



НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
«КИЄВО-МОГИЛЯНСЬКА АКАДЕМІЯ»

ФАКУЛЬТЕТ ЕКОНОМІЧНИХ НАУК
КАФЕДРА ФІНАНСІВ
ЦЕНТР ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНИХ
ДОСЛІДЖЕНЬ

ФІНАНСОВА СИСТЕМА В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ: ТЕОРІЯ, ПРАКТИКА ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ

Матеріали
Міжнародної науково-практичної конференції студентів, аспірантів та
молодих вчених
Київ, 19 березня 2025 року

КИЇВ
2025

РЕДАКЦІЙНА КОЛЕГІЯ

Збірника матеріалів конференції «Фінансова система в умовах глобальних викликів: теорія, практика та перспективи розвитку: Матеріали міжнародної науково-практичної конференції студентів, аспірантів та молодих вчених»:

Прімерова О. К., к.е.н, завідувач кафедри фінансів, НаУКМА

РЕЦЕНЗЕНТИ:

Приказюк Н. В., д.е.н., завідувач кафедри страхування, банківської справи та ризик-менеджменту Київського національного університету імені Тараса Шевченка

Житар М. О., д.е.н., професор кафедри фінансів Київського столичного університету імені Бориса Грінченка

*Матеріали в авторській редакції Затверджено до друку
Вченою радою ФЕН НаУКМА (протокол №9 від 24 вересня 2025 р.)*

Фінансова система в умовах глобальних викликів: теорія, практика та перспективи розвитку: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції студентів, аспірантів та молодих вчених (м. Київ, 19 березня 2025 р.) – Київ: НаУКМА. – 2025. – 2018 с.

Збірник матеріалів конференції «Фінансова система в умовах глобальних викликів: теорія, практика та перспективи розвитку» присвячено актуальним тенденціям і викликам сучасного економічного розвитку в Україні та в світі. Збірник містить наукові роботи молодих науковців, аспірантів і студентів факультету економічних наук НаУКМА та представників інших науково-дослідних установ та навчальних закладів, апробовані на міжнародній науково-практичній конференції «Фінансова система в умовах глобальних викликів: теорія, практика та перспективи розвитку» (м. Київ, 19 березня 2025 р.).

Збірник призначено для науковців, фахівців-економістів, а також аспірантів та студентів вищих навчальних закладів.

© Автори, 2025

ЗМІСТ

Арістов О. С. ВЕНЧУРНЕ ІНВЕСТУВАННЯ У РОЗВИТОК ТЕХНОЛОГІЙ ДИСТАНЦІЙНОГО НАВЧАННЯ (EDTECH)	6
Bilyk Yaroslav PRIVATE EQUITY GOVERNANCE & VALUE CREATION IN PORTFOLIO COMPANIES	10
Буй Т. Г., Бояр Д. С. СУЧАСНА ПРОБЛЕМАТИКА КОРПОРАТИВНОГО ОПОДАТКУВАННЯ В УКРАЇНІ	18
Вовченко С. В. ВПЛИВ КРИЗОВИХ СИТУАЦІЙ НА ФІНАНСОВУ ГРАМОТНІСТЬ НАСЕЛЕННЯ НА ПРИКЛАДІ УКРАЇНИ	23
Войникова О. С. ПОДАТКОВА АМНІСТІЯ В УКРАЇНІ: РОЗВИТОК І ПРАКТИКА	27
Галицька Е. В., Донкоглова Н. А. ІННОВАЦІЙНІ МЕТОДИ НАВЧАННЯ У ВИЩІЙ ШКОЛІ	33
Гладких Д. М. ПЕРЕДУМОВИ ЗРОСТАННЯ КРЕДИТНОГО РИНКУ УКРАЇНИ	39
Глущенко С. В., Мазур О. О. ТЕХНОЛОГІЧНІ ІННОВАЦІЇ В ОЦІНЦІ КРЕДИТОСПРОМОЖНОСТІ В УКРАЇНІ	44
Голубцова С. О., Долінський Л. Б. РОЛЬ АЛЬТЕРНАТИВНИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ІНСТРУМЕНТІВ У ДИВЕРСИФІКАЦІЇ ПОРТФЕЛЯ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕСТОРІВ	48
Гуменчук Г. В. ЕМІСІЯ ГРОШЕЙ ЯК ІНСТРУМЕНТ МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ ДЕСТАБІЛІЗАЦІЇ: КЕЙС ГІПЕРІНФЛЯЦІЇ В ЗІМБАБВЕ	56
Гучевський С. А. ПРАВИЛА ТЕХНІЧНОГО АНАЛІЗУ НА ФІНАНСОВИХ РИНКАХ	61
Zhuk Vasyi EFFICIENCY CRITERIA FOR UKRAINE’S MONETARY POLICY	65
Кальсін Д. Р. ПОВЕДІНКА ІНВЕСТОРІВ У ПЕРІОДИ ГЛОБАЛЬНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ: АНАЛІЗ КРИЗ 2008, 2020 ТА 2022 РОКІВ	70
Коваленко Д. С., Скрипник А. В., Назаренко К. В. ГЛОБАЛЬНІ ВИКЛИКИ ДЛЯ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ	74
Kurdiukov Dmytro, Kaminskyi Andrii PROSPECTS OF MONETARY POLICY TRANSITION TO INFLATION TARGETING: THE CASE OF ARGENTINA	79

Корж Л. В. АЛЬТЕРНАТИВНІ ІНВЕСТИЦІЇ.....	85
Косяк О. Г. НАСЛІДКИ ДИСКРИМІНАЦІЇ ЛГБТ+ СПІЛЬНОТИ ДЛЯ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ.....	89
Markina Yelyzaveta ECONOMIC PREREQUISITES FOR THE APPLICATION OF THE GREEN LEAN SIX SIGMA APPROACH IN UKRAINE.....	94
Мороз М. Д. МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД ПОВОЄННОГО ВІДНОВЛЕННЯ ЕКОНОМІКИ. НАЙКРАЩІ ПРАКТИКИ ТА УРОКИ ДЛЯ УКРАЇНИ.....	100
Онищенко Б. Р. НЕДОЛІКИ ТРАДИЦІЙНИХ ТА СУЧАСНИХ АЛЬТЕРНАТИВНИХ ІНСТРУМЕНТІВ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ОЦІНКИ ДЛЯ СТАРТАПІВ ТА МОЛОДИХ КОМПАНІЙ.....	106
Пекло А. Р. ПРОБЛЕМИ ЗАКОНОДАВЧОГО РЕГУЛЮВАННЯ КРИПТОВАЛЮТИ. ОПОДАТКУВАННЯ ТА ФІНАНСОВИЙ КОНТРОЛЬ.....	110
Пилипенко К. Р., Селецька А. А. СТРЕС-ТЕСТУВАННЯ КОМЕРЦІЙНИХ БАНКІВ.....	116
Піддубна Л. В., Долінський Л. Б. АНАЛІЗ ДИНАМІКИ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ У ВОЄННИЙ ЧАС.....	122
Rorii Maksym, Primierova Olena THE CONSEQUENCES OF THE SHADOW ECONOMY.....	129
Пужак У. І., Долінський Л. Б. СУЧАСНІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ АКЦІЙ ПУБЛІЧНИХ КОМПАНІЙ НА РОЗВИНЕНИХ ФОНДОВИХ РИНКАХ.....	132
Руденко Є. О. НАПАД ТРАМПА НА ГЛОБАЛЬНУ ФІНАНСОВУ СИСТЕМУ: ЯК АМЕРИКА РУЙНУЄ ТЕ, ЩО САМА ЇЙ СТВОРИЛА?.....	137
Самошкіна А. І. ОСОБЛИВОСТІ РОЗВИТКУ РИНКУ ПРАЦІ УКРАЇНИ ДО ТА В УМОВАХ ПОВНОМАСШТАБНОГО ВТОРГНЕННЯ.....	141
Скоропад М. В., Хант С. М., Долінський Л. Б. АСИМЕТРИЧНА ІНФОРМАЦІЯ ТА КРЕДИТНИЙ СКОРИНГ: ПІДХІД БАЙЄСІВСЬКОЇ ГРИ.....	147
Слуцький Б. О. РОЗМЕЖУВАННЯ ПОПИТОВОГО ТА ПРОПОЗИЦІЙНОГО ТИСКУ НА СПОЖИВЧУ ІНФЛЯЦІЮ: НОВІ ПІДХОДИ ДО АНАЛІЗУ ТА ВИСНОВКИ ДЛЯ УКРАЇНИ.....	155
Сова Є. С. ПОТЕНЦІАЛ РОЗВИТКУ КРЕДИТНИХ СПІЛОК В УКРАЇНІ.....	159

Солтисьяк Р. Я. ЕФЕКТ ВИТІСНЕННЯ В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ	166
Терещенко І. Р. ОСОБЛИВОСТІ ТРАНСФОРМАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ ВІЙСЬКОВИХ ДІЙ: ДОСВІД ІЗРАЇЛЮ	170
Федорончук С. С. ЯК ХЛІБ КЕРУЄ ЕКОНОМІКОЮ?	177
Хирбу В. О. ФОНДОВИЙ РИНОК УКРАЇНИ: СТАН, ПРОБЛЕМИ ТА ШЛЯХИ ДО ЕФЕКТИВНОЇ ТРАНСФОРМАЦІЇ	181
Хозеєв В. М. «ІНВЕСТИЦІЙНА ПРИВАБЛИВІСТЬ УКРАЇНИ: СТАН, ЧИННИКИ ВПЛИВУ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ПОВОЄННОГО ВІДНОВЛЕННЯ»	186
Царук С. В. МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА ХОРВАТІЇ ПІД ЧАС ВІЙНИ	192
Chubukov Oleksandr PUBLIC FINANCE TRANSPARENCY IN UKRAINE: DYNAMICS AND IMPACT OF WAR	198
Яковенко С. С. МІЖНАРОДНІ ПРАКТИКИ ІНВЕСТУВАННЯ В ІННОВАЦІЙНИЙ СЕКТОР ЕКОНОМІКИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ЇХ ВТІЛЕННЯ В УКРАЇНІ	202
Якубець А. О. ОЦІНКА КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ: МЕТОДОЛОГІЯ ТА ПІДХОДИ	210
Якуненко К. В., Романюк А. О. ОСОБЛИВОСТІ ДИВІДЕНДНОЇ ПОЛІТИКИ ПУБЛІЧНИХ КОМПАНІЙ ТЕХНОЛОГІЧНОГО СЕКТОРУ: ПРИКЛАД США	214
Yardley Charlotte GLOBAL EXPERIENCE IN IMPLEMENTING THE ESG CONCEPT	216

ВЕНЧУРНЕ ІНВЕСТУВАННЯ У РОЗВИТОК ТЕХНОЛОГІЙ ДИСТАНЦІЙНОГО НАВЧАННЯ (EdTech)

Найбільшу необхідність у використанні технологій дистанційного навчання викликали карантинні обмеження на Covid-19, які були запроваджені майже у всіх країнах світу. Воєнний стан в Україні також викликав необхідність подальшого розвитку та вдосконалення технологій дистанційного навчання. Технології дистанційного навчання стають критичним інструментом, який надає можливість всім без винятку зацікавленим особам отримати освіту будь-якого рівня. Для розвитку технологій дистанційного навчання потрібні інвестиції.

Глобальні інвестиції у 2024 р. у розвиток технологій дистанційного навчання склали \$6,3 млрд. (+ 12,3 % у порівнянні із 2023 р.). У Європі найбільший обсяг інвестицій у технології дистанційного навчання (EdTech) у 2023 р. внесли наступні країни: Великобританія – \$547 млн., Франція – \$162 млн., Німеччина 111 млн., Австрія – \$97 млн., Україна – \$84 млн., Іспанія - \$82 млн. [1]. Європейська політика венчурного фінансування формування діджитал-навичок та оснащення для систем дистанційного навчання реалізується через програми Digital Europe, Erasmus+, Horizon Europa, RRF. На період 2025-2027 рр. у Digital Europa затверджено бюджет на \$1,3 млрд. на розвиток технологій штучного інтелекту (ШІ), кібербезпеку, цифрові навички та окремі конкурси на розробку дистанційних технологій навчання. Технології дистанційного навчання потребують формування сучасної техніко-технологічної бази, доступу до Інтернету, діджитал-навичок у споживачів послуг дистанційного навчання.

В Україні зростає рівень оснащення навчальних закладів сучасними комп'ютерами, лабораторіями з мультимедійним обладнанням, проводиться підвищення кваліфікації викладачів щодо підвищення рівня їх діджитал-навичок.

Це робить дистанційне навчання більш привабливою сферою як для споживачів освітніх послуг, так і для інвесторів. Враховуючи воєнний стан в Україні Міністерством освіти України видано наказ про проведення навчання в очному форматі у більш безпечних регіонах країни та у змішаному або повністю дистанційному форматі у небезпечних регіонах України. Навіть при проведенні освітнього процесу в очному форматі засоби дистанційного навчання (система Moodle, Teams, Class Room тощо) залишаються активними допоміжними засобами управління навчальним процесом. Системи Moodle та Class Room є найбільш популярними в українських закладах освіти. Систему Moodle використовуються більшість закладів вищої освіти, а Class Room більш популярна у закладах загальної середньої освіти. Moodle є ефективним інструментом для організацій навчального процесу, взаємодії між викладачем та студентом, співпраці та оцінювання досягнень студента. Moodle налічує 46 551 947 курсів з більше ніж 242 країн і кількість навчальних курсів зростає щорічно. У США та Канаді домінують чотири системи дистанційного навчання: Canvas, Blackboard, Brightspace та Moodle. Ці чотири системи складають 95 % ринку дистанційних освітніх послуг.

За проведеним опитуванням студентів закладів вищої освіти України щодо переваг та недоліків сучасних технологій дистанційної освіти, які вони використовують у своєму навчанні, отримано наступні висновки (табл. 1).

Система дистанційного навчання Moodle, яка найбільш популярна в навчальних закладах України, попри всі свої переваги безкоштовного доступу та зрозумілого інтерфейсу має також і свої недоліки. Moodle потребує регулярного оновлення, підтримки, а також технічної підтримки для вирішення можливих проблем. У Moodle можуть виникати проблеми з інтеграцією з іншими системами, що може ускладнювати використання для деяких установ або користувачів.

Таблиця 1. Переваги та недоліки сучасних технологій систем дистанційного навчання, які використовуються у закладах вищої освіти України (переважно Moodle)

Переваги технологій дистанційного навчання	Недоліки технологій дистанційного навчання
Надає можливість отримати інформацію та провести заняття навіть під час повітряних тривог в укритті.	Немає можливості користуватися системою дистанційного навчання в умовах відсутності електроенергії або Інтернету.
Дистанційна система навчання надає можливість поєднувати навчання з роботою, що для більшості студентів є важливим.	Відсутність живого спілкування із викладачем під час самостійного опрацювання навчального матеріалу знижує якість уваги та якість засвоєння матеріалу, якщо якийсь питання незрозуміле. Потрібна додаткова консультація.
При дистанційній формі навчання є економія грошових витрат та часу на транспорт, проживання в іншому місті.	Тривале перебування перед екраном монітору шкодить здоров'ю, знижує зір, викликає втомленість. Потребує додаткових реабілітаційних заходів.
Можна обрати індивідуальний темп навчання і зручний час.	Знижується розвиток соціальних навичок та командної роботи.
Дистанційне навчання надає можливість сформувати діджитал-компетенції, необхідні на сучасному ринку праці.	Потрібна висока самоорганізація та контроль під час здійснення навчання у дистанційному форматі. Є ризик відволікання на інші справи.
Доступ до курсів і програм університетів всього світу.	Складно сформувати практичні навички (інженерія, медицина).

Джерело: авторська розробка.

В Україні з 2020 р. укладено угод на венчурне інвестування на \$402 млн. Рекордний обсяг інвестування мав проєкт Grammarly, який у 2021 р. отримав рекордний обсяг інвестицій \$202 млн. У 2023 р. напрям технологій дистанційного

навчання (EdTech) був найактивнішим сегментом венчурного інвестування – 41 % від всіх венчурних угод. До найбільш перспективних українських проєктів дистанційного навчання (EdTech) за 2023-2024 рр. віднесені: Preply - \$120 млн. (2023-2024 рр.), GoIT - \$10 млн, EducateMe - \$3 млн., AllRight - \$1 млн., MaPanda – \$1,3 млн (2024 р.) [2].

Венчурне інвестування у розвиток технологій дистанційного навчання є перспективним видом інвестування. Прогнозується зростання обсягів дистанційного навчання в різних країнах світу та впровадження інноваційних технологій у цей процес, зокрема технологій штучного інтелекту (ШІ).

Список використаних джерел

1. Євростат. URL: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Category:Digital_economy_and_society
2. Міністерство економіки, довкілля та сільського господарства. Інвестиційна політика та міжнародне інвестиційне співробітництво. URL: <https://me.gov.ua/Documents/Detail/b6d0940d-2443-41c4-82ec-86e6d2e56973?lang=uk-UA&isSpecial=True&title=InvestitsiinaDiialnistVUkrainiZa2022-Rik>

PRIVATE EQUITY GOVERNANCE & VALUE CREATION IN PORTFOLIO COMPANIES

According to a leading strategy consulting firm Bain & Company, (PE) investments has been persistently yielding higher internal rate of return (IRRs) than public market indexes across all regions (2025, 32). Kaplan-Schoar public market equivalent (KS-PME) index denotes performance of PE investments compared to public market. According to BVCA, KS-PME index was 1.34 compared to FTSE and 1.41 to MSCI Europe between 2001 and 2022 (2023, 4).

Yet, the specific drivers of overperformance are debated in academic research (Yves Courtois and Tim Jenkinson 2022, 272). However, the key value creation factors are categorized as operational and financial improvements, and multiple expansion. According to a survey by Kaplan, Gompers, and Mukhlyamov, operational improvements were identified as the most significant factor in value creation by 97.2% of the 79 private equity investors (2016, 61). The study also considered several factors, including general business value growth 100% of responses, leverage 76.1%, industry-level multiple arbitrage 64.8%, and refinancing 36.6%. The emphasis on operational improvements indicates that investors prioritize fundamental business transformation¹.

Leveraged buyouts (LBOs) as the largest PE substrategy with 38% of total fundraising in 2024 (Bain 2025, 25). In an LBO private equity funds acquire major stake in undervalued firms using high leverage, conduct business transformation between 5 and 10 years and sell with a premium. Other PE strategies like growth equity, venture capital or distressed may not imply all the same cost cutting methods as LBOs due to different ownership structures.

¹ the surveyed investors considered 90.1% and 73.2% LBO and Growth Equity strategies respectively in another question section. This data distribution may create a representational bias.

Operational improvements are the most influential in buyout strategies and include various managerial policy decisions. But overall, the key goal is to optimize business operations and create higher economic value through delivering higher quality products or services, investing into profit divisions and cutting expenses. According to the study by Kaplan, Gompers, and Mukhalyamov, increase in revenue or improvements in demand factors 69.6% and improved incentives 65.1% were the most influential post-investment sources of value creation (Table 1). The observed data contain almost only operational factors, an exception for high value exit 58.8%, which is rather a product of all value drivers in PE deals.

Table 1. Post-investment sources of value creation. Data by an investor survey by Kaplan, Gompers, and Mukhalyamov (2016)

Source of value	% of responses
Increase revenue or improve demand factors	69.5
Improve incentives	65.1
Facilitate a high-value exit	58.8
Improve corporate governance	52.1
Make follow-on acquisitions	48.1
Reduce costs in general	47.4
Change senior management team other than CEO and CFO	47.1
Change CEO or CFO	42.9
Redefine the current business model or strategy	40.1
Improve IT or information systems	33.5
Introduce shares services	21.9
Bring on a strategic investor	13.5

Also, despite ambiguity in evidence across studies due to country and sector-specific effects, the most frequently cited research demonstrates positive performance changes in firms following buyouts:

- A study by Bloom, Sadun and Van Reenen suggests that PE-backed companies are better managed than non-PE-backed, owned by dispersed investors or family holdings (2015).
- A study of 103 restaurant chain buyouts in Florida by Bernstein and Sheen suggests that PE improves service safety and quality and generated higher returns as an outcome. This effect is achieved through headcount optimization, cheaper menu, better process monitoring, staff training and incentives (2013).
- A study of taken-private buyout targets in the US by Cohn, Nestoriak, and Wardlaw finds persistent decrease in workplace injuries and fewer violations of safety codes (2020). This evidence is associated with better overseeing practices. Better workplace safety results in a smaller number of legal cases, reputational misconducts and higher employee morale, and overall decreases nonproductive expenses.

Even though the 2016 survey, only 33% of investors said that improvements in IT are important (Table 1), the industry is rapidly adapting innovative tools in order to enhance productivity. For instance, Bain reports that by 2024 nearly 20% of PE portfolio firms had already experienced value creation by introduction of artificial intelligence (2025, 33).

Evaluation of environmental, societal, and governance factors (ESG) has been increasingly rising as a part of investment analysis over the last decade (Deborah S. Kidd, Young Lee, and Johan Vanderlugt 2021). Governance, as a key component of ESG, represents the quality of relationship management between corporate stakeholders, including shareholders, management, debtholders, employees, clients, suppliers, government and other risk-bearing agents. Also, governance was highly studied under institutional economics in agency and firm theories, which describe central in investments ownership structures (Jensen and Meckling 1976).

CFA Curriculum divides company ownership structures into dispersed and concentrated. Dispersed ownership implies that the number of shareholders is too high to allow any of them possess enough power over the whole corporation. This type can be attributed to public corporations, where the largest investors are financial institutions, and the rest are private, or individual. In contrast, in concentrated firms have majority

shareholders that enforce enough influence to choose the board of directors (Deborah S. Kidd, Young Lee, and Johan Vanderlugt 2022, 98-100). It is attributed to a major in PE direct investment method, were “strong” investors control “weak” managers by possessing both industry expertise and legal authority. In addition to shareholders, other stakeholders include “creditors, managers (executives), employees, directors, customers, suppliers, governments, and regulators” (Deborah S. Kidd, Young Lee, and Johan Vanderlugt 2022, 98). All the listed agents use their own interests that can substantially differ from those of owners. Investors typically want to increase shareholder’s equity through increasing the inherent firm value. In contrast, due to different incentive systems managers may rather focus on growing market capitalization, while debtholders on financial sustainability.

Michael Jensen wrote in his influential 1989 Harvard Business Review article “Eclipse of the Public Corporation” that a then-unusual for US activist investing was gradually replacing governance with weak shareholders (1989). Buyout portfolio firms have few majority shareholders, all of which are institutions with high competency in management. Unlike public, investment funds have not just enough resources and to hire professional consultants to advise about strategy, but also direct influence to implement this advice without resistance amid executives, created by possible conflict of interests (Yves Courtois and Tim Jenkinson 2022, 272).

In theory, executives of public corporations are to be controlled by three major forces: product markets, internal control systems overseen by the board of directors, and capital markets. But in practice, only the capital markets were influencing managerial decisions. Next Jensen’s arguments can be summarized in three main points. Firstly, active ownership had become powerless in regulatory acts ex-post the Great Depression. Institutional investors could at most sell their stock or vote on proxy, since almost never being represented on the boards. In contrast, in PE shareholders can influence management decisions. Secondly, Wall Street had gradually become more involved in managing companies in the late 1980s. Wall Street institutional investors were implementing controlling and overseeing mechanisms to ensure economic value creation, while managers

in public companies were more focused on increasing their empires with higher market cap. Thirdly, the compensation mechanism in leveraged buyouts incentivizes managers to use free cash flows on debt paydown, rather than to ineffectively keep it as cash on balance sheet. According to Jensen, managers were approximately 20 times more incentivized on value creation in LBOs rather than in public companies (1989). In addition, GPs are heavily incentivized to generate cash flows and cut unprofitable streams in distressed firms. Unlike for public companies, hard internal controls make managers more able to execute tough operational decisions like divesting from large cash-losing departments (Cendrowski 2012, 170).

One important feature of a non-listed enterprise is that managers are not depended on market sentiment. Public investors are incentivized on payout, but not on reinvestment rate. On one hand, market pressure makes stock price move as the management takes good or bad decisions. On the other hand, some cases suggest that managers of public companies may sacrifice long-term shareholder value in order to uplift the current stock price. While in public firms management fees are linked largely to stock price, in public firms they are rather linked to yearly financials and multiple expansion, in case with buyout strategies (Cendrowski 2012, 167-170).

However, during the last 35 years the corporate governance landscape has drastically shifted. A more recent 2018 study by Doidge, et al. suggests that after Jensen's 1989 paper stock exchanges has been remaining as one of dominant fundraising sources for both small and large corporations (2018). However, the authors add that there is difference for firms with mostly tangible and intangible assets. Companies with high share of intellectual property like IT and biotechnology find it difficult to convey individuals in intrinsic firm value. In contrast, PE or institutional investors with deep industry expertise are more aware to project cash flows considering specific risks. The process of finding the required rate of return for specific firms highly depends on unsystematic risk, subjectively perceived by each investor. Therefore, is it apparent that firms with little understanding among stakeholders have unfair cost of capital and then add or subtract extra financial costs.

Moreover, institutional investors became more represented on director boards and therefore more actively engage in corporate managing. Secondly, the rise of ESG standards increased shareholder monitoring. Thirdly, the popularity of dual-share common stock system in tech corporations made it easier to separate founders and other shareholder influence. Overall, Jensen's arguments ensure that dispersed ownership structure can suffer due to low management controls. Furthermore, this may not imply for venture capital and growth equity funds. Because those strategies are rarely involved as majority investors, they do not possess such shareholder influence as buyouts. But, considering it is still unlisted private equity, it is possible to advice portfolio companies.

Another advantage of privately owned companies is that investors have greater control over the selection of board members. In contrast, in public firms, managers often influence the appointment of independent directors, who are intended to oversee their work. As a result, executives may select sympathetic to them individuals such as friends or close colleagues, thereby compromising the board's independence. Moreover, independent directors often lack both the financial stake and access to information necessary to challenge managerial decisions. This implies a conflict of interests, where the in depended on directors cannot be objective in their decisions. Since the purpose of the board is to select independent people with external to its company backgrounds that will inquire decisions of the CEO and act fairly, the agency-principal problem occurs in firms without strong ownership controls. Private equity owned firms, in contrast, often appoint own fund managers to portfolio firm boards as executives (Cendrowski 2012, 171-172). This direct influence allows eliminate possible conflict of interest between a CEO, focused on short term compensation and shareholders, focused on long-term value creation. Moreover, according to the same investor survey, the highest desired numbers in the board of directors are 4 in 32.8% and 7 in 46.9% of responses. In addition, inside directors share 1.6, PE directors 2.8 and outside directors 1.7 seats mean (Kaplan, Gompers, and Mukharlyamov 2016, 57), which confirms the widespread use of active investing in private equity.

A few recent cases of poor governance in large corporations show harmful effects for both enterprises and investors:

- Enron (2001): Insufficient oversight among investors, analysts and government regulators had not recognized accounting fraud with over \$20 billion of off-balance sheet debt resulted in the largest in US history bankruptcy (Wendy Zellner and Stephanie Anderson Forest 2001).
- WeWork (2019): Inadequate corporate governance and unchecked executive autonomy under CEO Adam Neumann contributed to a failed initial public offering (IPO) and a significant decline in valuation (The Economist 2019).
- FTX (2022): Cheap money, weak oversight and regulation unintentionally permitted expansion of a fraudulent business scheme, similar to Enron (Emily Nicolle and Katie Greifeld 2022).

Despite of different industries and corporate structures, all of those cases share the same issue with weak shareholder monitoring systems. However, even though PE fund firms can eliminate the conflict of interest, they still can not ensure complete efficiency of controllable management decisions.

