bonds, quality of government regulation of financial market, public-private partnership.