In conclusion, private equity investments show to overperform the public market. The sources of value creation in private equity consist of operational and financial improvements, and multiple expansion. Moreover, the impact is concentrated in operational changes like increase in revenues, divestments from unprofitable divisions, improving incentives and reviewing business model. The quality of governance that enables PE funds to conduct operational improvements depends on ownership structure. However, activism investing is not solely attributed privately held companies with concentrated ownership but is also widespread in modern public firms with institutional investors that create strong monitoring and incentive systems. Beside operational changes, other value creation factors from financial improvements or leverage in private equity remain subjects for further research.

References

1. Bain. 2025. “Global Private Equity Report 2025.” Bain & Company, Inc. <https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/>.
2. Bernstein, Shai, and Albert Sheen. 2013. “The Operational Consequences of Private Equity Buyouts: Evidence from the Restaurant Industry.” SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY: Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2336672>.
3. Bloom, Nicholas, Raffaella Sadun, and John Van Reenen. 2015. “Do Private Equity Owned Firms Have Better Management Practices?” *American Economic Review* 105 (5): 442–46. <https://doi.org/10.1257/aer.p20151000>.
4. BVCA. 2023. “Performance and Public Market Equivalent Report 2022.” The British Private Equity & Venture Capital Association.
5. Cohn, Jonathan B., Nicole Nestoriak, and Malcolm Wardlaw. 2020. “Private Equity Buyouts and Workplace Safety.” SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY: Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2728704>.
6. Deborah S. Kidd, Young Lee, and Johan Vanderlugt. 2021. “Environmental, Social, and Governance (ESG) Considerations in Investment Analysis.” In *Corporate Issuers and Equity*, 3:499. 2022 CFA® Program Curriculum Level II. Wiley.
7. Doidge, Craig, Kathleen M. Kahle, G. Andrew Karolyi, and René M. Stulz. 2018. “Eclipse of the Public Corporation or Eclipse of the Public Markets?” *Journal of Applied Corporate Finance* 30 (1): 8–16. <https://doi.org/10.1111/jacf.12272>.
8. Emily Nicolle and Katie Greifeld. 2022. “Bankman-Fried: From Crypto King to King of Tech Bubble’s Losers.” *Bloomberg*, November 12, 2022, sec. Crypto. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-11-12/bankman-fried-from-crypto-king-to-king-of-tech-bubble-s-losers>.
9. Harry Cendrowski, Louis W. Petro, James P. Martin, and Adam A. Wadecki. 2012. *Private Equity: History, Governance, and Operations*. 2nd ed. Wiley.
10. Jensen, Michael C. 1989. “Eclipse of the Public Corporation.” *Harvard Business Review*, 1989. <https://hbr.org/1989/09/eclipse-of-the-public-corporation>.
11. Jensen, Michael C., and William H. Meckling. 1976. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.” SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY: Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.94043>.
12. Kaplan, Steven N., Paul A. Gompers, and Vladimir Mukharlyamov. 2016. “What Do Private Equity Firms Say They Do?” SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY: Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2447605>.
13. The Economist. 2019. “Would WeWork’s Implosion Pose a Systemic Risk?” *The Economist*, September 28, 2019. <https://www.economist.com/business/2019/09/28/would-weworks-implosion-pose-a-systemic-risk>.
14. Wendy Zellner and Stephanie Anderson Forest. 2001. “The Fall of Enron.” *Bloomberg*, December 17, 2001. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2001-12-16/the-fall-of-enron>.
15. Yves Courtois and Tim Jenkinson. 2021. “Private Equity Investments.” In *Derivatives, Alternative Investments, and Portfolio Management*, 5:585. 2022 CFA® Program Curriculum Level II. Wiley.

Буй Т. Г.

Доцент кафедри фінансів, НаУКМА

Бояр Д. С.

Магістр кафедри фінансів, НаУКМА

СУЧАСНА ПРОБЛЕМАТИКА КОРПОРАТИВНОГО ОПОДАТКУВАННЯ В УКРАЇНІ

Вступ та постановка проблеми. Корпоративне оподаткування посідає ключове місце у податковій системі держави, оскільки виконує одразу кілька важливих функцій: забезпечує сталу дохідну базу бюджету, формує умови ведення бізнесу, а також впливає на інвестиційну активність внутрішніх і зовнішніх інвесторів. Відповідно, ефективність корпоративного оподаткування, яке в Україні забезпечується здебільшого податком на прибуток підприємств, визначає фінансову стабільність держави, конкурентоспроможність підприємств і привабливість країни для інвесторів.

Виклад основного матеріалу. Податок на прибуток або інші альтернативні форми корпоративного оподаткування є важливими джерелами доходів державного бюджету. У більшості країн світу корпоративні податки забезпечують істотну частку податкових надходжень – у середньому від 5 до 15%, що підтверджується даними рис. 1. Корпоративне оподаткування є також важливим джерелом формування дохідної частини державного та місцевих бюджетів України, розподіляючись між ними відповідно до встановленої законодавчої пропорції. Рівень і структура корпоративних податкових надходжень впливають на здатність держави реалізовувати соціальні програми, підтримувати економічну інфраструктуру та здійснювати стратегічне планування розвитку.

Рівень корпоративного оподаткування безпосередньо впливає на умови ведення бізнесу в Україні. Високе податкове навантаження може зменшувати рентабельність підприємств, обмежувати їх інвестиційні можливості та стимулювати ухилення від оподаткування. Згідно з дослідженнями, складність

податкового законодавства та часті його зміни створюють додаткові адміністративні бар'єри для бізнесу. Відповідно, корпоративне оподаткування впливає не лише на фінансові результати компаній, а й на їхні адміністративні витрати, облік, планування та інвестиційні стратегії. У цьому контексті актуальним є питання адміністративного навантаження, що покладається на бізнес у зв'язку з обчисленням та сплатою податку на прибуток.

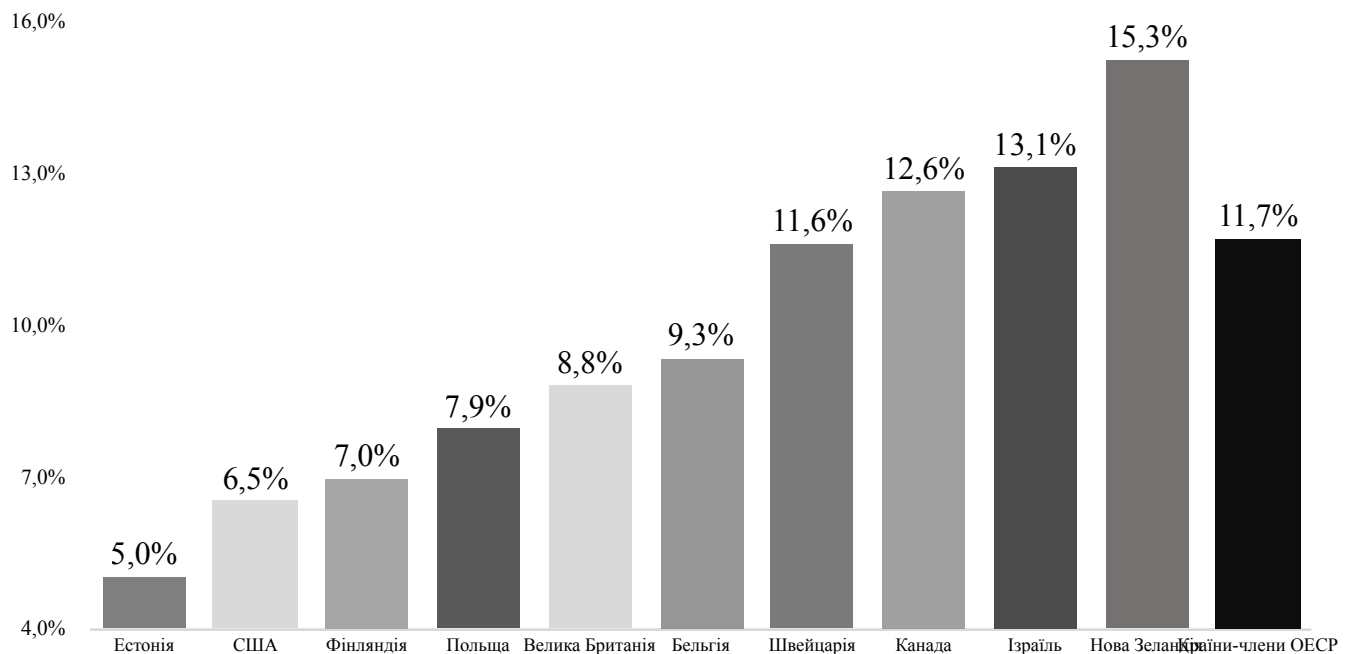


Рисунок 1. Частка надходжень від корпоративного оподаткування у загальній структурі податкових надходжень провідних країн світу, %
Джерело: побудовано авторами на основі даних [2, 3]

Згідно з даними Світового банку (міжнародний рейтинг Paying Taxes), у 2020 р. українські компанії в середньому витрачали близько 36,5 годин на підготовку звітності з податку на прибуток. Це більше, ніж у країнах Західної Європи (наприклад, в Естонії – лише 5 годин), але менше, ніж у Польщі – 59 годин [4]. Враховуючи те, що протягом 2021-2025 рр. законодавство, яке регулює корпоративне оподаткування, постійно ускладнювалося та передбачало все нові вимоги до платників податків, кількість годин, необхідних для адміністрування

корпоративного оподаткування, значно збільшилася. Більше того, компанії часто змушені звертатися за податковими консультаціями до консалтингових компаній у зв'язку зі складністю адміністрування податку. У свою чергу, це зумовлює виникнення додаткових адміністративних витрат підприємств. Така ситуація свідчить про те, що, незважаючи на часткову цифровізацію, податкове адміністрування в Україні все ще потребує спрощення.

Крім того, корпоративне оподаткування є одним із ключових факторів, що впливають на інвестиційний клімат країни. Високі ставки податку на прибуток можуть стримувати як внутрішні, так і зовнішні інвестиції, зменшуючи чистий прибуток підприємств та їхню здатність до реінвестування. Згідно з дослідженнями, зростання податкового навантаження та ускладнення податкового адміністрування мають дестимулюючий ефект на обсяг капітальних інвестицій. Тому для підвищення податкової конкурентоспроможності України доцільно знижувати податкове навантаження на бізнес у міжнародному порівнянні.

Наразі, як і у довоєнний час, Україна має високий рівень корпоративного податкового навантаження – понад 3% ВВП у 2021-2022 рр., що є вищим, ніж у більшості країн ЄС. Наприклад, в Естонії цей показник становить менше ніж 1%, у Великій Британії – близько 2%, у Польщі – близько 2,5%. Така динаміка свідчить про надмірне податкове навантаження на підприємства в Україні та низький рівень податкової конкурентоспроможності країни.

Податкову привабливість країни можна оцінити за допомогою міжнародних рейтингів, наприклад, індексу податкової свободи. Цей індекс враховує як граничні ставки корпоративного та особистого оподаткування, так і загальний рівень податкового навантаження (рис. 2).

У період з 2014 р. до 2023 р. Україна демонструвала поступове зростання індексу – з 79 балів до 90, піднявшись до 30-го місця у світовому рейтингу. Проте у 2024 р. відбулося різке зниження – до 68 балів і 149-го місця, що у першу чергу

пов'язано зі зростанням граничної ставки податку на прибуток банків до 50%, що враховується у методології індексу.

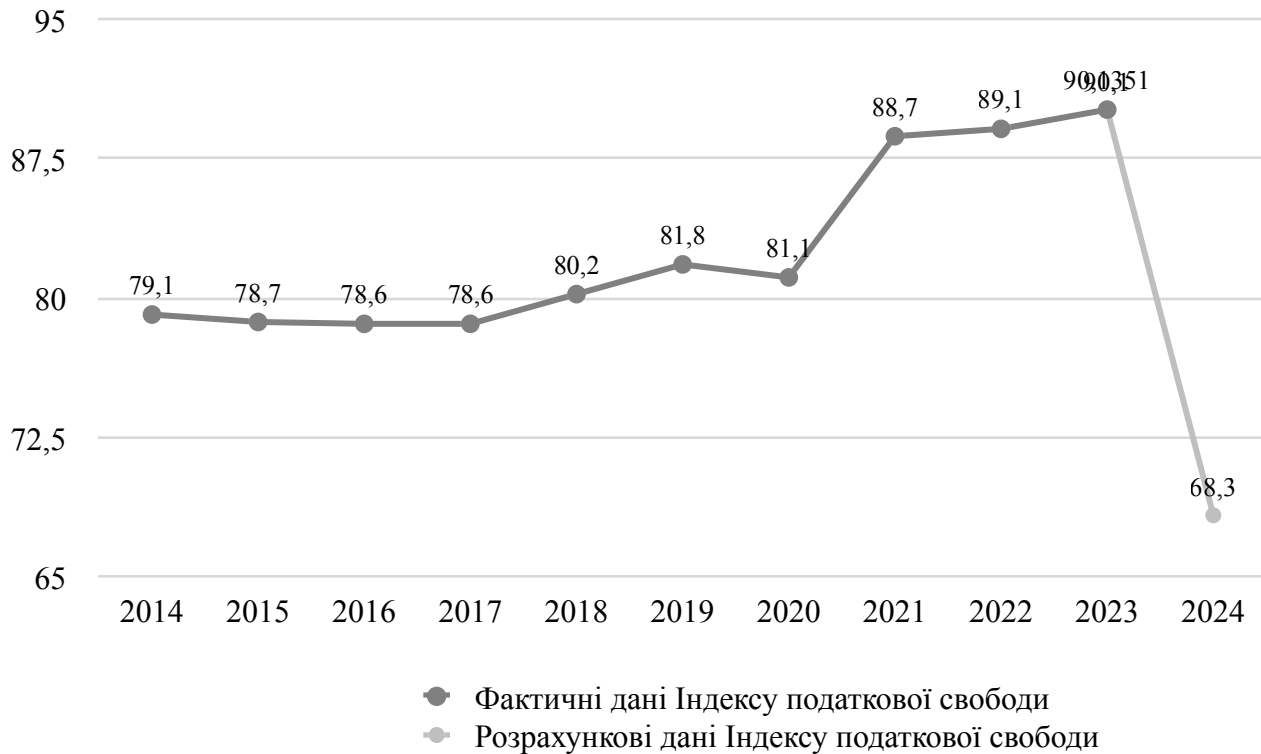


Рисунок 2. Динаміка зміни індексу податкової свободи України протягом 2014-2024 рр., бали.

Джерело: Побудовано авторами на основі [1] та власних розрахунків.

Причини цього погіршення полягають не лише у формальних змінах ставок, але й у поступовому згортанні податкових пільг, запроваджених у 2022 р. для підтримки економіки в умовах війни. Зокрема, було скасовано знижену ставку єдиного податку для усіх підприємств, поновлено плату за землю та екологічні податки тощо. Водночас темп зростання податкових надходжень випередив темп зростання ВВП, що призвело до збільшення податкового навантаження як у номінальному, так і в структурному вимірі. Це підтверджує, що навіть формально незмінна ставка податку на прибуток може мати суттєвий вплив через супутні фіскальні рішення.

Висновки та рекомендації. Податкова конкурентоспроможність України суттєво знизилася протягом останніх років, що, своєю чергою, зумовлює обережність інвесторів у прийнятті рішень щодо розміщення капіталу. Зростання податкового навантаження, відсутність стабільності у фіскальній політиці та часті зміни податкового законодавства формують середовище високої невизначеності, у якому іноземні компанії дедалі частіше відмовляються від розширення присутності або повністю виходять з українського ринку. Зважаючи на зазначене, корпоративне оподаткування в Україні – це не лише фіскальний інструмент, а й чутливий елемент економічної політики, що формує очікування, довіру та мотивації бізнесу. Існуючий механізм корпоративного оподаткування в Україні забезпечує суттєву частину доходів бюджету, однак потребує подальшого вдосконалення в частині адміністрування, прогнозованості та стимулювання розвитку. У період, коли Україна продовжує захищатись у виснажливій війні, економічно відновлюється та шукає шляхи інтеграції у європейський простір, податкова політика повинна стати не лише інструментом мобілізації ресурсів, а й потужним важелем економічного зростання. Для цього необхідно забезпечити збалансованість між фіскальною ефективністю та податковою конкурентоспроможністю, зберігаючи прозорість, стабільність і справедливість у підходах до оподаткування бізнесу.

Список використаних джерел

1. Data of The Index of Economic Freedom. URL: <https://www.heritage.org/index/pages/all-country-scores>.
2. OECD Data Explorer. Revenue Statistics – OECD countries. URL: [https://data-explorer.oecd.org/vis?tenant=archive&df\[ds\]=DisseminateArchiveDMZ&df\[id\]=DF_REV&df\[ag\]=OECD&dq=.1200.TAXGDP.&pd=2015%2C2022&to\[TIME_PERIOD\]=false&vw=tb](https://data-explorer.oecd.org/vis?tenant=archive&df[ds]=DisseminateArchiveDMZ&df[id]=DF_REV&df[ag]=OECD&dq=.1200.TAXGDP.&pd=2015%2C2022&to[TIME_PERIOD]=false&vw=tb).
3. Tax Foundation. Taxing Distributed Profits Makes Business Taxation Simple and Efficient. URL: <https://taxfoundation.org/blog/distributed-profits-tax-us-businesses/>.
4. World Bank Open Data, Paying Taxes. URL: <https://archive.doingbusiness.org/en/data/exploretopics/paying-taxes>.
5. Лук'яненко І. Г. Фінансова політика в умовах тінізації та дисбалансів на ринку праці: методологія та інструментарій. Київ: НаУКМА, 2020. 441 с.

ВПЛИВ КРИЗОВИХ СИТУАЦІЙ НА ФІНАНСОВУ ГРАМОТНІСТЬ НАСЕЛЕННЯ НА ПРИКЛАДІ УКРАЇНИ

Люди по всьому світу щодня стикаються із оплатою рахунків, беруть кредити, купують цінні папери, укладають фінансові договори та керують власними активами. За усіма цими операціями стоїть певний індивід, який і має прийняти раціональне фінансове рішення. Однак, часто, через нестачу базових знань у фінансовій сфері вони припускаються тих самих помилок. Люди бояться інвестувати свої кошти, зберігають їх «під матрацом», не накопичують кошти собі на старість, а сподіваються на мізерну пенсію. Деякі індивіди уникають складніших фінансових рішень чи механізмів, оскільки бояться помилитися і залишитися ні з чим. У цей же час, це змушує їх залишатися у тій же фінансовій ситуації все життя а іноді ризикують залишитися за межею бідності, не в змозі забезпечувати себе у старості.

Низький рівень фінансової грамотності населення - це глобальна проблема, яка стосується не лише окремих людей і сімей, але й державу загалом. Вона формує передумови до нестабільності ринку, зростання заборгованості країни та економічних криз. Як приклад, можна привести те, що фінансово неграмотне населення часто приймає необдумане кредитне рішення або стає учасником фінансових пірамід, що в підсумку підриває економічну стабільність. Фінансова грамотність особливо актуальною є сьогодні, оскільки складність фінансових ринків стрімко зростає, а необізнаність громадян призводить до боргових криз і зниження загального рівня життя суспільства. Без належних знань, люди стають вразливими до фінансових махінацій та вчиняють необдумані рішення [1].

Під час кризи, фінансова грамотність українців є критично важливою для забезпечення економічної стійкості країни. У період воєнного стану Національний банк України продовжує впроваджувати заходи для підтримки фінансової стійкості. Зокрема, це зниження облікової ставки до 16% річних, що впливає на вартість кредитів та депозитів. Важливо, щоб громадяни розуміли, як макроекономічні показники впливають на їхні особисті і вміли вправно підлаштовуватися під різноманітні кризові ситуації. Однак, без належних знань, люди не користуються можливостями або можуть неправильно інтерпретувати економічні знаки. Підвищення фінансової грамотності допомагає уникнути паніки та розколу, а також навчає приймати обґрунтовані рішення [2].

Згідно з дослідженнями проєкту USAID «Трансформація фінансового сектору» у співпраці з Національним банком України, у 2021 року індекс фінансової грамотності українців зріс до 12.3 з 21 можливого. Це є незначним покращенням порівняно із оцінкою 11.6 у 2018 році. Ми можемо це пов'язати із пандемією Covid-19 у 2020 році. Вимушені карантинні обмеження, втрата стабільності та скорочення на роботі, економічна нестабільність спонукали українців переглянути свої фінансові звички, приділяти більше уваги заощадженням, інвестуванням та плануванню бюджету. Саме ці фактори сприяли підвищенню рівня фінансової грамотності у більшості країн світу [3].

У 2024 році була затверджена стратегія розвитку фінансової грамотності українців до 2030 року, яка спрямована на формування раціональної фінансової поведінки серед населення. Документом передбачено поступове впровадження реформ, спрямованих на підвищення фінансової грамотності серед усіх верств суспільства, від дітей до дорослих. Велика увага у цій стратегії приділяється підготовці викладачів, які зможуть викладати курси фінансової грамотності. Ці курси планують впроваджувати не тільки в школах, але й проводити заходи задля підвищення фінансової кваліфікації серед дорослого населення, яке включає пенсіонерів, військовослужбовців, ветеранів і людей з інвалідністю. Перші

результати реалізації стратегії вказують на позитивні зрушення і незначне підвищення рівня фінансової грамотності. Загалом, реалізація стратегії ґрунтується на п'ятьох стратегічних цілях, котрі включають у себе: якісну базову фінансову освіту, для дітей, молоді і освітян; відповідальне фінансове життя і споживання, для працездатного дорослого населення; фінансово обізнані підприємці, для усіх підприємців; просунута цифрова фінансова грамотність для усі верств суспільства; сприятлива екосистема для розвитку фінансової грамотності. Усі цілі включають у себе 22 ініціативи [4].

Варто розуміти, що для поставлення усіх цілей потрібно продовжувати активну співпрацю між державними органами, освітніми установами та громадськістю. Не варто також забувати про міжнародний досвід покращення фінансової грамотності населення та адаптувати найкращі з практик в українські реалії. Кожен громадянин має усвідомити важливість фінансової освіти та активно залучатися до процесу підвищення власної обізнаності. Лише за допомогою і згодою до співпраці усіх сторін, може бути досягнутий задовільний рівень фінансової грамотності, який призведе до зменшення рівня бідності в країні, забезпечить стабільність фінансової системи та підвищить ефективність виробництва.

Отже, ми можемо стверджувати, що фінансова грамотність є ключовим фактором для підвищення добробуту населення. Щоб досягти сталого розвитку цієї мети, потрібно активно проводити освітні програми не лише серед дітей, але й серед дорослого населення. Важливо, щоб ці програми зачіпали не лише теоретичний аспект, але й практичний, які дозволять ефективніше оперувати своїми фінансами. Належний рівень фінансової грамотності сприятиме підвищенню рівня життя громадян та ефективний економічний розвиток країни [5].

З цією метою в Україні і було затверджено стратегію розвитку фінансової грамотності до 2030 року, спрямовану на фінансову обізнаність населення та

формування раціональної фінансової поведінки. Спільні зусилля державних органів, освітніх установ та фінансових організацій забезпечить стрімкий зріст і завдяки цьому українці зможуть більш впевнено приймати фінансові рішення, інвестувати і забезпечити собі гідну старість. Також під час криз, багато людей усвідомлюють важливість ефективного управління власними фінансами, щоб не опинитися за межею бідності. Таким чином, кризові явища часто слугують каталізатором для покращення фінансової освіти та відповідальної фінансової поведінки населення.

Список використаних джерел

1. Бондарев О. С. Вплив економічних криз на рівень фінансової грамотності населення. URL: https://repo.btu.kharkov.ua/bitstream/123456789/15525/1/АКТУАЛ_НИ_%20PROBLEMY_HOSTYNNOSTI_22-251-252.pdf
2. Огляд інструментів підтримки фінансової стійкості в умовах воєнного стану в Україні (жовтень - листопад 2023 року). *Національний інститут стратегічних досліджень*. URL: <https://niss.gov.ua/news/komentari-ekspertiv/ohlyad-instrumentiv-pidtrymky-finansovoyi-stiykosti-v-umovakh-voyennoho-15>
3. Національний банк України. За останні три роки рівень фінансової грамотності українців поліпшився – результати дослідження. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/za-ostanni-tri-roki-riven-finansovoyi-gramotnist-ukrayintsiv--polipshivsya--rezultati-doslidjennya>
4. Національна стратегія розвитку фінансової грамотності до 2030 року. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/about/strategy-fin-literacy#2453-zavdannya>
5. Ярова Ю. М. Financial literacy of the population and development of the national economy. *The actual problems of regional economy development*. 2024. Vol. 2, no. 20. P. 61–68. URL: <https://doi.org/10.15330/apred.2.20.61-68>
6. Лук'яненко І. Г. Фінансова політика в умовах тінізації та дисбалансів на ринку праці: методологія та інструментарій. Київ: НаУКМА, 2020. 441 с.

ПОДАТКОВА АМНІСТІЯ В УКРАЇНІ: РОЗВИТОК І ПРАКТИКА

Постановка проблеми. За своєю природою податки – це основний дохід держави. Тому ще з давніх часів уряди держав шукали способи повернути втрачені гроші у державну казну. Змінилися епохи, політичні системи та економічні моделі, але проблема ухилення від сплати податків залишилася актуальною. У світі, де податкова дисципліна розглядається як основа державної фінансової системи, громадянам раптово пропонують так звану «податкову амністію».

Вона полягає у наданні можливості фізичним та юридичним особам добровільно задекларувати приховані доходи чи активи без застосування передбачених законом санкцій або з їх частковим пом'якшенням. Такий підхід став особливо актуальним у кризові періоди, коли бюджет потребує термінового наповнення, а тіньовий капітал — легалізації.

Дане дослідження спрямоване на аналіз механізмів, цілей і наслідків податкової амністії як інструменту державного регулювання.

Виклад основного матеріалу. В 2021 р. Верховна Рада приймає Закон «Про внесення змін до Податкового кодексу України та інших законів України щодо стимулювання детінізації доходів та підвищення податкової культури громадян шляхом запровадження одноразового добровільного декларування фізичними особами належних їм активів та сплати одноразового збору до бюджету», що запускає так звану податкову амністію або «нульову деларацію».

Цілей у податкової амністії декілька. Перша – стимулювати повернення грошових коштів до державного бюджету. І друга - дати можливість населенню «обнулитися» перед наступним етапом контролю доходів через непрямі методи.

У світлі глобальної прозорості і боротьби з ухиленням від оподаткування, податкова «індульгенція» виглядає вельми привабливо для співробітництва з банками та фінансово-інвестиційними компаніями.

Деклараційна кампанія стартувала 01 вересня 2021 року. Її завершення планувалося 01 вересня 2022 року, проте законодавець продовжив строк для застосування податкової амністії до 01 березня 2023 року у зв'язку з повномасштабною війною.

У цей період громадяни України та іноземці, які на момент отримання активу були податковими резидентами, платниками податків в Україні мали можливість подати спеціальну податкову декларацію. Основне правило – цією можливістю не могли скористатися діючі на той момент або раніше призначені держ.службовці, депутати, члени їх сімей та всі, хто з 01 січня 2005 року потрапляв під вимоги декларувати доходи в рамках антикорупційного законодавства.

Об'єкти амністування: Нульовій декларації підлягали доходи і активи, які були придбані в період до 01 січня 2021 року. Активами вважаються грошові кошти, майно та майнові права декларантів фізичних осіб. Зі зрозумілих причин не можливо було задекларувати активи, які декларант отримав внаслідок злочинів, таких як крадіжки, посадові злочини, тероризм та інші.

В чому полягав фінансовий зміст такого кроку? Щоб стимулювати розкриття активів, держава запропонувала знижену ставку – одноразовий платіж 5% для активів, що знаходяться на території України, 9% – для тих, що за кордоном, та 2,5% – для проінвестованих в ОВДП терміном на один рік. Стандартна ставка податку на доходи – 18% та 1,5% військовий збір. Автори концепту розраховували, що за рахунок податкової амністії можна буде вивести у легальне поле до \$20 млрд.

Проте за даними Державної податкової служби і голови Комітету ВР України з питань фінансів, податкової та митної політики, за цей час (1 рік і 6 місяців) подано 845 декларацій. При цьому загальна вартість задекларованих активів становить 8,82 млрд грн (еквівалент 200 млн дол США), а загальна сума

задекларованого збору - 547,5 млн грн (еквівалент 12,5 млн дол США). А це лише 2,5% від запланованого показника.

З цифр виходить вельми незадовільний результат – податкова амністія не виправдала своїх очікувань. Розберемо основні проблеми всього процесу. Як пояснили автори концепції – повномасштабна війна була головною причиною, чому податкова амністія не принесла бажаного результату. До цього фіксувався позитивний результат по надходженнях.

Чи дійсно це так? На 15 лютого 2022 року (на момент, коли амністія тривала п'ять з половиною місяців) загальна сума амністованих активів склала 1,6 млн грн, а до бюджету було перераховано 95,6 млн грн. Уже тоді було зрозуміло, що задум фактично провалився.

На нашу думку, головною причиною поразки легалізації тіньових доходів було те, що декларантам не дали чітких гарантій, що розкрита інформація не стане підставою для подальших переслідувань із боку правоохоронних і контролюючих органів. В контексті такого кроку елемент довіри між громадянами і державою є найважливішим, а у випадку нашого досвіду – неврахованим.

Досвід інших країн показує, що податкова амністія працює за умови, якщо вона йде в комплексі зі зміною системи відповідних податкових органів. Законопроект про непрямі методи податкового контролю мало підготувати Міністерство фінансів. Проте до предметного розгляду у Верховній Раді так і не дійшло. Відповідно основної гарантії про майбутнє не контролювання з боку Служби фінансового моніторингу і БЕБ, а також не притягнення до відповідальності не було.

В обмін на розкриття інформації держава лише обіцяє не застосовувати засоби кримінального переслідування, слідчі і оперативно-розшукові дії у зв'язку з формуванням джерела походження амністованих активів за будь-який період, що передує 01 січня 2021 року, в рамках провадження у ст.212, 212-1 Кримінального кодексу.

Практика деяких країн показує, що незважаючи на державні гарантії, уряди все ж намагалися використовувати дані спеціальних декларацій як докази при притягненні декларантів до відповідальності за іншими «неподатковими» злочинами.

Ще однією важливою причиною провальних результатів цієї кампанії стала сильна бюрократизація і небезкоштовність процедури декларування коштів.

Як виглядав механізм податкової амністії? Банк відкриває рахунок, клієнт кладе на нього кошти та заповнює анкету, в якій зазначається, що це гроші не від торгівлі наркотиками, не від розкрадання державних коштів, а від підприємницької діяльності чи від заробітних плат "у конвертах". Тоді банк видає клієнту довідку, яка додається до декларації. Сама ж одноразова декларація подається в електронному вигляді до податкової.

Банк до відкриття спеціального рахунку та внесення готівки здійснює фінансовий моніторинг декларанта та перевірку наявності в санкційних списках. Після відкриття спеціального рахунку, вартість якого становить 30 тисяч гривень, та внесення готівки - ще 0,3% від суми, банк вживає заходів щодо встановлення джерел походження коштів (несвоєчасна сплата збору тягне анулювання амністії і позбавлення декларанта держ.гарантій і звільнення від відповідальності). І врешті, клієнт отримує довідку, подає декларацію та сплачує податок у розмірі відповідного відсотку від задекларованих активів.

Очевидно, що легше і дешевше зареєструватись ФОПом, перейти на спрощену систему оподаткування за ставкою 2%, задекларувати законний прибуток та отримати довідку про доходи й виплачені податки, і вже цим документом в Україні та закордоном можна дати відповідь на запитання про походження статків.

Цікаво, що лише за 9 місяців 2022 року на спрощену систему оподаткування за ставкою 2% перейшло 266 тисяч ФОПів. Є багато таких, хто отримав дохід

понад 200 мільйонів гривень кожен. І це в рази більше, ніж держава отримала від економічної амністії.

До того ж основний нюанс полягає у тому, що банк повинен встановити джерела походження коштів, що підлягають декларуванню, тільки після зарахування їх на спец.рахунок декларанта. І за результатами такого вивчення повинен вжити відповідних заходів, як вказано в Законі України «Про фінансовий моніторинг». Отже, для декларанта зберігається ризик блокування рахунку і декларованих коштів в рамках законодавства про фінмоніторинг. І важко уявити, якими вагомими повинні бути мотиви декларанта, щоб прийняти такий ризик як блокування активів на невизначений термін.

З позитивного можна вказати, що випадок України не найгірший у світі. В Грузії у 2005 році податкову амністію використало всього 8 громадян, на противагу 1 тис. громадян України, при цьому бюджет Грузії отримав 35 тис. доларів з запланованих 4 мільйонів. До слова, цей кейс вважається одним з найгірших у міжнародній практиці проведення податкових амністій загалом.

Казахстан – один з достатньо вдалих прикладів легалізації "сірих" доходів. Було впроваджено дві амністії: у 2001 році та у 2006-2007 роках. Перша – вивела з тіні пів мільярда доларів, друга – вже майже 7 мільярдів доларів США. Що цікаво – усі податкові документи декларантів за попередні роки влада вирішила знищувати, щоб підвищити рівень позитивного сприйняття амністії серед населення. Можливо цього не вистачило Україні для вдалого досвіду.

Висновки. Податкова амністія - це обов'язкова і необхідна умова виконання вимог BEPS по імплементації податкової прозорості та запровадження Загального Стандарту обміну інформацією по залишкам на зарубіжних рахунках, Common Reported Standards. Як і в рамках обміну інформацією, держава гарантує конфіденційність даних, отриманих від декларантів. На жаль, у декларантів відсутні інструменти контролю за якістю збереження цієї конфіденційності. І хоча світ рухається в бік тотальної прозорості, відсутність локальних заходів контролю

виконання законодавчих норм не тільки з боку платника податків, а в більшій мірі з боку державного апарату, залишить декларативними всі починання.

Із зазначеного випливає, що такий інструмент як податкова амністія може бути цілком дієвим, за умов беззаперечних гарантій уникнення відповідальності за розкриття інформацію з боку декларанта, спрощеної процедури, відкритості до співпраці з боку контролюючих органів, а також, що є найважливішим – реальної здатності втримати декларантів не повертатися до "сірих" доходів і продовжувати відповідально платити податки.

При цьому українське суспільство, бізнес і владу чекає складна дискусія щодо запровадження нової системи оподаткування, яка має бути побудована на засадах прозорості, зручності та зрозумілості. Іншими словами, має бути розроблений такий податковий механізм, який буде передбачати не лише конкурентні ставки оподаткування порівняно з іншими європейськими країнами, але і бути дуже зручним у використанні з точки зору дистанційної сплати податків без відвідування податкових органів.

Список використаних джерел

1. Про внесення змін до Податкового кодексу України та інших законів України щодо стимулювання детінізації доходів та підвищення податкової культури громадян шляхом запровадження одноразового (спеціального) добровільного декларування фізичними особами належних їм активів та сплати одноразового збору до бюджету» 15.06.2021 № 1539-IX
2. Аналітичні дані та звіти щодо податкової амністії з офіційного вебпортала ДПС: <https://tax.gov.ua/baneryi/odnorazove-dobrovilne-deklaruvannya>
3. Що потрібно знати про податкову амністію в Україні: ключові питання і відповіді / Лана Голян; Liga Zakon, 2021 рік.
4. Одноразове (спеціальне) добровільне декларування активів фізичних осіб як вид економічної амністії / Рядінська В.О, Токарева К.О. // Юридичний науковий електронний журнал, 2022 рік.
5. План дій BEPS в Україні. URL: <https://bepsinua.bank.gov.ua/beps/>
6. Криницький І. Є. Податкова амністія та податкова пільга: проблема співвідношення // Право та управління. 2012. № 3. С. 228–240.
7. Білоус О. П. Компроміси в досудовому розслідуванні ухилень від сплати податків, зборів (обов'язкових платежів) із використанням конвертаційних центрів // Теорія та практика судової експертизи і криміналістики. 2015. Вип. 15. С. 138–148.

Галицька Е. В.

Професор кафедри фінансів, НаУКМА

Донкоглова Н. А.

Методист в. к. кафедри фінансів, НаУКМА

ІННОВАЦІЙНІ МЕТОДИ НАВЧАННЯ У ВИЩІЙ ШКОЛІ

Інтеграція освітньої системи України в європейський освітній простір вимагає її реформування та впровадження сучасних інноваційних освітніх систем і технологій навчання, оскільки змінюється загальна стратегія розвитку освіти в Україні, вітчизняна освітня теорія та практика. Відбувається віртуалізація освітнього простору, розвиваються ІКТ-технології, інтернет надає нові освітні можливості в онлайн-просторі, зростає роль педагогічної технології дистанційного навчання.

Інноваційне навчання – це постійні новаторські зміни в освітній діяльності, прагнення до переоцінки цінностей, впровадження інноваційної методики викладання, нестандартних підходів у вирішенні наявних проблем і застосуванні сучасних інноваційних технологій та нових методів навчання.

Поняття «*інноваційні методики викладання*» об'єднує всі ті нові й ефективні способи освітнього процесу (здобуття, передачі й продукування знань), які, власне, сприяють інтенсифікації та модернізації навчання, розвивають творчий підхід і особистісний потенціал здобувачів вищої освіти [1, с. 28].

Інноваційне навчання зорієнтоване на динамічні зміни в усіх напрямках освітніх трансформацій закладів вищої освіти. Воно ґрунтується на *передбаченні та співучасті* (табл. 1).

Таблиця 1. Особливості інноваційного навчання (ІН)

Особливості ІН	Сутність
Передбачення	Відкритість майбутньому, орієнтація на майбутні зміни, здатність до розуміння нових, незвичайних і нестандартних ситуацій, постійне оцінювання наслідків прийнятих рішень, прогнозування майбутніх подій та ситуацій, результатів застосування тих чи інших методів, прийомів, засобів навчання й виховання, оригінальних способів і прийомів спільної діяльності в системі «педагог-студент», що сприяє розвитку особистості, зокрема особистісно-ділових якостей здобувача освіти тощо.
Співучасть	Соціальна активність, розвиток творчого потенціалу здобувачів освіти, їх креативної складової щодо фахових знань та вмінь відповідно до сучасних вимог і завдань реалізації освітнього процесу, виявлення та розвиток особистісних якостей і умінь здобувачів вищої освіти самостійно, критично (нестандартно, нешаблонно) розмірковувати, формулювати припущення щодо розв'язку проблем, що виникають у педагогічному середовищі, здійснювати рефлексивні дії стосовно будь-якого явища чи процесу, зокрема і власного процесу мислення тощо.

Джерело: складено авторами на основі [2, с. 9; 4, с. 96]

Заклади вищої освіти в сучасних умовах покликані готувати не лише особистість, що пізнає, але і особистість, що діє. Засновник «конфуціанства», найвпливовішої з давньо-китайських релігійно-філософських течій, Конфуцій (551-479 рр. до н.е.) зазначав: *Те, що я чую, я забуваю; те, що я бачу, я пам'ятаю; те, що я роблю, я розумію.*

Слід зазначити, що елементи традиційного навчання мають місце в інноваційному, питання полягає лише у визначенні співвідношення репродуктивного та продуктивного, діяльного та творчого. Зростає роль не тільки викладача вищої школи, а й здобувача освіти у системі «педагог-студент». В процесі навчання здобувачі вищої освіти не пасивно засвоюють інформацію, а активно беруть участь у процесі навчання; насамперед акцент робиться на застосуванні концепцій і знань у найрізноманітніших формах; важливим є підхід до навчання як до колективної, а не індивідуальної діяльності, зокрема при виконанні здобувачами освіти групових завдань тощо.

У вищій школі інноваційне навчання полягає в сучасному моделюванні освітньої діяльності, організації нестандартних лекційних й семінарських і практичних занять; у застосуванні ділових ігрових технологій та тренінгових засобів навчання; індивідуалізації засобів навчання; групового і додаткового навчання; факультативного, за вибором здобувачів освіти, поглиблення знань; проблемно-орієнтованого навчання; науково-експериментального при вивченні нового матеріалу; розробці нової системи оцінювання знань здобувачів освіти; застосуванні комп'ютерних, мультимедійних технологій тощо.

Особлива роль і значення педагогічної технології *дистанційного навчання* - технології опосередкованої активної взаємодії педагога зі здобувачами освіти з використанням телекомунікаційного зв'язку та методології індивідуальної роботи студентів. Задача викладача підготувати структурований, з деталізацією складних питань дисципліни, навчальний матеріал, представлений в електронному вигляді.

Важливим є те, щоб педагогічна технологія відповідала основним методологічним вимогам (критеріям технологічності). В табл. 2 представлено основні методологічні вимоги до педагогічної технології та надана їх характеристика.

Із впровадженням в освітній процес сучасних технологій викладачі все більш освоюють функції консультанта, радника, наставника. Це вимагає від них спеціальної психолого-педагогічної підготовки, так як в професійній діяльності викладача реалізуються не тільки спеціальні, предметні знання, а й сучасні знання у галузі педагогіки і психології, технології навчання і виховання. На цій основі формується готовність до пошуку, сприйняття, створення та впровадження педагогічних інновацій. Застосування інноваційних технологій у процесі професійної підготовки стає потужним засобом підвищення якості вищої освіти через можливість створення у закладах вищої освіти технологічного навчально-виховного середовища – тобто, прогнозованого, керованого, максимально наближеного до заздалегідь визначених та запланованих завдань [3, с. 45, 48].

Таблиця 2. Основні методологічні вимоги до педагогічної технології

Методологічні вимоги	Їх характеристика
Концептуальність	Кожній педагогічній технології має бути притаманна опора на певну наукову концепцію, що включає філософське, психологічне, дидактичне і соціально-педагогічне обґрунтування досягнень освітніх цілей.
Системність	Педагогічна технологія повинна мати всі ознаки системи: логіка процесу, взаємозв'язок усіх його частин, цілісність.
Керованість	Припускає можливість управління навчальним процесом, поетапну його діагностику, варіювання засобами і методами з метою корекції результатів.
Ефективність	Сучасні педагогічні технології існують у конкурентних умовах і повинні бути ефективними за результатами й оптимальними витратами, гарантувати досягнення визначеного стандарту навчання та виховання.
Відтворюваність	Мається на увазі можливість застосування (повторення, відтворення) педагогічної технології в інших однотипних освітніх установах, іншими суб'єктами.

Джерело: складено авторами на основі [5, с. 130]

В сучасних умовах педагоги закладів вищої освіти, зокрема економічного профілю, особливу увагу приділяють використанню активних методів та інноваційних технологій навчання й оцінки знань студентів, ігровим формам проведення занять, як найбільш ефективним методичним засобам. Завдання викладачів фінансово-економічних дисциплін вищої школи: забезпечити інтерес до відповідних дисциплін, зокрема професійно-орієнтованих; використовувати засоби і прийоми, які забезпечують реалізацію пізнавального та виховного потенціалів педагогіки; активізувати пізнавальну активність здобувачів освіти та сприяти розкриттю творчого їх потенціалу, що, в свою чергу, сприяє формуванню їх особистості.

У вирішенні даних завдань значну роль грає вивчення здобувачами вищої освіти такої дисципліни, як «Ділова етика» (перший рік навчання на бакалаврській програмі, спеціальність – «Фінанси, банківська справа, страхування

та фондовий ринок»)), оскільки опанування матеріалу зазначеної дисципліни сприяє систематизації психолого-педагогічних знань, умінь та навичок, необхідних для майбутньої професійної діяльності. З першого року навчання в НаУКМА студенти здобувають знання вирішувати етичні дилеми з опорою на норми закону, етичні принципи та загальнолюдські цінності; підвищують свою загальну компетентність у міжособистісних стосунках, здобувають навички міжособистісної взаємодії, що дозволяє сформувати психологічний контакт і взаєморозуміння між студентами в групах; демонструють навички самостійної роботи, відкритості до нових знань; доступно і аргументовано представляють усно і письмово результати своїх досліджень. Про це свідчить рівень підготовлених здобувачами освіти бакалаврської програми презентацій та групових робіт. Доповідачі не тільки активізують участь колег у дискусіях, ставлять запитання з відповідної тематики, а й перевіряють розуміння розглянутих питань з використанням тестових завдань. При цьому застосовують цифрові інструменти для офлайн і онлайн навчання: Google Forms, Kahoot, Mentimeter та ін. Це не тільки сприяє здобуттю навичок індивідуальної й командної роботи та емоційного зближення здобувачів вищої освіти при підготовці та презентації групових робіт, а й створенню новітнього освітнього середовища, яке повинно бути інноваційним та інформаційно-цифровим. З огляду на це, підвищується мотивація до навчання та формується особистість, здатна працювати у інформаційно-цифровому просторі.

Маючи такі базові знання, уміння та навички, здобувачі вищої освіти, як на бакалаврській, так і на магістерській програмі, демонструють відкритість до змін й освітніх реформ та тих трансформацій, які відбуваються у свідомості та цінностях сучасної людини; розвивають навички критичного мислення та необхідні інші якості: гнучкість, адаптивність, стабільність, прогностичність та уміння здійснювати групову та індивідуальну рефлексію (аналіз і критику, самоаналіз і самокритику), оцінювати результати автономної роботи та нести відповідальність за особистий професійний розвиток. Таким чином, у здобувачів освіти формується

інноваційний стиль мислення, готовність до створення нових цінностей та прийняття творчих рішень, відбувається подальше формування навичок творчого та обґрунтованого використання різних методичних прийомів для засвоєння фінансово-економічних дисциплін та наповнення новими інтерактивними аспектами взаємин між суб'єктами освітнього процесу.

В результаті дослідження було встановлено, що для вищої школи визначальним має бути формування у здобувачів освіти системного підходу до аналізу професійних завдань, стратегічного мислення, здатності до соціальної мобільності, прагнення до самовизначення, самовиховання та самовдосконалення впродовж життя.

Список використаних джерел

1. Бистрова Ю. В. Інноваційні методи навчання у вищій школі України / Ю.В. Бистрова // Право та інноваційне суспільство. – 2015. - №1 (4). – С. 27-33. 2. Дичківська І. Інноваційні педагогічні технології: Підручник. 3 – те вид., випр. К. : «Академвидав», 2015. – 304 с.

3. Капленко Г. В. Інноваційні технології навчання у освітніх закладах як сучасна вимога та умова освітнього процесу. Дистанційне навчання у ЗВО: моделі, технології, перспективи: матеріали круглого столу за участю порадників академічних груп та викладачів факультету управління фінансами та бізнесу. – 28 квітня 2021 р. – Львів: ФУФБ, 2021. – 111 с. С. 44 – 49.

4. Козак Л. В. Дослідження інноваційних моделей навчання у вищій школі. Освітологічний дискурс, 2014, № 1 (5). С. 94 – 106.

5. Сисосва С. О. Педагогічні технології: коротка характеристика сутнісних ознак. Педагогіка. Продукти технологізації освітнього процесу: особистісні соціально і професійно важливі алгоритми і стереотипи поведінки. К., 2006. С. 127-131.

ПЕРЕДУМОВИ ЗРОСТАННЯ КРЕДИТНОГО РИНКУ УКРАЇНИ

Постановка проблеми. Протягом 2024 року українські банки працювали у стресових умовах, пов'язаних із продовженням воєнних дій. Натомість банківській системі в цілому вдалося уникнути критичного погіршення якості активів, втрати ресурсної бази, ліквідності, капіталу, клієнтів тощо. Однак, банки наразі продовжують стикатись з комплексом проблем, ключовою серед яких, на нашу думку, є незадовільні темпи відновлення кредитування.

Виклад основного матеріалу. Динаміка кредитного портфеля банківської системи у гривні протягом 2024 року була в цілому позитивною (таблиця 1), проте темпи зростання кредитування, очевидно, не відповідали масштабу завдань з відновлення економіки, що стояли перед країною.

Дані, наведені в таблиці 1, дають підстави стверджувати, що:

- кредитний портфель поступово зростав у всіх ринкових сегментах, окрім урядової програми «Доступні кредити 5–7–9%»;
- найбільший відносний приріст (148% порівняно з початком 2024 року) продемонстрував роздрібний кредитний портфель, сформований у межах урядової програми «ЄОселя»;
- банки також активно кредитували населення на ринкових умовах, не зважаючи на високі кредитні ставки (близько 35% річних по споживчих кредитах до 1 року);
- банківська система протягом 2024 року не відчувала дефіциту пасивів, натомість мала надлишкову ліквідність;
- всі складові ресурсної бази у національній валюті протягом 2024 року зростали;

**Таблиця 1. Ключові показники діяльності банківської системи України
у 2024 році**

Показники діяльності банківської системи	01.01.24	01.04.24	01.07.24	01.10.24	01.01.25
кредити ЮО в межах програми "5-7-9%", млрд грн	129	126	130	132	135
інші кредити ЮО в НВ, млрд грн	366	374	389	410	396
кредити ФО в межах програми "єОселя", млрд грн	10	13	18	21	24
інші кредити ФО в НВ, млрд грн	215	225	237	250	256
ОВДП в портфелі банків, млрд грн	733	770	820	888	990
ДС в портфелі банків, млрд грн	622	549	510	467	549
ОВДП + ДС в портфелі банків, млрд грн	1 355	1 320	1 331	1 356	1 539
кошти ЮО у НВ, млрд грн	754	767	778	764	897
кошти ФО у НВ, поточні, млрд грн	520	500	543	554	593
кошти ФО у НВ, строкові, млрд грн	275	287	295	297	304
регулятивний капітал (власні кошти), млрд грн	258	256	283	246	269
частка NPL, %	37,4	36,1	34,6	32,3	30,3
рівень інфляції (р/р), %	5,1	3,2	4,8	8,6	12,0
облікова ставка, %	15,0	14,5	13,0	13,0	13,5
середньозважена ставка за новими іншими кредитами ЮО у НВ до 1 року, %	16,5	15,5	14,0	14,0	13,4
середньозважена ставка за новими споживчими кредитами ФО у НВ до 1 року, %	35,5	36,2	35,2	35,0	35,0
середньозважена ставка за новими депозитами ФО у НВ до 1 року, %	13,0	12,7	11,9	11,7	11,6

Джерело: дані НБУ [1-7], ФРП [8], Укрфінжитло [9], систематизовано автором

- також поступово зростав регулятивний капітал (власні кошти, які не потрібно повертати вкладникам і які можуть бути інвестовані на будь-який термін) за винятком короткого періоду після 01.08.2024 р., коли були впроваджені зміни у методиці його розрахунку;
- швидкість зростання інвестицій у державні цінні папери та депозитні сертифікати НБУ перевищувала швидкість зростання кредитного портфеля;
- відбувався поступовий перерозподіл інвестованих банками ресурсів на користь ОВДП на тлі скорочення вкладень у ДС при мінімальній різниці їхньої доходності (16,0% по 3-місячних ДС [10] та 16,5% по 3-річних ОВДП станом на 24.12.2024 р. [11]);
- показник інфляції у річному вимірі у I півріччі 2024 року досягнув багаторічної точки мінімуму на рівні 3,2% р/р, після чого тренд зниження інфляції змінився на протилежний, що змусило регулятора повернутись до практики підвищення облікової ставки з грудня 2024 року. Натомість зростання інфляції наразі не призвело до підвищення ставок по кредитах та депозитах;
- ставки по гривневих кредитах та депозитах юридичних і фізичних осіб прямували за змінами облікової ставки та знаходились у «класичному» діапазоні: по кредитах – вище облікової ставки, по депозитах – нижче;
- високі (близько 35% річних) ставки по споживчих кредитах населення не заважали активному зростанню роздрібного кредитного портфеля;
- натомість низькі (13-14% річних) ринкові ставки по кредитах юридичним особам не стимулювали активне зростання корпоративного кредитного портфеля;
- частка NPL скорочувалась, проте, очевидно, не за рахунок оздоровлення вже сформованого проблемного портфеля, а переважно внаслідок надання нових кредитів, що поступово «витісняли» проблемні позики, знижуючи їх питому вагу в кредитному портфелі;
- висока частка NPL сама по собі не заважала банкам активізувати кредитування.

Висновки та рекомендації

1. Ключовими перешкодами, що гальмували значне розширення кредитного портфеля в межах урядової програми «Доступні кредити 5–7–9%», були зниження з 30.04.2024 р. граничної відсоткової ставки до 23% річних, одночасне зменшення максимальної суми кредитування оборотного капіталу юридичних осіб, крім аграріїв, до 5 млн грн, наявність значного обсягу простроченої заборгованості держави з відшкодування банківським установам різниці відсоткових ставок.

2. Урядова програма «єОселя» також не позбавлена низки недоліків операційного дизайну, що значно гальмують розвиток іпотечного кредитування (доволі жорсткі параметри новизни об'єкту кредитування та надмірні вимоги НБУ щодо ліквідності застави, зокрема, житлової нерухомості).

3. На перешкоді більш активного відновлення кредитної активності, очевидно, стоїть комплекс воєнних ризиків, що не підлягає коригуванню з боку уряду та НБУ. Натомість до переліку заходів, спрямованих на активізацію корпоративного та роздрібного кредитування, слід віднести наступні:

- поступове зниження рівня облікової ставки виключно за умови попереднього зниження інфляції;

- поступове зниження дохідності альтернативних інструментів інвестування надлишкової ліквідності банків при збереженні мінімальної різниці між дохідністю ДС та ОВДП;

- безумовне та термінове погашення накопиченої заборгованості держави в межах урядової програми «Доступні кредити 5-7-9%»;

- стимулювання процесу відновлення іпотечного кредитування з урахуванням кумулятивного ефекту, що створюють для економіки будівельна галузь та суміжні виробництва, шляхом пом'якшення чинних вимог щодо новизни предмету іпотеки в межах урядової кредитної програми «єОселя»;

– імплементація змін до постанови Правління НБУ № 351 від 30.06.2016 р. [12], спрямованих на пом'якшення вимог щодо ліквідності забезпечення, а саме застави житлової нерухомості (квартири, приватні будинки, земельні ділянки).

Список використаних джерел

1. Кредити, надані депозитними корпораціями (крім Національного банку України) URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>
2. Депозити, залучені депозитними корпораціями (крім Національного банку України) URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>
3. Огляди фінансових корпорацій URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>
4. Значення пруденційних нормативів в цілому по системі URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist>
5. Процентні ставки за новими кредитами та новими депозитами у розрізі регіонів URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>
6. Обсяги активних операцій та частка непрацюючих активів в цілому по системі URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist>
7. Індекси споживчих цін URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators#1>
8. Інформація про результати Державної програми Доступні кредити 5-7-9 URL: <https://bdf.gov.ua/publiczna-informatsiia/informatsiia-pro-rezultaty-derzhavnoi-prohramy-dostupni-kredyty-5-7-9>
9. Укрфінжитло. Щотижневі звіти в pdf за 2024 рік URL: <https://ukrfinzhytlo.in.ua/analytyka>
10. Процентні ставки за активними і пасивними операціями Національного банку URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>
11. Результати розміщення облігацій внутрішніх державних позик на дату 24.12.2024 URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp-table>
12. Постанова Правління НБУ від 30.06.2016 р. № 351 «Про затвердження Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями» URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0351500-16#Text>

Глущенко С. В.,

Доцент кафедри фінансів, НаУКМА

Мазур О. О.,

Магістрант, спеціальність «Менеджмент підприємств та організацій»,

УВУ, Німеччина

ТЕХНОЛОГІЧНІ ІННОВАЦІЇ В ОЦІНЦІ КРЕДИТОСПРОМОЖНОСТІ В УКРАЇНІ

Розвиток інновацій є ключовим трендом у сучасних економіках. Використання штучного інтелекту, хмарних обчислень, аналізу великих даних, інших інструментів та фінансових технологій дозволяє підвищити ефективність управління ризиками, мінімізувати ймовірність шахрайських дій із коштами клієнтів, автоматизувати значну частину рутинних задач тощо. Інновації охоплюють і банківську діяльність, а оскільки однією з найбільш вагомих складових діяльності комерційних банків є оцінка кредитоспроможності позичальників, то новітні технологічні рішення впроваджуються і в системи/процеси оцінки кредитоспроможності роздрібних та корпоративних позичальників.

Узагальнимо технологічні інновації, що використовуються при оцінці кредитоспроможності позичальників в Україні та виділимо напрями їх впровадження для подальшого вдосконалення такої оцінки.

Основні технологічні інновації у сфері оцінки кредитоспроможності позичальників в Україні на сучасному етапі включають використання альтернативних даних, відкритий банкінг, біометричну аутентифікацію, машинне навчання та штучний інтелект, хмарні платформи кредитної оцінки, блокчейн технології (табл.1).

Таблиця 1. Технологічні інновації при оцінці кредитоспроможності позичальників в Україні [1, 2, 3, 4, 5, 6]

Технологія	Характеристика	Переваги	Недоліки	Приклад
Альтернативні дані	Використання даних з мобільних телефонів, соціальних мереж, транзакцій з електронної комерції та інших джерел, які не використовуються зазвичай в оцінці кредитоспроможності.	Розширення обсягу даних при оцінці кредитоспроможності, особливо для позичальників з низькою активністю та мінімальною або відсутньою кредитною історією.	Потенційні проблеми з конфіденційністю та захистом даних, необхідність збору та аналізу великих обсягів даних.	Kyivstar Business HUB
Машинне навчання та штучний інтелект (ШІ)	Використання алгоритмів машинного навчання та ШІ для аналізу даних та прогнозування кредитоспроможності.	Покращення точності та ефективності оцінки кредитоспроможності, можливість виявлення складних закономірностей.	Необхідність наявності великих наборів даних для моделювання.	Sense Bank, OTP Bank, ПУМБ, НБУ
Відкритий банкінг	Використання API відкритого банкінгу для отримання прямого доступу до даних банківського рахунку позичальника.	Спрощення процесу подання заявки на кредит та надання кредиторам більш точної та актуальної інформації про фінансовий стан позичальника.	Потенційні проблеми з конфіденційністю та захистом даних, необхідність згоди позичальника на доступ до його банківських даних.	Raiffeisen Digital Bank
Хмарні платформи кредитної оцінки	Використання хмарних платформ для агрегування даних з різних джерел, аналізу даних за допомогою алгоритмів машинного навчання та ШІ та надання кредиторам інструментів для прийняття кредитних рішень.	Зниження витрат та складності оцінки кредитоспроможності, можливість масштабування для обслуговування великої кількості позичальників.	Потенційні проблеми з конфіденційністю та захистом даних, залежність від сторонніх постачальників хмарних послуг.	Райффайзен Банк Аваль
Біометрична аутентифікація	Використання біометричних даних, таких як відбитки пальців або розпізнавання обличчя, для підтвердження особистості позичальника та запобігання шахрайству.	Покращення безпеки та зручності процесу подання заявки на кредит.	Потенційні проблеми з конфіденційністю та захистом даних, необхідність спеціального обладнання та програмного забезпечення.	Agroprosperis Bank, Пумб, Sense Bank
Блокчейн технології	Розподілена база даних, що зберігає впорядкований ланцюжок записів (так званих блоків), який постійно довшас.	Підвищення прозорості, криптографічний захист, децентралізація, смарт-контракти, відстежуваність та можливість аудиту.	Можливості блокчейна досі повністю не розкриті.	ПриватБанк, НБУ, Таскомбанком Urex Bank

Серед складнощів оцінки кредитоспроможності позичальників виділяють:

- обмеженість в обсягах, коли дані кредитної історії значної частини населення в Україні можуть бути мінімальними чи відсутніми, а традиційні методи оцінки бізнес-суб'єктів базуються переважно на фінансових звітах;
- фрагментований ландшафт даних, коли дані про фізичних та юридичних осіб можуть бути дуже роздрібнені за джерелами, що ускладнює їх агрегування та аналіз;
- суб'єктивність та повільну обробку інформації внаслідок чого гальмується швидкість схвалення кредиту;
- питання кібербезпеки, коли у фокусі уваги має бути забезпечення конфіденційності фінансових даних тощо.

В якості одного з напрямів покращення алгоритмів оцінки кредитоспроможності із застосуванням інноваційних підходів варто виділити *вдосконалення кредитного скорингу позичальників* [7].

Скорингова оцінка для рішення про надання кредиту має бути сфокусована не тільки на минулому і теперішньому стані позичальника, а й на оцінці майбутньої його платоспроможності (на прогнозуванні платоспроможності) і далі на обробці результатів та прийнятті рішення з використанням алгоритмів машинного навчання і штучного інтелекту. Це обґрунтовується тим, що позитивний кредитний рейтинг не обов'язково означає, що клієнт має низький рівень ризику. Навіть з бездоганною кредитною історією будь-яка компанія або фізична особа, що зіткнулася зі значними або неочікуваними економічними труднощами, наражається на ризик дефолту.

З цієї точки зору, у процесі оцінки кредитного ризику позичальника є доцільним використання *трендового аналізу* з фокусом на таких питаннях як:

- результати діяльності позичальника та динаміка їх змін;
- ринкове середовище в якому діє позичальник та динаміка його змін;

– національні та глобальні економічні тенденції розвитку, особливо ті, що можуть мати вплив на галузь позичальника;

– моніторинг тенденцій у співвідношенні боргу до доходу позичальника.

Подальший аналіз отриманих даних з використанням в процесі оцінки *машинного навчання та штучного інтелекту* розширює можливості банку для моделювання кредитного ризику та дозволяє автоматично виявляти потенційні ризики. Така технологія дає змогу: а) порівнювати конкретний кредитний профіль клієнта банку з профілями інших, щоб визначити ймовірний ризик; б) безперервно відстежувати транзакційні відносини клієнтів та загальний фінансовий стан; в) фіксувати загрозові внутрішні та зовнішні тенденції, що вказують на зростання кредитного ризику позичальника [7].

Вищеназвані та інші технологічні інновації трансформують ландшафт оцінки кредитоспроможності позичальників; створюють можливості для більш комплексного та масштабного (за врахованими даними) підходу; дають змогу виконувати оцінку більш точно, ефективно та інклюзивно.

Список використаних джерел

1. Fintech Insider. URL: <https://fintechinsider.com.ua/prykłady-zastosuvannya-vidkrytogo-bankingu-chogo-ochikuvaty-ukrayini/>
2. Fintech Insider. URL: <https://fintechinsider.com.ua/yak-shi-zminyuye-ukrayinski-banky/>
3. Kyivstar Business Hub. URL: <https://hub.kyivstar.ua/articles/bankivska-it-infrastruktura-uhmari>
4. Kyivstar Business Hub. URL: <https://hub.kyivstar.ua/articles/big-data-v-bankah-shho-cze-take-j-u-chomu-koristi-dlya-bankivsikogo-sektoru>
5. Микола Деркач. Вплив блокчейн-технологій на український банківський сектор. 11.07.2024. Pay Space. URL: <https://psm7.com/uk/blockchain/vpliv-blokchejn-tehnologij-na-ukrayinskij-bankivskij-sektor.html>
6. Перший український міжнародний банк (ПУМБ). URL: <https://about.pumb.ua/presscenter/news/item/1538-pumb-pdklyuchiv-usm-klntam-tehnologyu-3d-secure-d>
7. Allianz Trade. How to Improve Your Credit Risk Analysis Process. 06.05.2024 URL: https://www.allianz-trade.com/en_global/news-insights/business-tips-and-trade-advice/hub/how-to-improve-credit-risk-analysis.html

Голубцова С. О.,

Студентка магістерської програми 2 р. н., НаУКМА

Долінський Л. Б.,

Доктор економічних наук, професор кафедри фінансів, НаУКМА

РОЛЬ АЛЬТЕРНАТИВНИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ІНСТРУМЕНТІВ У ДИВЕРСИФІКАЦІЇ ПОРТФЕЛЯ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ

Вступ. Альтернативні інвестиційні інструменти (інвестиції поза межами традиційних акцій, облігацій та грошового ринку) набувають все більшої популярності у портфелях інституційних інвесторів. Глобальний ринок альтернативних інвестицій стрімко зріс за останні два десятиліття - з \$4,8 трлн у 2003 році до близько \$22 трлн у 2023 році [1]. Така динаміка пов'язана з пошуком інвесторами вищої доходності та кращої диверсифікації: традиційна модель «60% акцій/40% облігацій» зазнала викликів, особливо, враховуючи, що кореляція між акціями та облігаціями сягнула максимуму за 40 років, що вимагає переглянути стратегії диверсифікації [2]. Інституційні інвестори зіткнулися з викликом забезпечення цільових показників доходності при прийнятному рівні ризику в умовах низьких процентних ставок та підвищеної волатильності ринків. Альтернативні інструменти стали актуальними, оскільки вони мають низьку кореляцію з традиційними ринками і здатні підвищити стійкість портфеля.

Постановка проблеми. Водночас використання альтернативних інвестицій пов'язане з низкою викликів для інституційних інвесторів. По-перше, багато альтернативних активів малоліквідні (як от інвестиції в нерухомість або приватний капітал), що ускладнює швидке коригування портфеля у разі потреби. По-друге, оцінка та моніторинг ризиків альтернативних інструментів є складнішими: розподіл доходностей часто є ненормальним, присутні «жирні хвости» ризиків, тому стандартні підходи потребують доповнення спеціалізованими метриками. По-третє, регуляторні обмеження зобов'язують інституційних інвесторів

дотримуватися певних нормативних вимог, що може стримувати збільшення частки альтернатив. Таким чином, актуальність теми зумовлена необхідністю збалансувати потенційні вигоди від альтернативних інвестицій із належним управлінням ризиками. У даному дослідженні розглянуто сучасний стан ринку альтернативних інвестицій, методи оцінки їх ефективності та практику застосування інституційними інвесторами, щоб визначити їхню роль у диверсифікації портфеля з різних перспектив.

Виклад основного змісту. До основних категорій альтернативних інвестицій належать: хедж-фонди, приватний капітал, нерухомість, інфраструктурні проекти, приватний борг, сировинні товари та цифрові активи. Хедж-фонди представляють собою інвестиційні фонди, що використовують активні стратегії управління та часто застосовують короткий продаж, кредитне плече та деривативи для отримання незалежного від ринку доходу. Приватний капітал включає інвестиції в приватні компанії поза фондовою біржею (наприклад, викуп компаній, венчурні інвестиції) з метою підвищення їхньої вартості та подальшого продажу чи виходу на IPO (Initial Public Offer). Такі інвестиції малоліквідні, проте історично забезпечували премію дохідності порівняно з публічними акціями завдяки премії за неліквідність і активному управлінню. Комерційна нерухомість приваблива завдяки стабільним грошовим потокам від оренди та функцією захисту від інфляції, хоча також менш ліквідна та піддається ризику зміни цін на ринку нерухомості. Цифрові активи, такі як біткоїн та інші криптовалюти, а також токенизовані активи, з'явилися відносно недавно і є волатильним, але потенційно високоприбутковим класом. Деякі інституційні інвестори починають виділяти на них невелику частку портфеля для диверсифікації, хоча висока невизначеність і регуляторні вимоги поки обмежують ширше впровадження.

Ринок альтернативних інвестицій стабільно росте. За даними CAIA Association, сумарні глобальні активи під управлінням в альтернативних класах активів на 2023 рік становлять близько \$22 трлн, що дорівнює 15% всіх світових

інвестиційних активів [3]. Структура цього ринку значно диверсифікувалася: якщо 20 років тому переважали хедж-фонди, то станом на сьогодні найбільшу частку займає приватний капітал, який складає орієнтовно 40-45% всіх альтернативних інвестицій, хедж-фонди - 20-25%, а нерухомість близько 15-20%, інфраструктура та інші реальні активи - менше 10% кожна. Цифрові активи поки що займають відносно невелику частку у сукупному обсязі альтернативних інвестицій, однак швидко зростають (сукупна ринкова капіталізація криптовалют наприкінці 2023 року перевищила \$1,6 трлн, подвоївшись протягом року) [4].

За останні роки ринок альтернативних інвестицій зберіг позитивну динаміку навіть на тлі волатильності фінансових ринків. Інституційні інвестори поступово збільшують алокацію коштів у альтернативи. Так, дослідження по пенсійних фондах штатів США показало, що їхні середньозважені вкладення в альтернативні активи зросли з 30% до 40% загального портфеля всього з 2018 по 2023 роки [3].

Нижче наведено приклад як змінювалась алокація активів у закритій групі з 65 державних пенсійних планів за останні 5 років.

Таблиця 1. Розподіл альтернативних інвестицій за класом активів у закритій групі з 65 державних пенсійних планів США за фінансовими роками з 2019 по 2023 роки, %

Категорія	2019	2020	2021	2022	2023
Американський капітал	13.53	12.7	13	10.47	10.37
Неамериканський капітал	9.4	8.63	8.85	7.32	6.91
Глобальний капітал	23.1	24.49	24.09	21.87	23.99
Фіксований дохід	21.23	22.09	20.06	18.94	18.32
Грошові кошти	0.92	0.45	0.8	0.93	0.86
Приватний капітал	10.17	10.44	12.65	15.03	14.85
Нерухомість	13.21	12.9	12.31	15.72	15.2
Хедж-фонди	3.03	2.71	2.87	3.1	2.77
Інше	5.41	5.59	5.37	6.62	6.73

Джерело: Складено автором за даними джерел [1,3]

Найбільше зросла частка приватного капіталу, тоді як частка хедж-фондів дещо знизилася. В результаті альтернативні інвестиції наразі забезпечують суттєвий внесок у дохідність і стійкість портфелів. Окрім пенсійних фондів, аналогічні тенденції спостерігаються серед університетських ендаументів: класичний приклад - фонд ендаументу Єльського університету, який вже у 2019 році тримав близько 60% свого портфеля в альтернативних активах [5].

Очікується, що глобальний обсяг альтернативних активів під управлінням буде й надалі зростати високими темпами. За прогнозами Preqin, до 2029 року сукупний AUM альтернативного інвестиційного сектору сягне \$29,2 трлн, тобто майже подвоїться порівняно з рівнем, який був на початку десятиліття [6]. З темпів зростання цього сектору можна зробити висновок, що альтернативні інвестиції стали невід'ємною складовою глобальної фінансової системи і продовжують набирати обертів.

Методи оцінки ефективності альтернативних інвестицій

Оцінка ефективності та ризиків альтернативних інвестицій потребує використання як класичних фінансових метрик, так і спеціалізованих підходів, зважаючи на специфіку альтернативних класів активів. Нижче розглянуто ключові показники, що застосовуються для аналізу дохідності й ризику альтернативних інструментів.

- **Value at Risk (VaR)** - один з найпоширеніших показників ризику, використовується для кількісної оцінки потенційних втрат портфеля. VaR визначає максимальний розмір збитків, який портфель може понести за визначений період часу з заданою ймовірністю. Наприклад, 1-місячний VaR=5% на довірчому рівні 95% означає, що з ймовірністю 95% за місяць втрати не перевищать 5% від вартості портфеля. Щоб краще оцінити «хвости» розподілу ризику часто використовують Conditional VaR (CVaR). Для альтернативних портфелів з високою невизначеністю CVaR дає більш повне уявлення про можливі збитки.

- **Коефіцієнт Шарпа** - класичний показник, що вимірює дохідність портфеля з поправкою на ризик. Розраховується як відношення надлишкової дохідності до стандартного відхилення портфеля [7]. Високий коефіцієнт Шарпа означає, що інвестор отримує більше віддачі на одиницю прийнятого ризику. Однак розподіл прибутків від альтернативних інвестицій часто відхиляється від нормального. У таких випадках Шарп може бути нерелевантним. Наприклад, фонд з нерегулярними великими прибутками і малими збитками може мати високий стандартний ризик, але це не означає поганий ризик-профіль для інвестора. Тому для альтернативних інструментів, що характеризуються асиметрією доходностей, можна застосовувати коефіцієнт Сортіно.
- **Коефіцієнт Сортіно** - модифікація коефіцієнта Шарпа, яка враховує лише просідання, тобто негативні відхилення від середньої цільової дохідності [8]. Коефіцієнт Сортіно розраховується як відношення надлишкової дохідності до стандартного відхилення тільки від'ємних доходностей, фокусуючи увагу на ризику втрат і ігноруючи волатильність. Для альтернативних інвестицій, де розподіл доходностей може мати великі позитивні «хвости», цей коефіцієнт надає більш адекватну оцінку ризик-дохідності. Наприклад, хедж-фонд з високою загальною волатильністю, але переважно за рахунок значних прибутків, матиме кращий Sortino, ніж Sharpe, що відобразить його справжню ефективність для інвестора, тож використання цих двох показників в комплексі дає більш повне уявлення.
- **Внутрішня норма дохідності (Internal Rate of Return)** - показник, що широко застосовується для оцінки ефективності неліквідних альтернативних інвестицій, які генерують грошові потоки у часі. IRR визначається як ставка дисконту, при якій чиста приведена вартість всіх грошових потоків проекту дорівнює нулю [9]. Цей показник зручний тим, що дозволяє порівнювати різні проекти та фонди за їх довгостроковою прибутковістю, незалежно від

графіку надходження коштів. Для венчурних фондів чи фондів прямих інвестицій на практиці наводять саме IRR за весь період існування фонду.

Як згадувалось на початку, альтернативні інвестиції часто мають меншу прозорість у оцінці. Наприклад, оцінки вартості приватних компаній чи нерухомості проводяться періодично, а не щоденно, тому метрики можуть базуватися на згладжених даних. Загалом, комбінування кількох методів оцінки забезпечує більш об'єктивну картину ефективності альтернативних інструментів у складі портфеля.

Опитування та тренди

Згідно з глобальними опитуваннями, інституційні інвестори планують і надалі збільшувати частку альтернатив. Дослідження Natixis 2024 року показало, що 65% інституційних інвесторів вважають портфель з 20% альтернатив більш здатним перевершити класичний 60/40 у найближчі роки [10]. Вже зараз альтернативи займають значну частку портфелів: за даними того ж опитування, в середньому 83% усіх альтернативних алокацій припадає на приватні ринки, тоді як частка хедж-фондів менша. Більшість установ зазначили, що планують утримувати або збільшувати свої позиції в альтернативних активах: 88% респондентів будуть зберігати або нарощувати вкладення в приватний борг, 90% - в інфраструктуру, 83% - в приватний капітал [10]. Ці цифри підтверджують усталену тенденцію: інституційні інвестори розглядають альтернативи як стратегічний компонент портфеля, а не як другорядний експеримент.

Висновки

Роль альтернативних інвестицій у диверсифікації портфеля інституційних інвесторів в сучасних умовах є надзвичайно важливою і, ймовірно, буде зростати у майбутньому. Проведений аналіз показав, що альтернативні інструменти здатні суттєво підвищити ефективність портфеля за рахунок отримання додаткових джерел доходу та зниження загального ризику завдяки низькій кореляції з традиційними ринками, а історичні дані демонструють, що збалансована частка

альтернатив може підвищити середньорічну дохідність портфеля та поліпшити показники ризик-доходності. Особливо цінною є диверсифікація для періодів стресу: коли одночасно падають і акції, і облігації, альтернативи (наприклад, деякі хедж-фонди або золото) можуть стримати просідання портфеля. Таким чином, стійкість портфеля інституційного інвестора значно підвищується за рахунок включення альтернативних активів. Очікується подальше зростання цього ринку до десятків трильйонів доларів у найближчі 5-10 років та розширення кола інвесторів, оскільки до альтернатив все активніше долучаються не лише пенсійні фонди та страховики, а й роздрібні інвестори. Разом з тим, альтернативні інвестиції потребують високої кваліфікації в управлінні. Вони привносять ризики неліквідності, непрозорості та складності оцінки. Тому для інституційних інвесторів ключовим є вироблення компетентної стратегії управління альтернативним портфелем. Для того щоб використати повною мірою потенціал альтернатив у формуванні стійких портфелів, інституційним інвесторам необхідно дотримуватися збалансованого підходу. Лише за таких умов альтернативні інвестиції виконуватимуть свою позитивну роль - приносити додаткову дохідність та стабільність портфелям, слугуючи важливим інструментом забезпечення фінансової стійкості інституцій у довгостроковій перспективі.

Список використаних джерел

1. January 2024: The Next \$20 Trillion in Alternative Investments. Chartered Alternative Investment Analyst Association, 2024. URL: <https://caia.org/content/january-2024-next-20-trillion-alternative-investments#:~:text=A%20long%20time%20ago,%20in,CAIA%20New%20York%20hosted%20a> (дата звернення: 12.03.2025).
2. Dave Goodsell. Six trends driving private investment in 2024. Natixis Investment Managers, 2024. URL: <https://www.im.natixis.com/content/dam/natixis/website/insights/investor-sentiment/2024/private-assets-report/RC108-0324-Private-Assets-Full-Report-F.pdf>.
3. L. Nesbitt S. Institutional Embrace of Alternatives Reaches 40% of Assets. Chartered Alternative Investment Analyst Association, 2024. URL: <https://caia.org/blog/2024/08/06/>

institutional-embrace-alternatives-reaches-40-assets#:~:text=Key%20takeaways%20are:%201,hedge%20funds%20and%20risk%20parity.

4. Digital Asset Data: 2023 Recap and 2024 Trends - Digital Asset Research. Digital Asset Research. URL: <https://www.digitalassetresearch.com/digital-asset-data-2023-recap-and-2024-trends/#:~:text=Trends%20www,Bitcoin's%20price%20rising%20from> (дата звернення: 12.03.2025).
5. Gorelick E. Yale's endowment, explained. YALE DAILY NEWS PUBLISHING CO., INC. 2022. URL: <https://yaledailynews.com/blog/2022/10/24/yales-endowment-explained/#:~:text=alternative%20investments,60%20percent%20of%20Yale's%20portfolio>.
6. WAI M. Alternatives market to hit US\$30tn by 2030: Preqin. Preqin. URL: <https://www.financialstandard.com.au/news/alternatives-market-to-hit-us-30tn-by-2030-preqin-179805840#:~:text=The%20global%20alternatives%20industry%20is,throughout%20the%20period,%20Preqin%20said>.
7. Sharpe ratio definition - Risk.net. Risk.net. URL: <https://www.risk.net/definition/sharpe-ratio#:~:text=The%20Sharpe%20ratio%20is%20a,positive%20shocks%20augment%20the%20portfolio's> (дата звернення: 12.03.2025).
8. Kenton W. Sortino Ratio: Definition, Formula, Calculation, and Example. Investopedia. URL: <https://www.investopedia.com/terms/s/sortinoratio.asp#:~:text=What%20Is%20the%20Sortino%20Ratio?> (дата звернення: 12.03.2025).
9. Contributors to Wikimedia projects. Internal rate of return - Wikipedia. Wikipedia, the free encyclopedia. URL: https://en.wikipedia.org/wiki/Internal_rate_of_return#:~:text=The%20IRR%20of%20an%20investment,positive%20cash%20flows (дата звернення: 12.03.2025).
10. Dave Goodsell. Six trends driving private investment in 2024. Natixis Investment Managers, 2024. URL: <https://www.im.natixis.com/content/dam/natixis/website/insights/investor-sentiment/2024/private-assets-report/RC108-0324-Private-Assets-Full-Report-F.pdf>.

ЕМІСІЯ ГРОШЕЙ ЯК ІНСТРУМЕНТ МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ ДЕСТАБІЛІЗАЦІЇ: КЕЙС ГІПЕРІНФЛЯЦІЇ В ЗІМБАБВЕ

Зімбабве – держава на півдні Африканського континенту, яка до 1980 року перебувала у статусі колонії Великої Британії. Після здобуття незалежності країна демонструвала економічне зростання: у період з 1981 по 1990 роки показник середнього приросту ВВП становив 4,5% [15]. Такі темпи зростання можна вважати досить позитивними для пост-колоніальної держави. Проте з настанням наступної декади тенденції різко змінилися: економічна ситуація стрімко погіршувалася, що згодом призвело до глибокої соціально-економічної кризи. У 2024 році унаслідок посухи країна опинилась на межі продовольчої катастрофи, свідченням чого, зокрема, став оголошений урядом план забити двохсот слонів з метою компенсації браку продовольчих ресурсів [12]. Отже, актуальним завданням постає аналіз ключових економічних рішень, які призвели до системного занепаду національної економіки Зімбабве, з акцентом на причинно-наслідкові зв'язки між макроекономічною політикою та кризовими явищами.

У 1960-х роках населення з домінантною європейською ідентичністю становило лише 5% демографічної структури Зімбабве (на той час – Родезії), проте саме ця частка утворювала політичну та економічну еліту [16]. Уся державна влада, капітал та доступ до ресурсів були зосереджені в руках білої меншості європейського походження. Така система екстрактивних інституцій зумовила активізацію національно-визвольного руху серед корінного африканського населення. Провідними політичними силами в боротьбі за незалежність стали дві партії: ZANU (Zimbabwe African National Union) під головуванням Роберта Мугабе та ZAPU (Zimbabwe African People's Union), очолювана Джошуа Нкомо.

Після проголошення незалежності Зімбабве у 1980 році Р. Мугабе, усунувши опонента, об'єднав партії в єдину правлячу структуру – ZANU-PF [16]. Таким чином, ще до початку 1990-х рр. у державі було встановлено однопартійність, що дозволило Р. Мугабе монополізувати владні повноваження. Таким чином екстрактивна система колоніального типу, очолювана представниками білої меншості, трансформувалася в авторитарний режим за участю нової африканської еліти. Це стало передумовою до автократії, політичних репресій, послаблення інституційної спроможності, та загальної стагнації. Водночас слід зауважити, що прибуткові сектори економіки, зокрема третина орних земель Зімбабве, залишалися під контролем представників білої меншини [6]. У відповідь уряд Зімбабве розгорнув кампанію експропріації землі на користь чорношкірих ветеранів національно-визвольного руху, витісняючи попередніх землевласників.

Радикальна земельна реформа призвела до занепаду аграрного сектору, який традиційно становив основу національної економіки країни. Зокрема, у період з 1999 по 2004 роки обсяги виробництва кукурудзи, ключової продовольчої культури Зімбабве, скоротились на 74% [14]. Таку негативну динаміку центральна влада пояснювала несприятливою посухою. Проте аналогічні кліматично-погодні умови спостерігалися і в сусідніх країнах, Замбії та Малаві, які демонстрували стабільність або навіть зростання в сільськогосподарському секторі. Таким чином, першопричинами аграрного регресу в Зімбабве виступили неефективне впровадження земельної політики та структурні інституційні недоліки.

На додачу до земельних обіцянок, Р. Мугабе ініціював грошові виплати населенню, що у 1997 році дорівнювали приблизно 3% валового внутрішнього продукту [7]. Це стало суттєвим навантаженням на державний бюджет. Зростання валютного дефіциту викликало занепокоєння серед іноземних інвесторів. Міжнародні фінансові інституції, передусім Міжнародний Валютний Фонд та Світовий Банк, оцінили політику уряду як несумісну з принципами економічної стабільності та сталого розвитку, і наприкінці 1990-х рр. співпраця з цими

інституціями фактично припинилася. Як наслідок, на зламі тисячоліть світова спільнота позбавила Зімбабве фінансової допомоги. Єдиним доступним для уряду рішенням для зниження дефіциту бюджету стала емісія грошей. Інтенсивний друк грошей, не підкріплений реальним економічним зростанням, призвів до активізації інфляційних процесів.

Професор Університету Вілфріда Лор'є (Канада) П. Сіклос (2000) визначає термін «інфляція» як підвищення вартості життя, що вимірюється індексом споживчих цін [13]. Термін «гіперінфляція» – один із видів дуже стрімкої інфляції, має декілька академічних трактувань. Згідно з класичним визначенням Ф. Кейгана, гіперінфляція – це зростання цін більш ніж на 50% щомісяця [3]. Альтернативним є визначення цього феномену як річних темпів цінового зростання у 100% [4, 8].

У випадку Зімбабве ознаки гіперінфляції стали очевидними ще на початку 2000-х років. У листопаді 2003 р. темпи інфляції сягнули позначки 620% [5]. Подібний рівень цінового зростання є нехарактерним для держав, які не перебувають в стані війни або повоєнної відбудови.

Станом на 2005 рік Зімбабве набула багатьох рис «неспроможної держави» (з англ. – “failed state”) [1]. А саме: недовіри громадян до державних інституцій, нездатності уряду забезпечити продуктивне економічне середовище, погіршення показників людського розвитку, високого рівня дитячої смертності, нестачі продовольства тощо. Економічний занепад призвів до масової еміграції. Станом на 2006 рік країну покинуло близько 25% населення [2]. Варто зауважити, що уряд намагався протидіяти гіперінфляції, хоча запропоновані заходи виявилися неефективними. Наприклад, підняття цін визнали незаконним, а також запровадили нову валюту з іншим номіналом, але незмінною назвою – зімбабвійський долар. Проте й нова валюта зазнала девальвації відносно долара США [10,9].

21 січня 2008 р. директор Резервного банку Зімбабве Г. Гоно повідомив, що грошова маса досягла 170 трильйонів зімбабвійських доларів і прогнозував її

зростання до 800 трильйонів у найближчий період [11]. Громадяни країни були змушені використовувати великі обсяги готівки, щоб здійснити базові транзакції. Кульмінацією фінансової кризи стало офіційне рішення уряду відмовитися від національної валюти. У 2009 р. Міністерство фінансів Зімбабве легалізувало обіг доларів США та рандів, офіційної валюти ПАР [10]. Доларизація допомогла призупинити інфляцію, однак економіка Зімбабве не стабілізувалася.

У 2020–2024 роках економіка Зімбабве залишалася нестабільною через внутрішні структурні проблеми та зовнішні виклики. Після недовготривалого зростання у 2017 році країна знову зіткнулася з високою інфляцією (понад 200% у 2023 році), валютним дефіцитом, посухами та енергетичними перебоями [15]. Уряд продовжує застосовувати змішану валютну систему: з обігом зімбабвійського долара, долара США та південноафриканського ранда, що створює цінову нестабільність. Тіньовий сектор охоплює понад 60% ВВП [15], а спроби реформ, зокрема податкової цифровізації та антикорупційних заходів, не дають очікуваного ефекту. Країна потребує глибокої економічної трансформації для стабілізації економіки і досягнення цілей сталого розвитку.

Економічний колапс у Зімбабве є уроком для світової спільноти, адже демонструє, як розвиток екстрактивних економічних та політичних інститутів, себто таких, які зосереджують владу в руках вузької еліти [16], а також низка невдалих урядових рішень та некомпетентна монетарна політика наблизили країну до звання «failed state», попри те, що загальна безпекова ситуація в країні не погіршувалась, і жодних зовнішніх загроз не виникало.

Досвід Зімбабве може бути актуальним як для держав, що перебувають у процесі інституційного становлення, так і для країн, які знаходяться у стані війни. Через повномасштабне вторгнення РФ Україна перебуває у надзвичайно складній політично-економічній ситуації, яка становить серйозний виклик для інституційної спроможності держави. Україні критично необхідна внутрішня скооперованість для того, щоб ефективно чинити спротив ворогу і зберегти суверенітет. Випадок

Зімбабве ілюструє, що у разі послідовного впровадження екстрактивної моделі управління, виникає ризик глибокої деградації. Саме тому Україні, як державі, що прагне не тільки протистояти агресору, а й розвиватися, необхідно формувати інклюзивні політичні інститути, впроваджувати чіткі та прозорі стандарти підзвітності уряду, а також удосконалювати монетарну політику, для того щоб уникнути такого сценарію економічного занепаду, з яким зітнулася Зімбабве.

Список використаних джерел:

1. Barma, N. H. (2024, September 30). *Failed state*. Encyclopaedia Britannica. URL: <https://www.britannica.com/topic/failed-state>
2. Besada, H., & Moyo, N. (2008). Zimbabwe in crisis: Mugabe's policies and failures. URL: <https://www.cigionline.org/publications/zimbabwe-crisis-mugabes-policies-and-failures/>
3. Cagan, P. (1956). The monetary dynamics of hyperinflation. In M. Friedman (Ed.), *Studies in the quantity theory of money*(pp. 25–117). Chicago: University of Chicago Press.
4. Capie, F. H. (1986). Conditions in which very rapid inflation has appeared. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 24, 115–168. North-Holland: Elsevier-Science Publishers B.V.
5. Clemens, M., & Moss, T. (2005). Costs and causes of Zimbabwe's crisis. URL: https://www.cgdev.org/sites/default/files/2918_file_Zimbabwe_Crisis.pdf
6. Coomer, J. (2010). *Zimbabwe's economic crisis & hyperinflation* University of Cape Town. Supervisor: T. Gstraunthaler.
7. Coomer, J., & Gstraunthaler, T. (2011). The hyperinflation in Zimbabwe. *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 14(3), 311–346.
8. Fischer, S., Sahay, R., & Végh, C. (2002). Modern hyper- and high inflations (IMF Working Paper WP/02/197). International Monetary Fund, Research Department.
9. IMF Staff Report. 2000. ZIMBABWE: Staff Report for the 2000 Article IV. Consultation. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
10. Kairiza, T. (2009, September). Unbundling Zimbabwe's journey to hyperinflation and official dollarization. Discussion Paper: 09-12. Tokyo: National Graduate Institute for Policy Studies.
11. Lee, J. (2009, February 11). *Zimbabwe: Pathology of Inflation*. Gold News. Retrieved December 9, 2009
12. Mutsaka, F., Magome, M. (2024, September 18). Hundreds of elephants to be killed in Zimbabwe and Namibia as food and water resources run dry. Euronews
URL: <https://www.euronews.com/green/2024/09/18/hundreds-of-elephants-to-be-killed-in-zimbabwe-and-namibia-as-food-and-water-resources-run>
13. Siklos, P. L. (2000). *Inflation and hyperinflation*. Waterloo, Ontario: Wilfrid Laurier University.
14. USDA (2005), Foreign Agr. Service, PSD Online db.
15. World Bank. (2024). World Bank DataBank: URL: <https://databank.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD/1ff4a498/Popular-Indicators>
16. Аджемоглу, Д., & Робінсон, Д. (2019). Чому нації занепадають: Походження влади, багатства і бідності (О. Дем'янчук, Пер.). Наш формат. (Оригінальна робота видана 2012 року)

ПРАВИЛА ТЕХНІЧНОГО АНАЛІЗУ НА ФІНАНСОВИХ РИНКАХ

Технічний аналіз є гнучким та універсальним методом оцінювання активів, що застосовується на фондовому, криптовалютному і валютному ринках. В Україні цей підхід недостатньо вивчений через низький рівень фінансової грамотності населення, обмежену освітню базу, скептицизм і брак якісного контенту українською мовою.

Технічний аналіз - це метод прогнозування цін за допомогою аналізу динаміки (зміни) цін за попередні періоди часу. Основна мета - визначення поточної ринкової фази активу і прогнозування можливих цінових змін для прийняття інвестиційних рішень.

Даний вид аналізу є відносно молодого дисципліною. Його активний розвиток в США припадає на II половину XX століття, що є причиною недостатнього вивчення технічного аналізу українськими аналітиками. На це вказує понятійно-термінологічний апарат, який здебільшого складається з кальок англійських термінів [1, с. 157].

Основу технічного аналізу формують три постулати, описані Джоном Мерфі в монографії “Технічний аналіз ф’ючерсних ринків”:

1. Ринок враховує все: всі чинники, які впливають на ціни активу (економічні, політичні, соціальні) вже відображені на графіку.
2. Ціни рухаються направлено: завданням технічного аналізу є визначення тренду на початку його формування.
3. Історія повторюється: стосується незмінності людської психології [1, с. 161].

Методи технічного аналізу поділяються на дві групи: графічні (тенденції, цінові графіки і графічні моделі) та аналітичні (індикатори).

Тенденція або тренд - напрямок руху ціни протягом певного часового проміжку. Існує три види: бичачий (висхідний), ведмежий (низхідний) та бічний тренди.

Для визначення цінових тенденцій аналітики користуються трендовими лініями. Це рівні, які будуються щонайменше по двом екстремумам одного тренду і показують загальний напрямок руху ціни [2, с. 16-17]. Існують рівні підтримки та опору.

Ціновий графік - візуальне відображення даних, яке використовується для аналізу залежності між ціною (вертикальна вісь) та часом (горизонтальна вісь). Графік формується зі свічок, які відображають ціни відкриття, закриття, а також максимуми і мінімуми за обраний період (таймфрейм).

Таймфрейм - часовий інтервал, який використовується для відображення однієї свічки. Існують 1-, 5-, 15-, 30-хвилинні, 1- і 4-годинні, денні, тижневі та місячні.

Графічна модель (патерн) - фігура, що формується внаслідок цінових рухів і дає змогу прогнозувати подальший тренд. Розрізняють:

- моделі зміни тенденції (“подвійна вершина/дно”, “голова і плечі”, “клин”);
- продовження тенденції (“трикутник”, “прапор”, “вимпел”).

Подвійна вершина (Double Top) - розворотний патерн для висхідного тренду, який формується, коли актив двічі торкається рівня опору. Оборотною моделлю є “подвійне дно”, яка є справедливою для низхідного тренду і рівня підтримки.

Голова і плечі (Head and Shoulders) - модель, що формується за рахунок зростання ціни до рівня А, низхідної корекції до рівня Б, проходження рівня А, повернення до рівня Б, зростання до рівня А і подальшого падіння.

Клин (Wedge) - патерн, що характеризується збіжними трендовими лініями, зниженням обсягу торгів і подальшим пробоем одного з рівнів, що вважається закінченням графічної фігури.

Трикутник (Triangle) утворюється збіжними рівнями підтримки і опору. Після пробою однієї з формотворчих ліній, трейдери можуть очікувати на зростання/падіння ціни на відстань, що дорівнює основі трикутника.

Прапор (Flag) - фігура, яка складається з початку “флагштоку” (різке зростання або падіння ціни), “вимпела” (зона консолідації, що формується паралельними лініями) і продовження флагштоку в напрямку початкового тренду.

Вимпел (Pennant) - фігура, подібна до фігури “Прапор”. Відмінністю є поведінка активу в зоні консолідації: під час “Вимпелу” фігура нагадує трикутник, а котирування прагнуть зійтись в одній точці.

Аналітичними інструментами технічного аналізу є індикатори. Індикатор - функція, побудована з використанням законів математичної статистики і теорії ймовірності для прогнозування подальшого тренду ціни активу. Найпопулярнішими індикаторами є ковзні середні, індикатор MACD, смуги Болінджера та хвилі Фібоначчі.

Ковзна середня (MA - Moving Average) - індикатор, що розраховується на основі середнього арифметичного цін за певний період. Існує три види: проста (Simple MA); зважена (Weighted MA) - надає більшу вагу останнім цінам; експоненційна (Exponential MA) - найшвидше реагує на зміни, оскільки пріоритетно (за експонентою) враховує свіжі котирування [3].

MACD (Moving Average Convergence/Divergence) - індикатор, який розраховується як різниця між 12-періодною ЕМА і 26-періодною ЕМА. Використовується з сигнальною лінією (СЛ) - 9-періодною ЕМА. На графіку ці лінії сигналізують про:

- подальше падіння ціни, якщо MACD перетинає СЛ зверху;
- подальше зростання ціни, якщо MACD перетинає СЛ знизу.

Гістограма MACD допомагає знаходити можливі розвороти тренду: якщо тренд на ціновому графіку висхідний, а на гістограмі MACD - низхідний і навпаки. Це метод конвергенції/дивергенції.

Смуги Болінджера (Bollinger Bands) - інструмент оцінки волатильності. Складається з трьох ліній: середньої (20-періодна SMA) і двох крайніх, розташованих вище і нижче на два стандартних відхилення. Розширення смуг Болінджера свідчить про підвищення волатильності, а звуження - про її зниження. Наближення ціни активу до верхньої смуги попереджає про перекупленість і можливе зниження ціни, до нижньої - перепроданість, можливий висхідний рух [4].

Хвилі Фібоначчі (Fibonacci Retracement Levels) - горизонтальні лінії на графіку, які вказують на потенційні рівні підтримки/опору. Індикатор будується шляхом з'єднання двох екстремумів в кінці цінового руху. Основними хвилями Фібоначчі є лінії на рівнях 0%, 23,6%, 38,2%, 50%, 61,8%, 78,6% і 100%.

Окремі індикатори можуть давати хибні сигнали, тому раціонально використовувати їх в поєднанні. Комплексний підхід до технічного аналізу дозволяє підвищити точність прогнозів і зменшити ризики. Наприклад, якщо ціна перетинає нижню смугу Болінджера і опиняється на одному з рівнів Фібоначчі, можна очікувати на висхідну корекцію активу. Таким чином, комбінування графічних моделей та індикаторів є ключовим принципом ефективного застосування технічного аналізу.

Список використаних джерел

1. Сохацька О. М., Роговська-Іщук І. В., Вінницький С. І. Фундаментальний та технічний аналіз цін товарних та фінансових ринків : навч. посіб. Кондор, 2012. 305 с.
2. Aaryan Joganí. The Basics of Technical Analysis. *SSRN*. 2024. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4870943.
3. Caroline Banton. Moving Average, Weighted Moving Average, and Exponential Moving Average. *Investopedia*. URL: <https://www.investopedia.com/ask/answers/071414/whats-difference-between-moving-average-and-weighted-moving-average.asp>.
4. Bollinger Bands indicator explained. *Binance Academy*. URL: <https://www.canva.com/design/DAGgfnqQjPo/kGFn2rIVtROoluI4uJZDPA/edithttps://www.binance.com/en/square/post/43426>.

EFFICIENCY CRITERIA FOR UKRAINE’S MONETARY POLICY

Throughout its modern history, Ukraine has faced a series of profound economic disruptions, driven by full-scale war, global financial crises, geopolitical instability, structural reforms, and external shocks. These conditions have reshaped the operational environment for monetary policy, revealing the limitations of conventional policy assessment tools. As the National Bank of Ukraine (NBU) navigates new constraints, it becomes imperative to reassess how the effectiveness of monetary policy is defined and measured. The objective of this research is to formulate an adaptive conceptual framework for evaluating the effectiveness of the monetary transmission mechanism, particularly under conditions of extreme uncertainty and dynamic institutional change.

A number of works highlight the time-varying characteristics of monetary transmission mechanism in general, and the interest rate pass-through in particular (Hauzenberger et al., 2021; Hlazunov et al., 2023; Janssen et al., 2019; McKinnon, 1992), tying its changes to either phase of the economy’s development, financial crises or uncertainty period. The central bank would react to these shifts by adjusting its policy design. Hence, in order to analyze and improve the monetary policy frameworks under such conditions, there is a need to have a holistic measure of monetary policy efficiency, that is flexible enough to adjust to the changing policy setup.

However, the existing conventional monetary policy efficiency metrics fall into one of two categories: the ones based on the “goal vs result” (Cecchetti et al., 2004) principle, and the ones based on the “input vs result” (Montes et al., 2024; Dolinskyi, 2023) principle. Whereas we deem both approaches valid, there is a need of an approach that combines the two principles, while being adaptable enough to be applicable for a

changing setup of Ukrainian monetary policy landscape and its challenging macroeconomic context.

The primary aim of this study is to develop a coherent and flexible methodology to evaluate the transmission efficiency of Ukraine’s monetary policy under volatile conditions. The approach aims to assess the real-time ability of the monetary system to stabilize macroeconomic variables in response to internal and external disturbances. The research builds on prior work by Cecchetti et al. (Cecchetti et al., 2004), Briec et al. (Briec et al., 2012), and Montes et al. (Montes et al., 2024), and aligns with international efforts to enhance macroeconomic policy resilience.

The methodology involves several stages: (1) a comprehensive literature review of traditional and modern efficiency metrics in monetary policy, (2) systemic analysis of Ukraine's transmission mechanism in the context of crisis and recovery, and (3) formulation of an adaptive efficiency coefficient using variable time-sensitive weights and penalties for excessive instrument volatility.

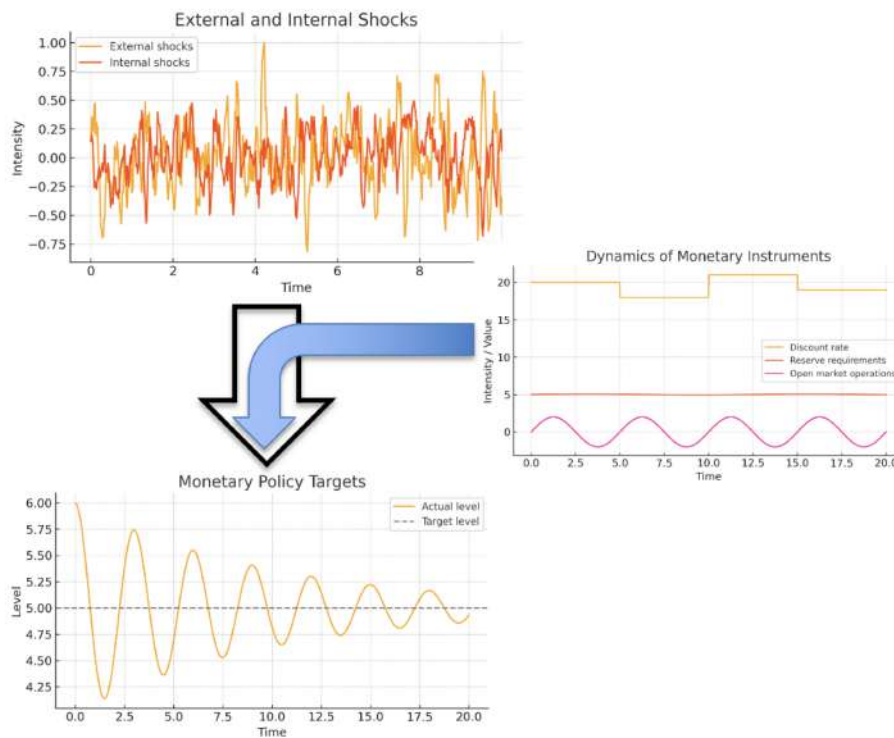


Figure 1. The “controlled shock filtering” concept of monetary policy

Source: created by the author

Our research proposes a novel metric of transmission efficiency, expressed as a dynamic function sensitive to the stability of monetary tools and their alignment with declared policy targets. This coefficient incorporates a penalty for dispersion in monetary signals (e.g., interest rate variability, inconsistent FX interventions), while rewarding alignment with macro-financial stabilization goals. The efficiency coefficient E_t is proposed as follows (1):

$$E_t = \frac{w_t \text{Var}(S_t) - \text{Var}(T_{t+h} - \mu_{t+h})}{\text{Var}(I_t)} \quad (1)$$

where S_t denotes aggregated economic disturbances caused by internal and external factors, I_t represents the aggregated monetary policy actions (i.e., changes in monetary instruments), $T_{t+h} - \mu_{t+h}$ stands for the aggregated detrended deviations of targeted variables with lag h , and w_t is a time-varying adjustment weight vector used to harmonize the scale of input and output shocks.

This indicator, once the weights are calibrated, reflects the core expectations and assumptions regarding monetary policy effectiveness:

1. The greater the filtered difference $w_t \text{Var}(S_t) - \text{Var}(T_{t+h} - \mu_{t+h})$, the higher the effectiveness score;
2. The lower the variance of monetary instruments, the higher the effectiveness score;
3. The metric incorporates both the “target–outcome” and “effort–outcome” principles, thus adequately capturing the effectiveness of both the monetary transmission mechanism and monetary policy as a whole.

Central to the approach is the concept of “controlled shock filtering” –treating the monetary transmission mechanism as a subsystem within the broader financial-economic system whose role is to filter and smooth out disruptions. This perspective mirrors emerging views in macro-financial literature, particularly in the post-crisis discourse (Ge, 2019; Hauzenberger et al., 2021; Stiglitz, 2012). The metric's

adaptiveness is enabled by its structure: the weights on instrument volatility, policy lags, and channel responsiveness can shift over time based on empirical trends, calibrating the tool to the unique country's policy profile. The metric can detect early warning signs of policy drift or unintended transmission blockage, guiding mid-course corrections.

The proposed framework has practical value for both central banks and academic researchers. For the NBU, it offers a flexible diagnostic tool that complements existing inflation-targeting and forecasting models. By embedding this coefficient in regular monitoring dashboards, the Bank can gain a richer view of policy performance during crises.

Additionally, the metric may serve as a template for other emerging markets with volatile environments. For researchers, it creates a basis for cross-country comparative studies of monetary resilience, particularly in periods of extreme stress. The framework also supports adaptive monetary rules, policy communication strategies, and scenario-based forecasting models.

The study concludes that in conditions of extreme uncertainty, monetary policy efficiency must be reconceptualized as a dynamic, system-aware process. The adaptive metric proposed herein accounts for the interplay of structural constraints, policy objectives, and market responses. It emphasizes institutional flexibility, communication clarity, and a holistic view of stabilization capacity. Future improvements may involve embedding this metric into structural macroeconomic models, enhancing its empirical grounding, and extending its use to monetary-fiscal coordination analysis. The findings underscore the evolving role of central banks like the NBU in managing not only inflation but overall financial system resilience.

References

1. Briec, W., Gabillon, E., Lasselle, L., & Ratsimbanierana, H. (2012). On measuring the efficiency of monetary policy. *Economics Letters*, 117(1), 182–185. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2012.04.107>
2. Cecchetti, S., Flores-Lagunes, A., & Krause, S. (2004). *Has Monetary Policy Become More Efficient? A Cross Country Analysis* (No. w10973; p. w10973). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w10973>
3. Dolinskyi, L. B. (2023). *Management of efficiency and risk in entrepreneurial activity under conditions of digital economic transformation*. In V. H. Voronkova & N. H. Metelenko (Eds.), *Digital transformation of industrial management: Theory and practice: Monograph* (pp. 597–632). Liha-Pres.
4. Ge, T. (2019). Time-varying transmission efficiency of China's monetary policy. *China Economic Journal*, 12(1), 32–51. <https://doi.org/10.1080/17538963.2018.1556421>
5. Hauzenberger, N., Pfarrhofer, M., & Stelzer, A. (2021). On the Effectiveness of the European Central Bank's Conventional and Unconventional Policies under Uncertainty. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 191, 822–845. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2021.09.015>
6. Hlazunov, A., Dadashova, P., & Lukianenko, I. (2023). INTEREST RATE PASS-THROUGH IN UKRAINE: EVIDENCE FROM THE BANK OWNERSHIP. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*, 5(52), 8–24. <https://doi.org/10.55643/fcaptp.5.52.2023.4135>
7. Janssen, N., Potjagailo, G., & Wolters, M. H. (2019). Monetary Policy during Financial Crises: Is the Transmission Mechanism Impaired? *International Journal of Central Banking*, 15(4), 81–126.
8. McKinnon, R. I. (1992). *The order of economic liberalization: Financial control in a transition to a market economy*. John Hopkins Univ. Press.
9. Montes, G. C., Silva Rodrigues Júnior, I., Bastos, J. C. A., & Batista, L. M. (2024). Effects of monetary policy credibility and the open economy trilemma on monetary policy efficiency. *International Journal of Finance and Economics*, 29(2), 1236–1258. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2737>
10. Stiglitz, J. (2012). Macroeconomics, Monetary Policy, and the Crisis. In O. Blanchard, D. Romer, M. Spence, & J. E. Stiglitz (Eds.), *In the Wake of the Crisis* (pp. 31–42). The MIT Press. <https://doi.org/10.7551/mitpress/9451.003.0007>

**ПОВЕДІНКА ІНВЕСТОРІВ У ПЕРІОДИ
ГЛОБАЛЬНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ:
АНАЛІЗ КРИЗ 2008, 2020 ТА 2022 РОКІВ**

В умовах глобальної невизначеності й постійних політичних та економічних потрясінь, розуміння поведінки інвесторів стає рушійним фактором для забезпечення стабільності фінансових ринків. Перманентне зростання активності на ринку роздрібних інвесторів гостро піднімає питання раціональності та обґрунтованості у прийнятті інвестиційних рішень. До прикладу, поведінкові упередження, такі як надмірна самовпевненість і стадність, часто стають причиною переоцінки точності прогнозів або ж невиправданого імітування дій інших інвесторів, та врешті-решт стають перешкодою в оптимізації управління портфелем та отриманні потенційно вищих прибутків. Зважаючи на це дослідження поведінкових фінансів, що враховують психологічні аспекти, розкривають критично важливі, але часто недооцінені чинники, що суттєво впливають на ефективність стратегій управління ризиками в інвестиційному портфелі.

Глобальні кризи, такі як фінансова криза 2008 року або пандемія COVID-19, часто є незамінними для вивчення емоційних реакцій і когнітивних упереджень роздрібних інвесторів. Їхня поведінка часто призводить до прийняття ірраціональних рішень, що зі свого боку посилюють волатильність ринку та поглиблюють кризові явища в економіці. Так, під час фінансової кризи 2008-2009 років індивідуальні інвестори демонстрували значні коливання у своєму сприйнятті та поведінці. Тимчасовими змінами, характерними для них у період кризи, були тенденції до зниження очікування щодо дохідності й толерантності до

ризик у та зростання сприйняття ризику в найгірші місяці кризи. Крім того, індивідуальні інвестори продовжували активно торгувати та намагались навпаки скористатися падінням цін на активи, щоб вийти на ринок [1].

Фундаментально, поведінкові упередження роздрібних інвесторів мають вагомий вплив на прийняття індивідуальних інвестиційних рішень. Так, фінансова криза 2008 року мала пагубний вплив на здатність інвесторів приймати правильні рішення у нестабільні періоди, адже надмірна самовпевненість та тенденція переоцінювати нещодавно пережитий досвід зробили інвесторів менш охочими йти на ризик у періоди невизначеності [1]. Поза тим, надмірна самовпевненість часто спонукає роздрібних інвесторів до надмірної торгівельної активності, яка не тільки збільшує транзакційні витрати, але й зменшує чистий прибуток портфеля. Такий патерн поведінки характерний більшою мірою для інвесторів-початківців, чий брак досвіду часто маскується завищеним почуттям впевненості у своїх силах [2].

Емпіричні дані, отримані в результаті опитування американських інвесторів, виявили, що в кризу 2019-2020 років, пов'язаної з пандемією коронавірусної хвороби, роздрібні інвестори піддалися упередженню уникнення витрат. Така тенденційність їхньої поведінки, що виявлялась у довшому утримуванні втрачених активів, змусила їх приймати на портфель непропорційні ризики, які за раціонального підходу можна було б уникнути. Крім того, у багатьох випадках це упередження посилювалося за рахунок емоційного сприйняття ситуації на ринку, що опиралося на думку, що збитки можна відшкодувати, якщо тривалий час продовжувати зберігати активи в портфелі [2].

Аналізуючи літературні здобутки протягом 1970-2015 років, Сатіш К. Міттал у своєму дослідженні «Поведінкові упередження та інвестиційні рішення: теоретичні та дослідницькі основи» помітив, що протягом майже п'яти десятиліть інвестори занадто сильно покладаються на початкову інформацію або хибні конкретні орієнтири під час оцінки своїх інвестицій. До прикладу, початкова ціна

покупки часто розглядається ними як основний орієнтир для оцінки ефективності активу і врешті-решт змушує приймати неоптимальні рішення в управлінні портфелем. Таку поведінку найбільш точно можна виявити в інвесторів-початківців та тих, хто мають низьку загальну фінансову грамотність [2].

І наостанок особливої уваги заслуговує феномен стадної поведінки інвесторів, який чітко проявляється в умовах динамічної та волатильної ринкової кон'юнктури. Така поведінка характеризується сліпим наслідуванням дій більшості без проведення незалежних аналізів та найчастіше трапляється на ринку тоді, коли загальнодоступну інформацію про його стан важко інтерпретувати. Саме в таких умовах заради безпеки роздрібні інвестори дотримуються колективних тенденцій [2]. Однак, у довгостроковій перспективі, стадна поведінка може призвести до викривлення ринкових цін, де ціна активу відображає не його фундаментальну вартість, а колективні настрої, що збільшує ризики утворення бульбашок на ринку.

У 2022 році відповідно до «The Washington post» фондовий ринок зіткнувся зі значними труднощами, що проявилися у різкому зниженні індексу S&P 500. За підсумками року індекс продемонстрував найгірші результати з часів фінансової кризи 2008 року [3]. Основною причиною такого спаду стала зміна монетарної політики Федеральної резервної системи США, яка, намагаючись стримати зростання інфляції, розпочала цикл підвищення відсоткових ставок у березні та продовжувала цю політику безперервно до кінця року. Крім того, початок повномасштабної війни росії проти України спричинив ще один значний стрибок цін на золото, оскільки інвестори під час геополітичної невизначеності звернулись до стадної поведінки та масово почали повертатися до золота як до безпечного активу [4].

Отже, поведінкові упередження інвесторів в умовах глобальної нестабільності, зокрема під час криз 2008, 2020 та 2022 років, суттєво впливають на прийняття інвестиційних рішень. Аналіз показав, що в періоди криз роздрібні

інвестори схильні до поведінкових упереджень, таких як надмірна самовпевненість, стадність та уникнення втрат, що призводять до ірраціональних дій та підвищення волатильності ринку. Зважаючи на це, існує необхідність у врахуванні власних та чужих психологічних факторів при оцінці ситуації на ринку.

Список використаних джерел

1. Hoffmann A. O. I., Pennings J. M. E., Post T. Individual Investor Perceptions and Behavior During the Financial Crisis. SSRN Electronic Journal. 2010. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1571473> (date of access: 10.03.2025).
2. Behavioral Biases in Investment Decisions: A Mixed-Methods Study on Retail Investors in Emerging Markets / A. A. Aqham et al. Journal of Management and Informatics. 2024. Vol. 3, no. 3. P. 568–586. URL: <https://doi.org/10.51903/jmi.v3i3.63> (date of access: 10.03.2025).
3. Pound J., Subin S. Stocks fall to end Wall Street's worst year since 2008, S&P 500 finishes 2022 down nearly 20%. *CNBC*. URL: <https://www.cnbc.com/2022/12/29/stock-market-futures-open-to-close-news.html> (date of access: 10.03.2025).
4. Мороз В. Фінансові ринки та інвестиційні стратегії в умовах геополітичної нестабільності. *Актуальні проблеми економіки № 8 (278), 2024*.
5. Прімерова О. К. Особливості розвитку фондового ринку України // *Ефективна економіка*. - 2016. - No5. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=4948> (date of access: 10.03.2025).
6. Системний аналіз формування державної політики в умовах макроекономічної дестабілізації / за ред. д-ра екон. наук, проф. І. Г. Лук'яненко. – К. : НаУКМА, 2017. – 464 с.

ГЛОБАЛЬНІ ВИКЛИКИ ДЛЯ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

Вступ. У сучасному світі фінансова система є наріжним каменем для забезпечення міцної економіки будь-якої держави. Вона включає в себе розгалужену мережу інституцій, фінансових інструментів та механізмів, що забезпечують циркуляцію капіталу, інвестиції та фінансування підприємництва. Фінансова система керує грошовими потоками, формує ринки, забезпечує розрахунки та слугує гарантом стабільності економіки. Її ключовими складовими є банки, фондові біржі, страхові компанії, пенсійні фонди та інші фінансові установи. Всі вони взаємодіють між собою, утворюючи цілісну та взаємозалежну систему, де кожен елемент виконує свою визначену роль. Без цієї системи неможливо досягти ефективного економічного розвитку, адже саме через фінанси відбувається розподіл ресурсів, що забезпечує стійкість та зростання.

Постановка проблеми. Проте, фінансова система не є статичною. Вона постійно відчуває вплив внутрішніх та зовнішніх чинників. Одним з ключових викликів є глобалізація, що суттєво змінила способи взаємодії між країнами та їх економіками. Глобалізація зумовила високу взаємозалежність національних фінансових систем, і навіть незначні зміни в одній країні можуть мати масштабні наслідки для всього світу. Приміром, криза 2008 року, яка почалася в США, завдала серйозної шкоди фінансовим ринкам у всьому світі, збільшуючи ризики та створюючи нові загрози для стійкості фінансових систем.

Технологічний прогрес також став важливим фактором, що визначає еволюцію фінансових систем. Впровадження новітніх технологій, таких як блокчейн, штучний інтелект та автоматизація фінансових послуг, трансформують традиційні бізнес-моделі і вимагає від фінансових установ адаптації до нових

реалій. Разом з цим, технології привносять нові ризики, включаючи кіберзагрози та зловживання даними, що потребують удосконалення регулювання та нагляду. Політична та економічна нестабільність залишаються вагомим фактором впливу на фінансову систему. Коливання в політичному кліматі, зміни урядових структур, напруженість у міжнародних відносинах можуть викликати суттєві зміни на фінансових ринках. Кризи, зумовлені політичними рішеннями або економічними санкціями, здатні підірвати стабільність як національних фінансових систем, так і міжнародної економіки загалом.

Фінансова система держави, яка стикається з цими викликами, повинна демонструвати високу гнучкість, щоб пристосовуватися до змін та забезпечувати ефективну взаємодію між усіма її елементами. Зміцнення фінансової стабільності вимагає безперервного удосконалення як національних, так і міжнародних регуляторних рамок, розвитку інфраструктури та впровадження інноваційних технологій. Сучасний фінансовий сектор зобов'язаний реагувати на ці виклики, дотримуючись рівноваги між забезпеченням стабільності та готовністю до змін, що є невід'ємною частиною розвитку світової економіки [3].

Виклад основного матеріалу. З поглибленням глобалізації, розширенням економічної інтеграції та стрімким розвитком технологій, фінансова система стикається зі значущими викликами, які кардинально змінюють її структуру та функціонування. Серед ключових проблем слід виокремити посилення міжбанківської та міждержавної взаємозалежності, що, у свою чергу, генерує нові ризики для стійкості фінансових ринків та становить загрози для їх регулювання. З огляду на ці тренди, постає нагальна потреба в удосконаленні механізмів регулювання та контролю, оскільки зміни в одній частині світу можуть блискавично поширюватися на всю глобальну економіку.

Однією з визначальних рис глобалізації є глибока інтеграція фінансових ринків, що, з одного боку, відкриває ширший доступ до фінансових ресурсів, а з іншого – ускладнює регулювання та контроль. Фінансові інструменти та активи

стали набагато доступнішими для міжнародних інвесторів, що збільшує ризики для стабільності національних економік, особливо в разі настання кризи в якійсь країні чи на конкретному ринку. Кризи, що виникають на окремих національних фінансових ринках, часто породжують потужний ефект доміно і можуть миттєво перекинутися на інші ринки, спричиняючи глобальну економічну кризу. Наприклад, фінансова криза 2008 року продемонструвала, як економічні потрясіння в одній частині світу можуть вплинути на інші країни, навіть якщо вони спочатку не мали безпосередніх зв'язків з осередком кризи [6].

Висока мобільність капіталу та інвестицій на сучасних фінансових ринках відкриває можливості для економічного зростання, але й несе суттєві ризики. Приміром, існування вільних економічних зон і сприятливі умови для інвесторів в окремих державах може призвести до відтоку капіталу з країн, де умови для інвестування менш вигідні. Це може негативно позначитися на фінансовій стабільності в країнах, де встановлено вищі податкові ставки чи спостерігається менша політична стабільність, знижуючи рівень економічного зростання. З одного боку, така мобільність капіталу сприяє підвищенню інвестиційної привабливості окремих країн, проте, з іншого — створює передумови для нестабільності у фінансовій системі через ймовірність раптового виведення капіталу [8].

Технологічні інновації, особливо у сфері фінансових технологій (FinTech) та криптовалют, трансформують саму природу фінансових операцій. Блокчейн та криптовалюти пропонують нові можливості для здійснення фінансових операцій, спрощуючи процеси транзакцій, зменшуючи витрати та підвищуючи прозорість. Проте, відсутність чітких регламентів та стандартів для цих нових інструментів збільшує ризики, пов'язані з фінансовими злочинами, маніпуляціями та шахрайством. Окрім цього, розвиток технологій штучного інтелекту (ШІ), автоматизація фінансових операцій та використання великих даних можуть призвести до значного скорочення витрат у фінансових установах, але водночас це становить загрози для зайнятості в цьому секторі.

З впровадженням передових технологій, наприклад, ШІ в аналізі фінансових даних, виникає проблема забезпечення безпеки та вразливості фінансових систем до кіберзагроз. Автоматизовані системи обробки фінансових транзакцій можуть стати об'єктами кібератак, що наражає на небезпеку цілі фінансові ринки та інституції. Відтак, гарантування кібербезпеки стає невід'ємним компонентом регулювання новітніх технологій у фінансовій сфері [1].

Особливої уваги заслуговує питання фінансових криз та їх впливу на стійкість фінансової системи. Кризові ситуації, як це засвідчила криза 2008 року, здатні мати глобальні наслідки, підриваючи довіру до фінансових інституцій та ринків. Через високу взаємозалежність фінансових установ на міжнародному рівні, економічні потрясіння в одній країні швидко поширюються на інші ринки, зокрема через валютні, боргові та фінансові зв'язки між країнами. Відновлення після таких криз вимагає значних зусиль, значних фінансових вливань та модернізації механізмів фінансового регулювання. Хоча Міжнародний валютний фонд та Світовий банк працюють над запобіганням глобальним кризам, наявні механізми не завжди є ефективними в умовах швидких змін на фінансових ринках та високої волатильності [5].

Крім того, сучасна фінансова система має брати до уваги нові екологічні та соціальні виклики. Зміна клімату, зростаючий тиск на природні ресурси та глобальні екологічні проблеми вимагають інтеграції екологічних, соціальних та управлінських (ESG) критеріїв у процес прийняття фінансових рішень. Це сприяє розвитку нових підходів до інвестування, таких як зелені фінанси, які спрямовані на підтримку екологічно чистих проектів та ініціатив. Застосування цих критеріїв у фінансовій практиці має потенціал змінити підходи до управління фінансами у бік більшої стійкості до екологічних викликів [2].

Соціальна нерівність та економічне відчуження також стають важливими чинниками для фінансових ринків. Нерівномірний розподіл доходів і ресурсів може призводити до соціальних протестів і політичних криз, що безпосередньо

впливають на фінансову стабільність. Ці проблеми вимагають створення нових механізмів для зменшення соціальної нерівності та забезпечення економічної справедливості, що стане важливим аспектом у регулюванні фінансової системи в майбутньому [1].

Загалом, сучасна фінансова система вимагає глобального підходу до її регулювання та взаємодії між державами та міжнародними інституціями. Тільки через міжнародне співробітництво можна розробити ефективні стратегії для вирішення фінансових проблем, як-от боротьба з відмиванням грошей, фінансування тероризму, захист від кіберзагроз та створення стабільних фінансових ринків, здатних адаптуватися до нових викликів глобалізації та технологічних інновацій. Важливо також визнати необхідність створення нових механізмів для фінансового регулювання, здатних реагувати на глобальні економічні зміни, запроваджуючи більш прозорі та ефективні підходи до стабільності фінансових ринків у довгостроковій перспективі.

Список використаних джерел

1. International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/en/Home>
2. World Bank Group - International Development, Poverty and Sustainability. *World Bank Group - International Development, Poverty and Sustainability*. URL: <https://www.worldbank.org/ext/en/home>
3. Стівенсон, К. The Impact of Technological Innovation on the Financial Sector / К. Стівенсон. – *Journal of Financial Regulation*. – 2017. – Т. 12, № 3. – С. 45-67.
4. Річардс, Дж. The Role of Blockchain in Financial Markets / Дж. Річардс. – *International Journal of Financial Technology*. – 2019. – Т. 5, № 2. – С. 98-112.
5. Шапіро, П. Social and Environmental Challenges in Global Financial Markets / П. Шапіро. – *Sustainable Finance Journal*. – 2016. – Т. 14, № 1. – С. 23-45.
6. United Nations Environment Programme Finance Initiative. *United Nations Environment – Finance Initiative – Partnership between United Nations Environment and the global financial sector to promote sustainable finance*. URL: <https://www.unepfi.org>
7. Системний аналіз формування державної політики в умовах макроекономічної дестабілізації / за ред. д-ра екон. наук, проф. І. Г. Лук'яненко. – К. : НаУКМА, 2017. – 464 с.
8. The World Economic Forum. *World Economic Forum*. URL: <https://www.weforum.org>

Dmytro Kurdiukov

Postgraduate student, 1st year, NaUKMA

Andrii Kaminskyi

Doctor of Economic Sciences, Professor at Finance Department, NaUKMA

PROSPECTS OF MONETARY POLICY TRANSITION TO INFLATION TARGETING: THE CASE OF ARGENTINA

Monetary policy has a significant function in the government's economic and financial policy. Since the 1990s, an increasing number of countries have adopted inflation targeting (IT) as monetary policy framework. Currently, the vast majority of developed countries and a significant number of developing countries have implemented IT or modifications of this regime. Each country has gone its independent way in implementing this regime. However, the consensus is that the transition to a full-fledged IT should be gradual, especially for countries with a weak institutional, macroeconomic, and macroprudential environment and an inefficient transmission mechanism of the interest rate channel of monetary policy. Therefore, developing countries should focus on implementing an IT lite regime (ITL).

ITL is an intermediate monetary policy regime, usually implemented by countries that seek to implement a full-fledged IT regime but are currently unable to do it. The main features of ITL are the availability of several monetary policy objectives and instruments at the same time, conducting a FX market policy that takes into account market fluctuations, and a high level of communication and transparency of the policy. The implementation of IT lite will have positive effects for the country, as it will to some extent support macro financial stability, stabilize inflation, and improve credibility of the central regulator [3].

However, the implementation of even a simplified ITL will be challenging if the country has a too weak economic and institutional environment. Therefore, one of the options is to adopt implicit IT lite. The difference between the explicit and implicit

regimes is that the explicit one sets specific quantitative parameters of the target and policy horizon that the central bank must pursue. The implicit version of IT lite has fewer advantages than the IT regime, but it allows not establishing specific indicators, i.e., it is more flexible and therefore suitable for developing countries. Thus, this type of ITL is more focused on communication with the market and economic agents and building the institutional environment than on targeting the inflation level [4].

The objective of this study is to provide practical recommendations for Argentina's transition to inflation targeting, which will help solve the country's current problems. Practical recommendations will include detailed steps of the transition to IT. The adoption should be gradual, and therefore the steps are divided into 3 stages: 1) implicit ITL, 2) explicit ITL, and 3) full-fledged IT.

Argentina is one of the few countries that has renounced the inflation targeting regime. This regime worked for only 2 years and in October 2018, Argentina began to implement a policy of money supply targeting. This happened due to the combination of negative shocks in the economy and the crisis between the government and the Central Bank, which led to the loss of credibility for the CB [1].

By 2025, Argentina is a developing country with weak state institutions, a weak macroeconomic environment, but in the process of significant reforms. Due to the significant disbalances caused by administrative regulations in the past, inflation is currently one of Argentina's key problems. Its dynamic is shown in Figure 1. The chart shows that over the past 5 years, inflation has not fallen below 30%, and over the past 3 years it has been at least 50%. This level of inflation is destructive for the economy, as it causes dollarization, reduces investment opportunities, reduces tax revenues, and creates imbalances between borrowers and lenders. In addition, it leads to a lack of trust in government institutions in general and in the local currency in particular. A gradual transition to an inflation targeting policy could be a solution to these problems.

The implementation of inflation targeting will have several positive consequences for Argentina:

1) Recovery the credibility of monetary policy and the national currency and, as a result, dedollarization of the economy by the central bank's better communication and commitments;

2) Reduced inflation and, as a result, improved macroeconomic conditions, improved investment environment, increased lending, and improved fiscal policy;

3) Improvement of macroprudential policy due to the need to conduct banking reform for the effective functioning of the key policy rate transmission mechanism;

4) Reducing imbalances in the external sector by establishing a currency regime in which the exchange rate will be influenced by market forces.

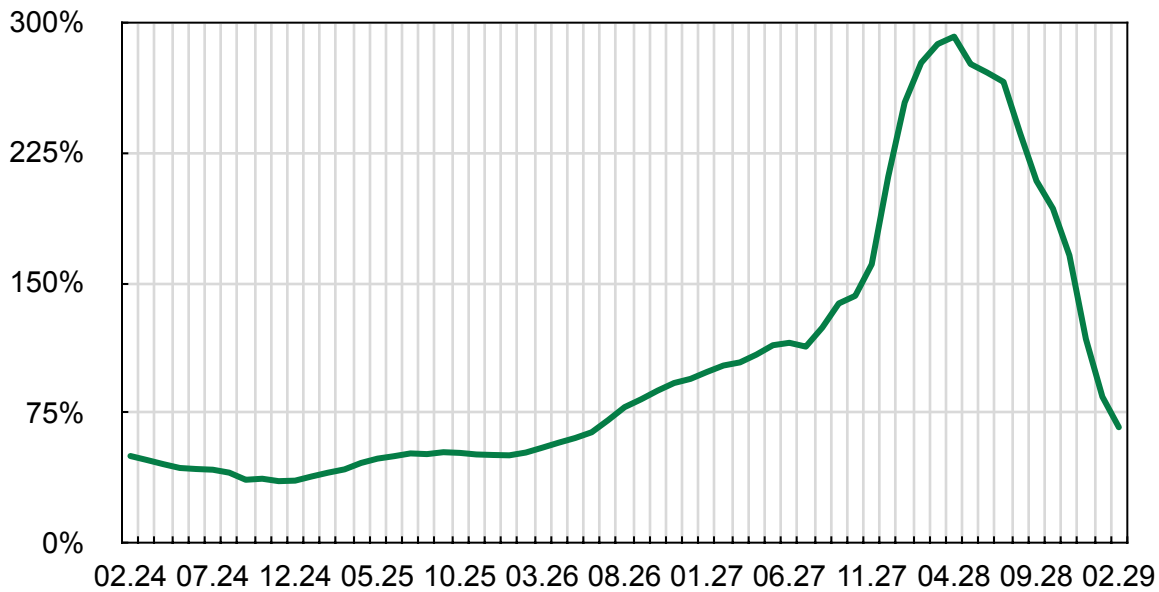


Figure 1. Annual inflation rate in Argentina (February 2020 - February 2025) [2]

Thus, the movement of Argentina's monetary policy towards full-fledged IT may be as follows:

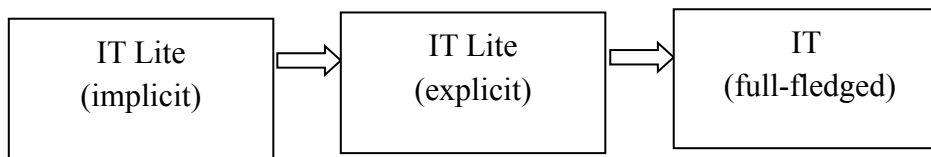


Figure 2. Stages of transition to IT

Source: compiled by the authors based on [3; 4]

Concrete steps at the stage of implicit IT lite implementation:

1) *Verbal commitments to implementing IT.* The central bank or government authorities may begin to communicate about the implementation of a new monetary policy before the transition to inflation targeting. As a result, this will provide political pressure on the institutions that will be responsible for the new monetary regime, it will give stakeholders an understanding of the central bank's long-term policy strategy, and it will be the first step to ensure transparency of monetary policy [6].

2) *Adoption of a new law or amendments to the law on the Central Bank.* Any modification of the IT regime is impossible without credibility to the central regulator. This is especially important for a country that has already implemented IT, but due to a loss of trust, the Central Bank had to stop targeting inflation. To gain trust, the law should be amended to make the central regulator fully independent. In addition, it is necessary to develop mechanisms to prevent fiscal dominance. The independence of the Central Bank should have 4 aspects: political independence, independence from the executive branch and other government agencies, institutional and functional independence, and personal independence of members of the Central Bank's governing authorities.

3) *Development of instruments and technical base.* For effective inflation targeting, it is necessary to forecast macroeconomic indicators on the horizon with high accuracy, as the transmission lag is quite significant, varying from 9 to 18 months. Therefore, the Central Bank of Argentina needs to develop forecasting tools for effective decision-making on the key policy rate, especially considering the higher macroeconomic instability and worse transmission mechanism than in developed countries that have implemented IT [3].

After implementing the previous steps, Argentina will have minimal prerequisites for the successful implementation of explicit IT Lite. The concrete steps in the second stage:

Establishing a quantitative target. At this stage, the institutions will be developed enough to allow the CB to gain a sufficient level of trust, so the regulator can start setting quantitative targets. In order to avoid undermining the trust that has already been established, it is recommended to set a rather high target of 5-8% and to set it within a wide symmetrical corridor of 2-3%. As a result, it will be much easier for the regulator to bring inflation to the target due to the still weak transmission mechanism, imperfect credibility to the regulator, and the Balassa-Samuelson effect [3].

Establishing policy horizon. In addition to setting a quantitative target, it is important for a country that implements an inflation targeting policy to set a policy horizon. Considering imperfect credibility to the regulator, two main approaches are recommended. The first is to introduce an explicit long horizon, commonly more than 2-3 years. The second option is to introduce an implicit policy horizon. In this case, the bank would publicly communicate that the horizon for bringing inflation to the target is the medium term, without specifying a concrete deadline.

Changing the currency regime. Since Argentina's currency market is rather weak, it is doubtful that a floating exchange rate will be established at this stage, but it is necessary to gradually shift to a currency regime that takes into account market conditions. Currency interventions should become a secondary tool, and the inflation forecast should be the target anchor. Therefore, one of the options for Argentina is to implement managed flexibility, which would provide market fluctuations on the one hand, and allow the Central Bank to intervene in case of significant fluctuations on the other hand [7].

The transition to the last, third stage will require more effort and can be implemented gradually, depending on the conditions that will develop in the economy. The table below shows the necessary preconditions on the left and the steps that will bring Argentina's monetary policy closer to full-fledged IT on the right.

Table 1. Prerequisites and steps required for the transition to full-fledged IT

Prerequisites	Steps and results
Developed financial and banking markets, macroprudential stability	Adjustments to the operational design to improve the transmission mechanism between the key policy rate and inflation. The key policy rate becomes the main instrument
Stable foreign exchange market, no structural imbalances in the current account, and sufficient reserves	Reducing foreign exchange interventions. Transition to a floating exchange rate
High credibility to the central bank, good communication, stable macroeconomic and macro financial environment	Reducing the forecast horizon, lowering the inflation target, narrowing the corridor, and bringing inflation to the target over the forecast horizon becomes the central bank's priority. Inflation target becomes the main goal

Source: compiled by the author based on [3]

In conclusion, a full transition to IT for Argentina will be challenging, involving many steps and requiring political willingness. However, considering the positive effects of this decision, as well as the fact that some of the steps will be useful for economic development, the move towards IT is an attractive long-term strategy for the country.

References

1. Rose A. Policy Insight 100: iPhones, iCrises and iTargets: Inflation Targeting is eradicating International Financial Crises in the iPhone era. -// CEPR Policy Insight. – 2020. – No. 100.
2. Argentina Inflation Rate. Trading Economics. URL: <https://tradingeconomics.com/argentina/inflation-cpi>
3. Stone M. R. Inflation Targeting Lite. -// IMF working paper. – 2003.
4. Bhatt V., Hosny A., N. K. Kundan. The Dynamic Behaviour of Implicit Inflation Targets for ‘Inflation Targeting Lite’ Economies. -// The Economic Record, The Economic Society of Australia. – March 2017. - vol. 93 (300). Pages 67-88.
5. Sidak M. Financial and legislative regulation of banking relations in the European Union and Eastern Europe: a comparative analysis: monograph. Kyiv, 2010.
6. Laurence B. J., Eckhold K., King D., Maehle N. O. Naseer A., Durre A. The Journey to Inflation Targeting: Easier Said than Done the Case for Transitional Arrangements Along the Road -// IMF working paper. – 2015. – vol. 2015 (136).
7. Makoto R., Ngendakumana L. Inflation Targeting, Exchange Rate Distortion and Output Stabilisation A Case of Zimbabwe Disinflation. -// Saudi Journal of Economics and Finance. – 2023. – vol. 78. Pages 392-399.

АЛЬТЕРНАТИВНІ ІНВЕСТИЦІЇ

Альтернативні інвестиції – *«тиха розкіш»* серед фінансових інструментів.

Такі інвестиції відрізняються від традиційних видів (акцій та облігацій) низкою характеристик, серед яких найочевиднішими є низька ліквідність, вищий поріг входу, високі комісійні та необхідність довгого інвестиційного горизонту. Все це, разом із меншим регулюванням та нестандартним способом оцінки вартості активу, створюють виклики для його алокації в портфелі роздрібного інвестора. З одного боку, низька ліквідність означає, що такі інвестиції менш схильні до різких коливань цін, що може бути привабливим для інвесторів, які прагнуть стабільності. З іншого боку, це ускладнює швидкий продаж активів без значних втрат. Крім того, альтернативні інвестиції часто мають низьку кореляцію з традиційними активами, що робить їх ефективним інструментом для диверсифікації інвестиційного портфеля та зниження загальних ризиків.

Наразі альтернативи стають дедалі доступнішими для індивідуальних інвесторів. Тож релевантно ознайомитися з типами відповідних активів, щоб ґрунтовно дослідити питання вкладання коштів та отримати нову базу знань для оперування/ керування майбутніми діями.

1.1. Типи альтернативних інвестицій

Приватний капітал

Приватні капіталовкладення – категорія, що стосується інвестицій у приватні компанії, або ті, що не котируються на публічних біржах (ціла мережа Walmart, але з пустими полицями). Підкатегоріями для залучення коштів є:

- венчурний капітал (стартапи; наприклад, нью-йоркський бренд Saie Beauty та їхній запуск у 2018 році з інвестиціями від представників Unilever);

- капітал для зростання;
- викуп.

Приватний кредит

Приватний кредит – кошти, які не фінансуються банківськими установами або не продаються на публічному ринку. Важливим є саме слово «*приватний*», оскільки воно стосується виключно інвестиційного інструменту, а не позичальника. До прикладу, й АТ «Укрзалізниця» (публічна), і Ajax Systems (приватна) можуть залучати кошти через приватний борг.

Гедж-фонди

Гедж-фонди – інвестиційні фонди з агресивною стратегією для отримання прибутку незалежно від ринкових умов: купівля активів на кшталт нерухомості, витворів мистецтва, валюти, тобто альтернативи. Навіть якщо вартість акцій корпорації «LVMH» стабільно знижуватиметься, цінності вінтажних сережок Givenchy (дочірня торгова марка LVMH) з колекції 70-х років 20 століття нічого не загрожуватиме, особливо, якщо це селекція, представлена на аукціонах.

Нерухомість

Нерухомість є найпоширенішим і найбільшим класом активів у світі. Такий тип інвестицій має «подвійні» характеристики. Наприклад, подібні до облігацій – власники нерухомості отримують поточний грошовий потік від орендарів, та до акцій – метою є збільшення довгострокової вартості активу, що і є приростом капіталу.

Ресурси/ сировина

Реальні активи, здебільшого природні ресурси, такі як сільськогосподарська продукція, нафта, природний газ, дорогоцінні й промислові метали, є одними з джерел альтернативного інвестування. Такі категорії вважаються захищеними від інфляції, оскільки вони не чутливі до публічних фондових ринків. Крім того, їхня вартість зростає і падає залежно від обсягів попиту та пропозиції (більший попит призводить до підвищення цін і, відповідно, прибутку інвесторів).

Колекційні предмети

SWAG (silver, wine, art, gold) – альтернативні інвестиції у срібло, вино, витвори мистецтва та золото. Термін SWAG запровадив в 2011 році Дж. Роузман, який зауважив їхні однакові інвестиційні властивості та можливості збереження вартості.

Першочергово, варто зазначити, що відповідні активи SWAG відносно легко переміщувати. По-друге, як вже було зазначено, вони не знецінюються з часом. Крім цього, такі альтернативні інвестиції не супроводжуються грошовими потоками у вигляді прибутку, тому і не підлягають оподаткуванню (податок на прибуток). Колекційні предмети включають широкий спектр об'єктів/ предметів. До прикладу:

- Ретро-авто – Ferrari 250 GTO 1962 року. Цей легендарний спорткар став однією з найдорожчих ретро-знахідок в історії. Ferrari 250 GTO, побудований лише в кількості 36 екземплярів, був проданий у 2018 році за \$48,4 мільйони на аукціоні Sotheby's;
- Номерні знаки – у 2008 році ця новина шокувала світ, який паралельно готувався до штурму Великої Рецесії: вінтажна та нішева «1» в ОАЕ. Автомобільний номер був проданий Саїду Абдулу Гаффару Хуріну на аукціоні за \$14,3 мільйони, а також став однією з найдорожчих альтернативних інвестицій в країнах Близького Сходу;
- Вінтажні прикраси – втілення Дока Гадсона в легендарному анімаційному фільмі «Тачки» від Пола Ньюмана. Одним з найвідоміших годинників, який став несподіваною інвестиційною знахідкою, є Rolex Daytona, що належав американському акторові та режисерові. Дзигар був подарований Полу його дружиною, Джоаною Вудворд, в 1960-х, і після багатьох років був проданий на аукціоні через телефонний дзвінок в 2017 році за рекордні \$17,8 мільйонів;

- Музичні інструменти – гітара Fender Stratocaster «Izabella», на якій грав легендарний Джимі Гендрікс на фестивалі Woodstock у 1969 року, була продана на аукціоні майже за \$2 мільйони.

Висновки

Отже, альтернативні інвестиції – це справді альтернатива традиційним активам, тобто акціям, облігаціям, грошам. Ними найкраще володіти у довгостроковій перспективі та з метою диверсифікації ризиків, наявних у портфелі. Антикваріат, предмети мистецтва, вино чи машини – щоб це не було, оскільки відповідні альтернативи можуть створити значну додану вартість за влучної купівлі рідкісного активу.

Список використаних джерел

1. Якуненко К. В., Класи активів: традиційні й альтернативні/ Якуненко К. В. – Курс «Основи управління інвестиційним портфелем», НаУКМА, 08.04.2024. Режим доступу: особисті матеріали;
2. Bauer H. A. Paul Newman's 'Paul Newman' Rolex Daytona Sells For \$17.8 Million, A Record For A Wristwatch At Auction. Forbes. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://www.forbes.com/sites/hylabauer/2017/10/26/paul-newmans-paul-newman-daytona-sells-for-15-5-million-a-record-for-a-wristwatch-at-auction/>;
3. License Plate “1” sold for 14.5 million US \$. Emirates Auction. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://www.emiratesauction.com/media-center/news/148>;
4. Roseman J. SWAG: Alternative Investments for the Coming Decade, Grosvenor House Publishing, 2012;
5. SWAG: The Industry’s Latest Acronym // Investment Week. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://www.investmentweek.co.uk/investment-week/feature/2111592/swag-industrys-acronym>;
6. The 7 Alternative Investments You Should Know | HBS Online. Business Insights Blog. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://online.hbs.edu/blog/post/types-of-alternative-investments>.

НАСЛІДКИ ДИСКРИМІНАЦІЇ ЛГБТ+ СПІЛЬНОТИ ДЛЯ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

Питання інклюзії та створення інклюзивного середовища вже давно обговорюється, особливо серед фахівців у сфері CSR та HR. І ситуація є далекою від ідеальної.

З початком війни ЛГБТ+ спільнота зіткнулась з низкою нових проблем, таких як: посилення гомофобії та трансфобії, брак правового захисту, труднощі з отриманням необхідних медикаментів для трансгендерних людей тощо. В цей час, коли росія відкрито підтримує заборону пропаганди ЛГБТ+, Україна рухається в протилежному напрямку, демонструючи інклюзивність, відкритість та підтримку прав людини.

У 2015 році в Україні було запроваджено заборону дискримінації ЛГБТ+ осіб у сфері праці, у рамках виконання зобов'язань перед ЄС щодо безвізового режиму. Вона передбачає, що роботодавцям забороняється дискримінація за ознакою сексуальної орієнтації та гендерної ідентичності. Це стало важливим кроком у захисті прав спільноти, хоча й не усунуло всі форми дискримінації.

Повномасштабне вторгнення РФ також актуалізувало публічну дискусію щодо впровадження інституту цивільних партнерств - добровільний сімейний союз двох повнолітніх людей, однієї чи різної статі. Вони матимуть подібні права та правові зобов'язання як і у людей у шлюбі, проте не будуть такими.

Як зазначає солдат Кажан, пансексуальна жінка, для ЛГБТ+ військових, найбільш актуальними правами є мортальні – можливість опізнати та отримати тіло близької людини, організувати похорон та отримати спадок. [2]

У серпні 2022 року президент України Володимир Зеленський відповів на петицію про легалізацію цивільних партнерств, зазначаючи неможливість змінювати Конституцію України під час воєнного стану. За 51 статтею шлюб ґрунтується на вільній згоді *жінки та чоловіка*. Проте повідомив, що уряд працює над рішенням про легалізацію.

Розглядаючи проблему дискримінації з економічної точки зору на прикладі європейських країн, не важко зробити висновок, що країни, що мають більш розвинену економіку, також мають кращі права для ЛГБТ+ спільноти.

Існують кілька основних причин чому компанії та країни втрачають прибуток та репутацію, коли підтримують дискримінацію:

1. Люди виїжджають з країни, і однією з основних причин міграції нерідко є пошук безпечного та комфортного життя, як представника ЛГБТ+ спільноти.
2. Дискримінаційні закони та практики негативно впливають на репутацію країни та компанії в очах інвесторів, що призводить до втрати фінансування.
3. ЛГБТ+ люди часто демонструють високу обізнаність та всебічний розвиток, що робить їх цінними активами. Однак через дискримінацію вони можуть втрачати мотивацію працювати в компанії та зрештою покидати її на користь більш інклюзивної.
4. Якщо в робочому середовищі поширена дискримінація ЛГБТ+, працівники можуть негативно ставитися до клієнтів, які належать до цієї спільноти. Це призводить до втрати клієнтів і, відповідно, зниження прибутку компанії.
5. Дискримінація призводить до несприятливих економічних наслідків у результаті погіршення ситуації у сфері охорони здоров'я. ВІЛ, СНІД та депресія — це дві області, у яких ця тенденція простежується найбільш чітко. [5, с.42]

Компанії втрачають продуктивність праці значної частини співробітників, що може коштувати країні до 321 млн доларів. Деякі компанії в регіоні підтримують ідеї різноманіття та роблять їх частиною своєї корпоративної культури, часто врозріз із загальним політичним і культурним курсом цих усе ще досить закритих і консервативних країн. [5, с. 45]

На даний момент в Україні з'являється все більше даних про різницю в оплаті праці людей з ЛГБТ+ спільноти та гетеросексуальних людей. Розрив у заробітній платі становить 10-15%, частина свідчень також стосується навмисного зниження кількості чайових та премій через сексуальну орієнтацію.

Лесбійки та бі-жінки часто заробляють більше, ніж гетеросексуальні жінки, проте все одно менше, ніж чоловіки через загальний гендерний розрив в оплаті праці. Водночас геї та бі-чоловіки заробляють менше, ніж гетеросексуальні чоловіки.

Трансгендерні люди часто стикаються з різким зниженням доходів після камінг-ауту або з труднощами у пошуку роботи.

Існує кореляція між системними утисками членів ЛГБТ+ спільноти та економічним потенціалом країн ЦСЄ. Згідно з дослідженнями, дискримінація ЛГБТ+ щорічно коштує країнам регіону від 0,43% до 1,75% ВВП, а компанії, що впроваджують інклюзію, стають більш конкурентоспроможними та мають кращі фінансові показники. [1]

Регресійний аналіз іншого дослідження виявив чіткий позитивний зв'язок між індексом правової держави та ВВП на душу населення в глобальному масштабі. В середньому країна має на \$2065 більше ВВП на душу населення на кожен додатковий пункт індексу GILRHO (Global Index on Legal Recognition of Homosexual Orientation). [4, с. 7]

Економічні витрати включають втрату робочого часу, зниження продуктивності, обмежене інвестування в розвиток людського капіталу та неефективний розподіл людських ресурсів через дискримінацію в освіті та

процесу найму на роботу. Зниження інвестицій у людський капітал та нерациональне використання людських ресурсів, у свою чергу, можуть прямо вплинути на зниження загального обсягу виробництва та економічного зростання.

Дані за індексом сприйняття корупції за рейтингом організації Transparency International указують на те, що більш високі рівні корупції в цих країнах ЦСЄ тісно пов'язані з дискримінацією прав ЛГБТ+. Це свідчить про глибший зв'язок між відсутністю прозорості, порушеннями прав людини та низьким показником демократичного розвитку, що впливає на громадянське суспільство та економічні перспективи держави.

Загалом країни з інклюзивною політикою з питань ЛГБТ+ забезпечують своїм громадянам більш комфортні стандарти життя. Більший рівень споживання та трудового доходу відповідає більшому попиту на права і свободи.

Останні роки бізнес почав звертати більше уваги на проблеми спільноти ЛГБТ+ завдяки зусиллям правозахисних організацій, таким як індекс корпоративної рівності організації Fulcrum UA, а також іншим ініціативам, що спрямовані на підвищення обізнаності щодо проблем ЛГБТ+.

Підсумовуючи вище сказане, не можна робити однозначний висновок щодо напрямку причинно-наслідкового зв'язку - тобто, чи більше прав спричиняє вищий рівень економічного розвитку, чи економічно більш розвинені країни мають тенденцію запроваджувати більше прав. Проте можна стверджувати, що економічний розвиток відбувається паралельно з розширенням прав людини для ЛГБТ+ і, схоже, є пов'язаним з цим процесом. Інтеграція ЛГБТ+ людей та економічний розвиток взаємно підтримують один одного. Юридичні права для них корелюють з вищим рівнем економічного розвитку, і такий же зв'язок був виявлений для юридичних прав трансгендерних людей.

Інклюзія спільноти ЛГБТ+ стає фактором, який компанії враховують, ухвалюючи рішення про відкриття своїх представництв, при їх розширенні, виході на іноземний ринок та при прийомі нових працівників на роботу. Інклюзія

стосується тепер полягає не лише у відсутності дискримінації, а й у рівних правах, однаковій оплаті праці та загальній соціальній підтримці у робочому середовищі.

Список використаних джерел

1. Як дискримінація ЛГБТ+ людей впливає на економіку України. URL: <https://gurt.org.ua/news/informator/69105/>
2. «Є два варіанти: змінити закони або виходити з Ради Європи»: стан справ із правами ЛГБТІК+ спільноти. URL: <https://www.radiosvoboda.org/a/lhbt-odnostatevyy-shlyub-prava-lyudyny-yevropeyskyu-sud/32447179.html>
3. LGBTQ Economics. Journal of Economic Perspectives — Volume 35, Number 2 — Spring 2021 — Pages 141–170. URL: <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.35.2.141>
4. The relationship between LGBT inclusion and economic development: Macro-level evidence. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0305750X19300695#s0075>
5. Економічний аналіз інклюзії спільноти ЛГБТ+ у Центральній та Східній Європі (ЦСЄ) Угорщина, Польща, Румунія та Україна. <https://static1.squarespace.com/static/5bba53a8ab1a62771504d1dd/t/60a2473508554025bfbcf973/1621247801448/The+Economic+Case+for+LGBT%2B+Inclusion+in+CEE+-+Ukrainian+FINAL.pdf>

ECONOMIC PREREQUISITES FOR THE APPLICATION OF THE GREEN LEAN SIX SIGMA APPROACH IN UKRAINE

Introduction And Literature Review. In the modern world, the demand for production optimization is rising. Due to the rapid development of artificial intelligence (AI) and large language model (LLM) technologies, the business demand for developing and optimizing business processes is high. Not only huge, well-known corporations but also small and medium businesses all around the world are eager to implement new technologies and benefit from the enhancement they are about to make.

Ukraine's striving for improvement and keeping up with modern business trends is stable and increasing. Optimization can be seen in various fields. For instance, particular cases of renewable energy management in Ukraine (in particular, the hybrid energy system in the Zaporizhzhia region) show the usage of decision-making algorithms that address operational inefficiencies [1]. The two approaches studied in the research of Siasiev A., Dudnikov S., Nikolaienko D., Hubal O., and Bondarchuk O. show the reduction of prediction error by approximately 54% and rapid increases in energy loss reduction, operational cost reduction, as well as frequency fluctuation reduction by 56%, 18%, and 67%, respectively [1]. Also, the case study of the optimization processes of IT companies in Ukraine ultimately suggests the general system of optimization of the business processes for IT companies based on the comprehensive study of the existing business processes themselves [2]. There are many more examples of optimization variants for the enterprises of different areas, although generally, we may group the methods of streamlining into three main clusters: 1) the ones based on the experience; 2) the ones based on the benchmarking; 3) the ones based on the team-work technologies [3].

This work is going to be focused on a particular method of optimizing processes that can be partially attributed to the third cluster from above. Sereda S. O. states that the approaches from this cluster are based on the unification of the personnel in order to achieve some improvements and enhance the processes in a team-working manner [3].

The Green Lean Six Sigma (GLSS) method that is going to be discussed below is a precise project-based method that aims at eliminating possible waste (either it is the time costs, the labour or the actual pollution). By and large, the GLSS approach is the work of the trained team in cooperation with the employees of all levels with the goal to reduce the defects per million opportunities to only 3.4 ideally.

Problem Statement. In Ukraine, due to the full-scale war that Russia started in 2022, a number of problems have appeared, i.e., the amount of environmental pollution has risen, there is a shortage of labour force, the risks for businesses have increased etc. For Ukrainian enterprises to survive, they should optimize their business and workflow to meet all the challenges of the time. The GLSS method has proven efficient for companies abroad, it is based on management studies and framework, therefore the implementation of it (of course, with adjustments for every particular case) may be a good option for businesses to overcome problems and collect the benefits in the future.

Main Material. The combined GLSS approach has taken the best practices of the *Green* environmental frameworks of reducing the production waste and of the *Lean Six Sigma* framework that would not normally include environmental sustainability practices on its own but is indeed a great and trustworthy method of optimizing the production and business processes based on the statistics and other enhancement patterns.

Besides optimizing the level of waste and losses, the method also touches on the question of the quality of the produced goods and services, which ensures the producer of the comprehensive result of the streamlining of the manufacturing.

Although the method is traditionally used as a way to improve production and the processes of manufacture, there are also examples and case studies of the

implementation of such methodology for financial processes. For example, in the case study of the application of Six Sigma in finance, the authors conclude that “a significant reduction in cycle time was achieved for producing the FP&A reports; specifically, the revised process resulted in 100 hours reduction in cycle time, resulting in cost savings of \$130,000 per year or roughly a 64 percent reduction” [4]. Therefore, not only big producers but also small and medium businesses could potentially benefit from the implementation of the customized techniques of the GLSS method.

Let us look at the economic and societal prerequisites for the execution of the GLSS methodology in Ukraine. Firstly, all the new environmental challenges of the war notwithstanding, the amount of waste in Ukraine, even before the Russian invasion in 2020 (the data on the waste in Ukraine after the year 2020 has not been published yet, so the comparison with the EU data is made of the same year), was high. In the chart below, we can clearly see that the waste level in Ukraine is significantly higher than most of the other represented countries’ levels (Fig. 1).

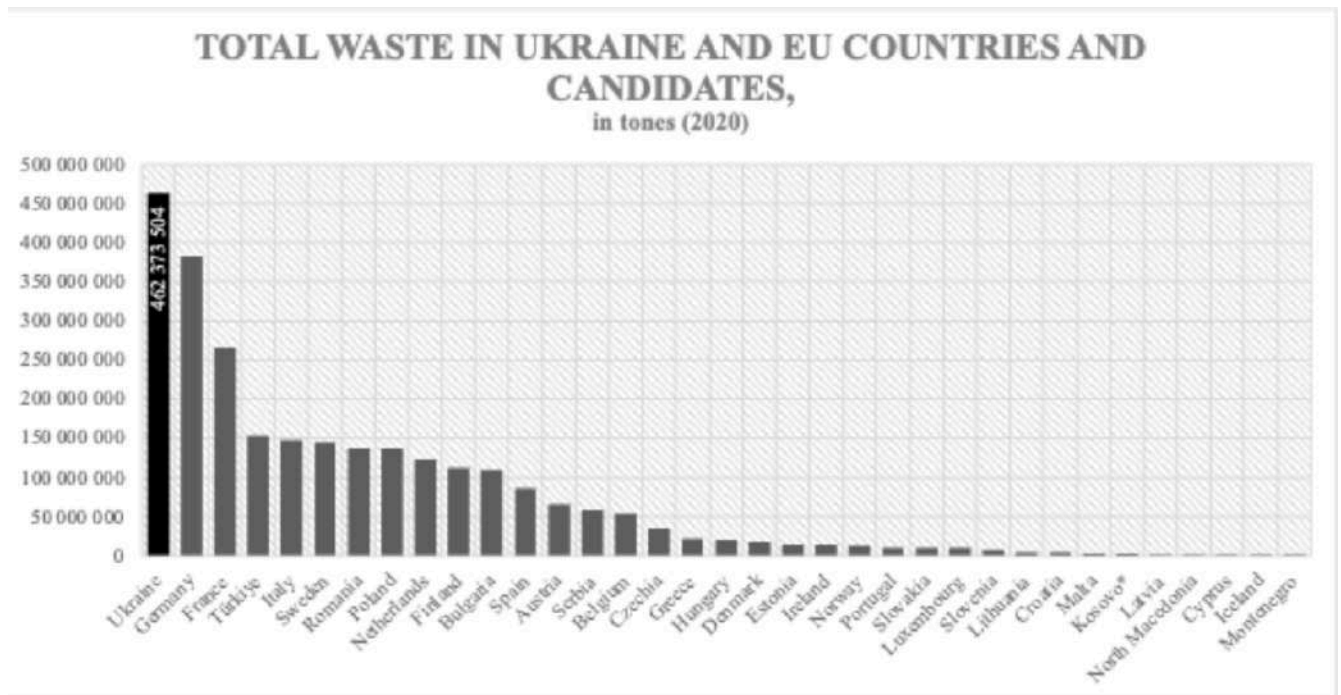


Figure 1. The amount of total waste in 2020 in Ukraine and EU countries and candidates, in tones

Source: author’s work based on the data from 5, 6

Secondly, labour loss is another problem to be faced. It is also connected to cost-saving processes. Let us have a look at the expectations of businesses of different orientations (manufacturing, construction, retail, and services) throughout the year collected by the National Bank of Ukraine (NBU) (Fig. 2) [7]. The graph below shows that throughout the years among the surveyed businesses, there are more proponents (46% in February 2025) of the idea that the prices of supplies for the businesses are going to increase and more expectations (13.3% in February 2025) for the number of employees to go down. The expectation of prices of suppliers are calculated as the average of prices for raw materials for production, purchase prices (vendor prices) and cost of contractor services for construction, cost of goods purchased for sale for retail, and purchase prices (vendor prices) for services. Although the majority in both indicators sides with more neutral expectations of the absence of any changes, the overall tendency may be useful to describe the economic prerequisites for the implication of the GLSS practices among Ukrainian businesses.

When companies have a decreasing number of employees, there is likely to be a problem of not enough performers for all the processes of the business flow. This may lead both to inefficiency of the processes and the burn-out of the workers, which is also important to take into consideration. Ultimately, it may result in higher costs for labour for the company. Combining this issue with the suppliers' prices rise, the cost of the processes is accelerating due to all the production costs increase. If the implementation of the suggested method happens, there is a great chance that the problem of efficiency reduction due to the issues mentioned above is about to be solved via tools of analysis and optimization offered by the GLSS process.

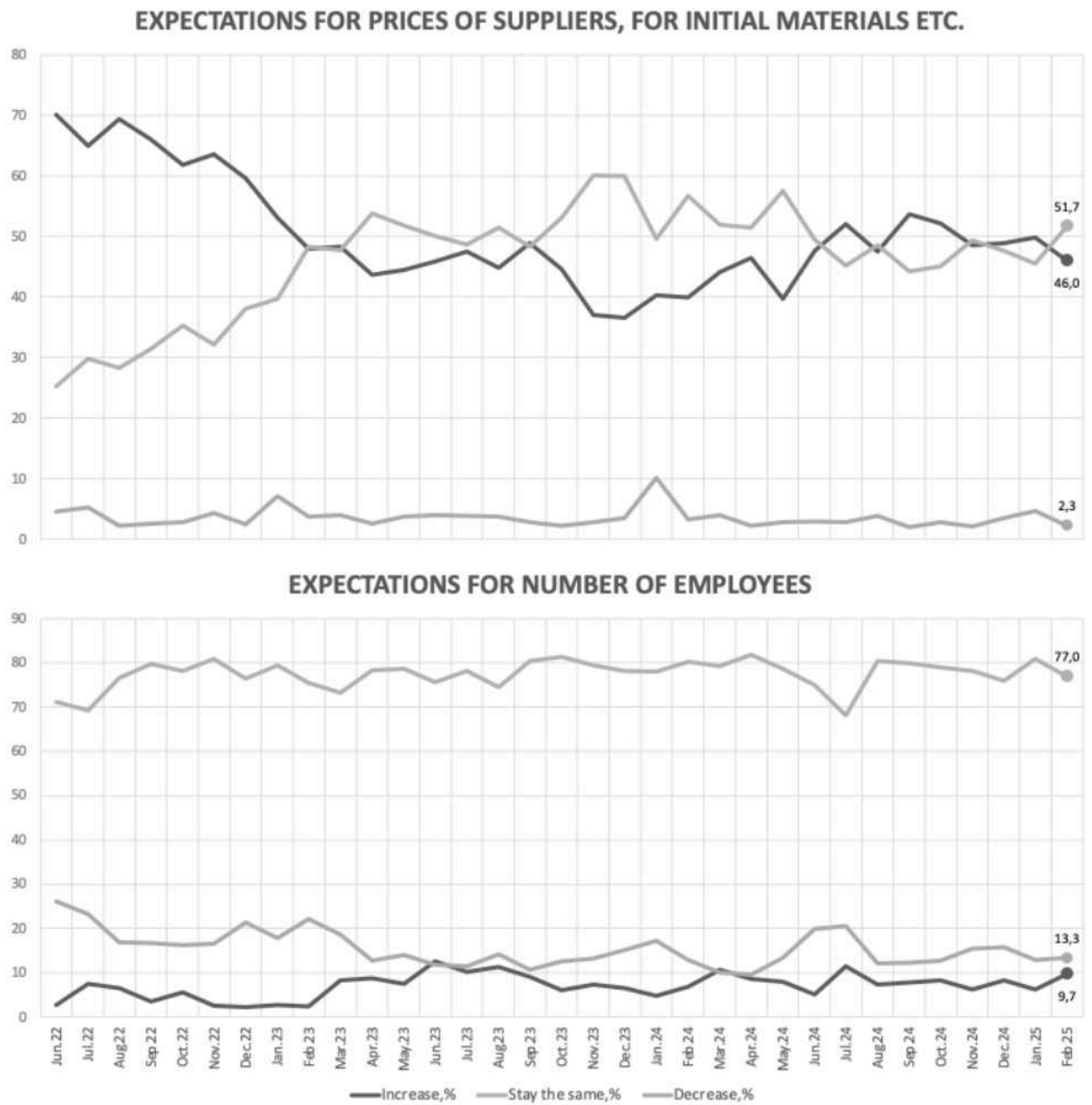


Figure 2. The surveyed expectations of Ukrainian businesses on prices of supplements and the number of employees during June 2022 and February 2025, in %

Source: author's work based on the data from 7

Conclusions. To conclude, the GLSS is an effective method of optimization of the processes on different levels of production of either goods or services. It is widely used among big corporations abroad and has proven its efficiency along the way. In Ukraine, the techniques suggested in this method are about to be relevant not only for the same reasons of profit benefits possibilities as for abroad colleagues but also for the reduction

of the consequences of the war such as higher environmental pollution, the shortage of the workforce and the increase in prices of vendors and suppliers of goods, materials and services. Ukrainian businesses of different areas should pay closer attention to the GLSS method and its separate tools.

References:

1. Siasiev, A., Dudnikov, S., Nikolaienko, D., Hubal, H., & Bondarchuk, O. (2025). Evaluation of the effectiveness of decision-making algorithms in the management of renewable energy sources: A case study of Ukraine. *Sustainable Engineering and Innovation*, 7(1), 87–96. <https://doi.org/10.37868/sei.v7i1.id415>
2. Serhiienko, O., Mashchenko, M., Samorodov, B., Babichev, A., & Klimenko, O. (2024). Simulation and Optimisation of Business Process Management: Case Study of IT Company. *Business Systems Research Journal*, 15(1), 67–90. <https://doi.org/10.2478/bsrj-2024-0004>
3. Серєда, С. О. (2025). Оптимізація управлінської діяльності для малого та середнього бізнесу: підходи та інструменти. *Zenodo*. <https://doi.org/10.5281/zenodo.14716939>
4. Ansari, A., Lockwood, D., Thies, E., Modarress, B., & Nino, J. (2010). Application of Six-Sigma in finance: a case study. *Journal of Case Research in Business and Economics*. <https://www.semanticscholar.org/paper/Application-of-Six-Sigma-in-finance-:-a-case-study-Ansari-Lockwood/682f42aa4f8bf26daf74207c5378599d99e98b6e>
5. Treatment of waste by waste category, hazardousness and waste management operations. (2020). Eurostat. https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/env_wastrt/default/table?lang=en
6. Утворення відходів за класифікаційними угрупованнями державного класифікатора відходів. (2020). Держстат України. <https://www.ukrstat.gov.ua/>
7. National Bank of Ukraine. (2024). Monthly Business Outlook Survey, October 2024. <https://bank.gov.ua/en/news/all/schomisnyachni-opituvannya-pidpriyemstv-ukrayini-jovten-2024-roku>

МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД ПОВОЄННОГО ВІДНОВЛЕННЯ ЕКОНОМІКИ. НАЙКРАЩІ ПРАКТИКИ ТА УРОКИ ДЛЯ УКРАЇНИ

Актуальність. 24 лютого 2022 р. росія здійснила повномасштабне вторгнення в Україну, але станом на початок 2025 р. не досягла своїх цілей, адже Україна продовжує протистояти загарбникам. Однією з особливостей цієї війни стали російські повітряні атаки на українську цивільну інфраструктуру, що завдає значної шкоди більшості секторів економіки. Саме тому виникає потреба у пошуку шляхів їхнього відновлення після війни.

План Маршала. Найвідомішим прецедентом повоєнного відновлення в економічній історії є План Маршала, або ж «План відновлення Європи» за своєю офіційною назвою. Протягом 1948–1951 рр., США переказали Європейським країнам приблизно 13 млрд дол. – еквівалент 2% ВВП США або приблизно 2% сукупного ВВП всіх європейських країн. На розрахунок 2010 р. ця сума складала 115 млрд дол. США [1].

Більша частина допомоги, а саме 11,8 млрд дол. США було передано у формі прямих та умовних грантів (Рисунок 1), що нагадує діяльність таких сучасних інститутів, як Міжнародний Валютний Фонд та Агентства США з міжнародного розвитку (більш відомого як USAID).

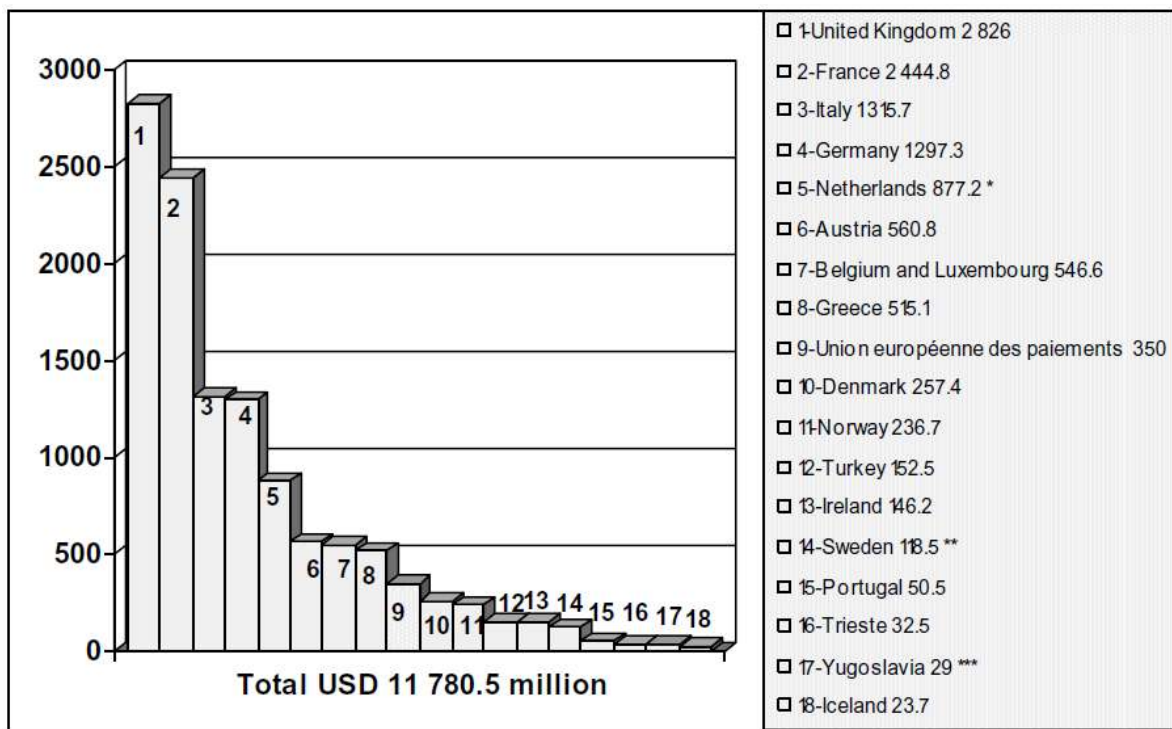


Рисунок 1. Розподіл Плану Маршала за країною-отримувачем, 1948–1951 рр.
(прямі та умовні гранти)

Джерело: [2]

Досі тривають дискусії з приводу доцільності програми. Захисники Плану Маршала наводять приклади проблем, з якими зіткнулася повоєнна Європа. Серед них згадують безробіття та недовиробництво у Німеччині, інфляція та голод у Франції, ресурсне виснаження Сполученого Королівства [2].

Водночас критики описують економічний стан країн у відносно прийнятних показниках: рівень промислового виробництва насправді був критично низьким лише у Німеччині (34% від довоєнного рівня) – загальноєвропейський рівень без Німеччини вже становив 105% у 1947 р. [1]. Це має сенс, адже програма почалася у 1948 р. – чотири роки після остаточного завершення війни, – що вказує на можливість часткового відновлення європейських країн власним ресурсом. Окрім того, електрогенераційні потужності Італії та Німеччини (країн, що сильно

постраждали від бомбардувань Союзників) теж не потребували значних інвестицій у відбудову, а крім того промисловий капітал цих країн збільшився на 20% та 30% протягом 1936–1945 рр. відповідно [3]. Варто також зазначити, що у порівнянні із допомогою на 60 млрд дол. США, затверджених для України у 2024 р., загальна сума Плану Маршала навіть за сучасним еквівалентом (115 млрд дол. США на розрахунок 2010 р. [1]) не виглядає значною і достатньою для стимулювання відновлення Європи шляхом капітальних інвестицій та відбудови [4].

Враховуючи аргументи обох сторін, можна дійти висновку, що після Другої Світової Війни Європа більше потерпала від соціально-демографічних, аніж економічних проблем. Саме тому більшість учасників дискусії сходяться на тому, що План Маршала відіграв більше політичну, аніж економічну роль у відновленні повоєнної Європи [2; 3; 4]. Проте це не заперечує суттєву економічну користь для європейських країн: План Маршала профінансував дефіцити бюджетів, що дало змогу відбудувати критичну інфраструктуру та наростити промислове виробництво з 87% від довоєнного рівня у 1947 р. до 135% у 1951 р. Орім того, країни Європи наростили імпорт товарів зі США, а також не потрапили під вплив Радянського Союзу [1].

Своєрідним продовженням Плану Маршала можна вважати USAID до 2025 р., коли її діяльність стала нестабільною [5].

Оцінка потреб після катастрофи. Другий широкоживаний приклад відновлення секторів економіки – це методологія «Оцінка потреб після катастрофи» («Post-Disaster Needs Assessment», далі – PDNA) розроблена Світовим Банком. Ця методологія має широкий спектр використання і підходить для оцінки прямих втрат, непрямой шкоди та потреб у відновленні за принципом «Відбудувати краще, ніж було» («Build back better»). PDNA

використовується для оцінки шкоди від будь-якого катаклізму, у тому числі техногенного. Зокрема, Організація Об'єднаних Націй в Україні підготувала такий звіт після атаки Каховської ГЕС і визначила розмір потреби у відновленні у 5 млрд дол. США [6].

Методологія PDNA передбачає оцінку трьох секторів економіки та їхніх частин, а саме Інфраструктури (водопостачання та санітарія, електрика, транспорт та комунікації), Соціальної сфери (житловий сектор, освіта, охорона здоров'я) та Виробничого сектору (сільське господарство, промисловість, торгівля, туризм) [7]. Рекомендації до використання методології мають більше ознайомчий характер і визначають, з чого почати роботу та що вважати прямими втратами, а що – непрямою шкодою. Також наголошують на необхідності аналітичної команди здійснювати польові виїзди на місце катастрофи для більш точного визначення масштабів втрат та їхньої оцінки.

Київська школа економіки користується цією методологією з літа 2022 р. і продовжує оцінювати прямі втрати різних секторів української економіки. Станом на листопад 2024 р. загальна вартість прямої шкоди становить 169,8 млрд дол. США. Найбільших втрат (Таблиця 1) зазнали житлова та нежитлова інфраструктура, енергетична галузь, активи підприємств та індустрій, сільське господарство та земельні ресурси.

PDNA має ряд переваг, основні з яких – це передбачені підходи аналізу різних секторів економіки та гнучкість у їх використанні. Проте основним її недоліком є неспроможність запропонувати точну оцінку та шляхи покриття потреб у відновленні.

Таблиця 1. Прямі втрати секторів економіки України, млн дол. США

Сектор економіки	Прямі втрати, млрд дол. США	Відсоток від загальних втрат
Житлова інфраструктура	60,0	35,3%
Нежитлова інфраструктура	38,5	22,7%
Енергетична галузь	14,6	8,6%
Активи підприємств та індустрій	14,4	8,5%
Сільське господарство та земельні ресурси	10,3	6,1%
Освіта	7,3	4,3%
Лісовий фонд	4,5	2,7%
Охорона здоров'я	4,3	2,5%
Культура, туризм та спорт	4,0	2,4%
Міські послуги та постачання	3,5	2,1%
Транспортні засоби	3,5	2,1%
Інше	5,0	3,0%
Загальні втрати	169,8	100%

Джерело: [8]

Висновок. Дослідження вказує на те, що для реалій України не існує історичного прецеденту відновлення секторів економіки. Найкращі приклади з економічної історії (План Маршала) та широковживані практики за методологією Світового Банку (PDNA) з огляду на свої особливості та передумови не дають чіткої відповіді на запитання, як відновити економіку України після війни та де знайти для цього ресурс. Відповідно, виникає потреба у розробці власної програми. Зважаючи на нестабільний стан програм підтримки USAID, додатково виникає стимул розробити власну програму, успіх якої залежатиме більше від внутрішніх, аніж зовнішніх, чинників. Ці висновки вказують на потребу збільшення інвестиційної привабливості України.

Список використаних джерел

1. Lessons from the Marshall Plan / Open Knowledge Repository, URL: <https://openknowledge.worldbank.org/entities/publication/1f656c61-d584-520b-94a3-cf7b12ae99c3>
2. Marshall Plan. Lessons learned for the 21st century / OECD, URL: https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2008/09/the-marshall-plan_g1gh8e35/9789264044258-en.pdf
3. Vonyó, T. (2019). Recovery and reconstruction: Europe after WWII // VoxEU, URL: <https://cepr.org/voxeu/columns/recovery-and-reconstruction-europe-after-wwii>
4. De Long, J. B., and Eichengreen, B. The Marshall Plan: The Most Successful Structural Adjustment Program / URL: <https://faculty.econ.ucdavis.edu/faculty/alolmstead/DeLong.pdf>
5. US funding pause leaves millions ‘in jeopardy’, insist UN humanitarians / UN, URL: <https://news.un.org/en/story/2025/02/1159746>
6. The Post Disaster Needs Assessment report of the Kakhovka Dam Disaster / United Nations Ukraine, URL: <https://ukraine.un.org/en/248860-post-disaster-needs-assessment-report-kakhovka-dam-disaster>
7. Jovel, J. Roberto; Mudahar, Mohinder S. Damage, loss, and needs assessment guidance notes (Vol. 2 of 3): Conducting damage and loss assessments after disasters (English). Washington DC; World Bank Group. <http://documents.worldbank.org/curated/en/323261468322790996>
8. Damages to Ukraine’s infrastructure due to the war have risen to \$170 billion — KSE Institute estimate as of November 2024 / KSE, URL: <https://kse.ua/about-the-school/news/damages-to-ukraine-s-infrastructure-due-to-the-war-have-risen-to-170-billion-kse-institute-estimate-as-of-november-2024/>

НЕДОЛІКИ ТРАДИЦІЙНИХ ТА СУЧАСНИХ АЛЬТЕРНАТИВНИХ ІНСТРУМЕНТІВ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ОЦІНКИ ДЛЯ СТАРТАПІВ ТА МОЛОДИХ КОМПАНІЙ

Стартапи та молоді компанії відіграють важливу роль у сучасній економіці, оскільки вони є одним із драйверів створення робочих місць та інновацій. У 2023 році в США компанії віком до року створили понад 3,7 мільйона нових робочих місць [6], а на глобальному рівні компанії-єдинороги (з оцінкою понад 1 мільярд доларів) досягли загальної вартості 3,8 трильйона доларів [8], підкреслюючи їхній економічний вплив. Дослідження NBER (2022) показує [7], що патенти стартапів частіше мають проривний характер, ніж у великих корпорацій чи університетів, що робить їх центрами технологічних змін, які трансформують галузі.

Стартапи та молоді компанії потребують ефективних інструментів інвестиційної оцінки. Оцінка молодих компаній ускладнюється через відсутність історичних даних та сильну залежність від приватного фінансування, що робить традиційні методи менш ефективними, особливо враховуючи високий рівень невизначеності на ранніх стадіях. Аналітикам доводиться поєднувати різні підходи, використовуючи приклади відомих компаній та враховуючи специфіку стартапів. Крім того, важливо врахувати стадію розвитку – від концепції до комерційного продукту чи сформованого ринку, що допомагає точніше оцінити як ризики, так і можливості інвестування.

Існує низка традиційних методів та інструментів інвестиційної оцінки, ефективність застосування яких зменшується при оцінці стартапів та компаній, що розвиваються [1]. Традиційні методи оцінки бізнесу, такі як доходний, ринковий та майновий підходи, добре працюють для зрілих компаній, але не підходять для

стартапів. Доходний підхід базується на прогнозах, які стають ненадійними через нестабільні фінансові показники та нелінійне зростання, ринковий метод вимагає наявності схожих компаній, які іноді складно знайти через унікальність стартапів, а майновий підхід зазвичай враховує матеріальні активи, не відображаючи цінність ідей, команди та технологій.

Венчурні інвестори використовують інші моделі, які краще відображають природу стартапів, а саме високу невизначеність, потенціал зростання та гнучкість бізнесу. Проте ці методи так само мають свої недоліки.

Наприклад, метод венчурного капіталу використовує дисконтовані грошові потоки для оцінки майбутньої вартості стартапу, та дисконтує їх за дуже високою ставкою для врахування значного ризику. Основним недоліком є застосування фіксованої ставки дисконтування, що не враховує різний рівень ризиків протягом життєвого циклу стартапу, а також спекулятивність прогнозування майбутньої вартості.

Метод First Chicago є вдосконаленою версією методу венчурного капіталу, що використовує нижчу ставку дисконтування та аналізує три сценарії розвитку. Цей метод є більш гнучким, проте може бути суб'єктивним через різне трактування ймовірностей і вимагає значних зусиль для аналізу сценаріїв. Цей метод найбільш доречний для оцінки стартапів, які вже мають певний рівень доходів, оскільки для оцінки використовуються фінансові прогнози.

Також можливо адаптувати та коригувати метод дисконтованих грошових потоків, проте все-одно важливими недоліками залишаються висока невизначеність та складнощі застосування для проектів на ранніх стадіях.

Метод реальних опціонів оцінює управлінські рішення як фінансові опціони. Цей метод часто потребує складних розрахунків та точного визначення параметрів (волатильності, ставок дисконтування тощо), що може бути проблематичним при обмеженій кількості історичних даних для стартапів.

Метод Беркуса оцінює стартапи без доходу за п'ятьма факторами — ідея, прототип, команда, партнерства та перші продажі. Значними недоліками є високий рівень суб'єктивності, складне застосування для зрілих стартапів, та обмеженість для унікальних бізнес-моделей.

Метод Scorecard оцінює стартапи без доходу, порівнюючи їх із подібними компаніями на тій самій стадії фінансування, коригуючи оцінку за такими факторами, як команда, масштабованість, продукт, конкуренція, маркетинг і фінансові потреби. Але цей метод залежить від порівняльних даних та не завжди точно відображає довгострокові перспективи розвитку компанії.

The Risk Factor Summation Method оцінює стартапи на ранній стадії, враховуючи більше факторів, ніж методи Scorecard чи Беркуса, включаючи екзогенні ризики (управління, стадія розвитку, юридичні, політичні, виробничі, судові справи, міжнародні аспекти, репутація тощо). Але цей метод залежить від середніх ринкових показників, що може ігнорувати унікальність компанії, та у деяких регіонах складно знаходити релевантні дані.

Таким чином, наразі не існує універсальних інструментів інвестиційної оцінки для стартапів та молодих компаній. Кожен метод може застосовуватись ефективно, проте всі вони мають значні обмеження.

Важливо звертати увагу на майбутні прогнози, а не лише на минулі дані, використовуючи різні сценарії для та врахування значного рівня невизначеності. Необхідно розуміти та враховувати конкретну бізнес-модель стартапу, а не спиратися лише на дані порівнянних компаній на ринку.

Сьогодні жоден із розглянутих методів не об'єднує ці функції гармонійно. Саме через це необхідно розроблювати нові інструменти інвестиційної оцінки та вдосконалювати існуючі, аби враховувати всі складнощі стартапів та молодих компаній.

Список використаних джерел

1. Damodaran A. The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses. – New York: Pearson Education, 2018. 600 с.
2. Smith J. K., Smith R. L., Bliss R. T. Entrepreneurial Finance: Strategy, Valuation, and Deal Structure. – Stanford: Stanford University Press, 2011. 680 с.
3. Metrick A., Yasuda A. Venture Capital and the Finance of Innovation. – Hoboken: John Wiley & Sons, 2021. 500 с.
4. Feld B., Mendelson J. Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist. – Hoboken: John Wiley & Sons, 2019. 400 с.
5. Montani D., Gervasio D., Pulcini A. Startup Company Valuation: The State of Art and Future Trends. – International Business Research, 2020. Vol. 13, No. 9. C. 31. – DOI: 10.5539/ibr.v13n9p31
6. Statista. Jobs created by start-ups in the US. – Statista, 2023. – URL: <https://www.statista.com/statistics/235515/jobs-created-by-start-ups-in-the-us/>
7. National Bureau of Economic Research. Working Paper 30362. – NBER, 2022. – URL: <https://www.nber.org/papers/w30362>
8. CB Insights. Unicorn Companies. – CB Insights, 2023. – URL: <https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>

ПРОБЛЕМИ ЗАКОНОДАВЧОГО РЕГУЛЮВАННЯ КРИПТОВАЛЮТИ. ОПОДАТКУВАННЯ ТА ФІНАНСОВИЙ КОНТРОЛЬ

Актуальність теми. Із розвитком технологій суспільство стикається із новими явищами, одним із яких зокрема є криптовалюти. Поява криптовалют зумовлена розвитком блокчейну та прискоренням глобалізації. У набутті ними популярності зіграли роль жорсткі валютні обмеження, державний контроль за фінансовими операціями та недосконале правове регулювання грошово-фінансової сфери.

Тема регулювання криптовалюти все частіше виринає в медіа, а суспільство потребує чіткого правового регулювання цієї сфери.

Зокрема існує багато досліджень, які розглядають криптовалюту як з економічного боку, так і ті, що дають виключно правовий аналіз. Однак усіх відповідей як і відповідного державного регулювання обігу та оподаткування криптовалют наразі немає.

Регулювання ринку криптовалют потенційно принесе вагомий надходження до бюджету, а також значно вплине на зростання економіки держави, зокрема надалі дозволить розвивати нові ринки.

Постановка проблеми. Популярність використання криптовалют показує чітку тенденцію до зростання їх обігу. Вже зараз криптовалюта набула досить вагомого значення у суспільстві, а її вплив на економіку вже не є невідчутним.

Саме визначення поняття «криптовалюта» також є досить дискусійним в науковому середовищі. Існує декілька підходів.

За першим – її вважають видом цифрової валюти, тобто іншою формою грошей. Однак цей підхід явно суперечить підходу, який викладено в нормах українського законодавства. За цим підходом, криптовалюта виступає як цифровий аналог грошей, створений на базі криптографічних інструментів, і існує виключно в електронній формі, не маючи фізичного втілення.

За другим – криптовалюту розглядають виключно як цифровий актив, повністю заперечуючи її грошовий характер. Саме цей підхід втілено в нещодавно прийнятому Законі України «Про віртуальні активи». Однак згідно із цим законом такі віртуальні активи не можуть використовуватися як засіб платежу на території України. Це обмежує можливий обіг криптовалют і їхнє використання в комерційних операціях.

Такі обмеження пояснюються наявною негативною практикою щодо використання криптовалют. Зокрема популярною вона стала для «відмивання» коштів, отриманих нелегальним шляхом. Часто такі ситуації виникали із підпільними казино, які задля уникнення оподаткування та необхідності отримувати ліцензію виводили «чорні» гроші через криптогаманці. Для цих же цілей криптовалютою можуть скористатися торгівці людьми чи наркотичними речовинами, злочинні угруповання, або задля фінансування тероризму, що може стати вкрай небезпечним для нашої країни.

У зв'язку із зазначеним деякі науковці розглядають обіг криптовалюти як правопорушення, інші ж вважають це еволюційним процесом фінансової системи.

Однак на звичайних осіб, на відміну від органів публічної влади, поширюється принцип «все, що прямо не заборонено законом – дозволено». Це дозволило криптовалютам досягти досить високого рівня популярності в Україні.

Незважаючи на зазначене раніше, використання віртуальних активів, до яких зазначений раніше закон відносить і криптовалюти, потенційно може стати привабливим інвестиційним інструментом фінансової екосистеми. Адже вже зараз український ринок криптовалют вирізняється досить високою активністю, яка як

раз і була спричинена відсутністю значної кількості прямих законодавчих обмежень чи заборон на використання криптовалюти. Однак відсутність необхідного регулювання може зіграти не на користь використання криптовалют, тому відповідне законодавче регулювання все ж необхідне.

Нормативно-правове регулювання обліку, здійснення оподаткування та контролю за операціями з криптовалютою і в нашій країні, і у світі все ще потребує допрацювання та уваги з боку законодавця.

В Україні відсутність державного контролю цієї сфери на необхідному рівні пояснюється недосконалістю регулювання статусу криптовалют. Наразі криптовалюта не є офіційно визнаним державою платіжним засобом. Деякі науковці зазначають, що таке визнання та легалізація дозволить зробити процес більш контрольованим та врегульованим. Можна сказати, що сама легалізація криптовалюти відбулась із прийняттям Закону України «Про віртуальні активи», однак його положення все ще не набрали чинності, через відсутність відповідних змін до Податкового кодексу та інших нормативних актів.

Однак, навіть коли Закон стане чинним, криптовалюта набуде статусу «дозвільних активів». Це означає, що її все ж не використовуватимуть як законний платіжний засіб в Україні. Також буде встановлено вичерпний перелік видів діяльності бірж, а саме: адміністрування та зберігання віртуальних активів чи їх ключів, переказ, обмін та брокерство, а трейдери, у свою чергу, отримають захист своїх прав на рівні закону.

Що ж до міжнародного досвіду, то у Японії, наприклад, біткоїн все-таки визнано платіжним засобом. У Німеччині законодавство визнає криптовалюту «одиницею розрахунку», що фактично є тією ж категорією, що й платіжні засоби. Це дозволяє прирівняти криптовалюту до «власних грошей», які можна обкласти податком на збільшення капіталу (25%). У США використання того самого ж біткоїну у ролі платіжного засобу не вимагає ліцензій, а за умови продажу біткоїна

більш ніж через рік після покупки – така операція не буде обкладатися податком на приріст капіталу й угода визначатиметься як «приватна продаж».

Естонія навпаки не визнає криптовалюту законним платіжним засобом, розглядаючи її як «вартість, представлену в цифровій формі». Тож криптовалюти оподатковуються як інші цифрові активи, але не обкладаються ПДВ. У Великій Британії криптовалюту прирівнюють до іноземної валюти, й оподатковують відповідно.

Повертаючись до України, для забезпечення повноцінного функціонування ринку криптовалют необхідно створити відповідне правове середовище, яке б регулювало різні аспекти його діяльності. В практиці регулювання ринку криптовалют можна виокремити декілька основних підходів, а саме: 1) економічно орієнтований; 2) підхід мінімізації ризиків; 3) підхід спостереження; 4) обмежувальний підхід. Всі вони мають як плюси, так і мінуси, однак на мою думку розглядати варто перші два. Головним недоліком економічно орієнтованого підходу є великий ризик «відмивання» коштів та їх використання для фінансування нелегальної діяльності, зокрема тероризму. Якщо ж говорити про підхід мінімізації ризиків, то складністю тут буде високий рівень бюрократизації і складнощі у виході нових бізнесів на ринок.

Те, як намагається врегулювати сферу криптовалют законодавець наразі виглядає як спроба поєднати ці два підходи. Варто згадати про законопроект №10225-д «Про внесення змін до Податкового кодексу України та деяких інших законодавчих актів України щодо врегулювання обороту віртуальних активів в Україні». Цей законопроект пропонує:

- установити вимоги до авторизації або реєстрації (для окремих категорій суб'єктів) в регуляторі протягом 60 днів після початку діяльності, щорічного подання звітності та відповідальність за порушення (штрафи);

- ввести податкові зобов'язання для операцій з віртуальними активами, зокрема оподаткування прибутку від їх продажу, з урахуванням витрат на придбання чи створення;
- уточнити терміни "віртуальні активи", "токен", "постачальники послуг, пов'язаних з оборотом віртуальних активів", "емітент віртуальних активів" тощо;
- визначити механізми запобігання шахрайству;
- встановити штрафні санкції за неподання звітності чи порушення інших вимог.

Цікавим зокрема є те, що будь-які операції з віртуальними активами (крім продажу та обміну NFT, а також крім продажу та обміну віртуальних активів, які посвідчують право вимагати передачі майна або надання послуги) не є об'єктом оподаткування. Цей підхід збігається із викраденим у рішенні Європейського суду з прав людини від 22.10.2015 (справа Хедквіст проти Швеції), у якому суд постановив, що на території Європейського Союзу операції з криптовалютою, або іншою віртуальною валютою не повинні обкладатися податком на додану вартість.

Повертаючись до питання обліку, то зокрема Радою зі стандартів бухгалтерського обліку Японії (ASBJ) було видано проект нових стандартів обліку криптовалюти. Крім того, деякі країни досі розглядають можливість проєктів у цифровій галузі з використання сучасних грошових знаків.

Висновки. Наразі криптовалюта потребує ефективного правового регулювання, зокрема у сферах обігу та оподаткування. Незважаючи на достатньо високу активність українського крипторинку, невизначеність правового статусу та низьких рівень регулювання створює як ризики для держави, так і перепони для розвитку інноваційного бізнесу. Аналіз світового досвіду демонструє, що найефективнішими підходами до регулювання є економічно орієнтований та підхід мінімізації ризиків, а їх поєднання дає можливість досягти необхідного балансу між забезпеченням безпеки та заохоченням інновацій. Тому варто продовжувати подальші дослідження регулювання криптовалюти саме у цьому напрямку.

Запровадження чітких стандартів звітності, реєстрації та оподаткування операцій з віртуальними активами в Україні є необхідним кроком до формування прозорої та стабільної фінансової системи. Водночас подальше законодавче удосконалення має відбуватись з урахуванням міжнародних підходів, особливостей криптографічних технологій і потреб цифрової економіки. Тільки забезпечивши ефективне правове регулювання, держава зможе інтегрувати криптовалюти у легальне поле та використати їхній потенціал на користь економіки та суспільства.

Список використаних джерел

1. Левицький В.О, Нормативно-правове регулювання ринку криптовалют та діяльності криптобірж в Україні та світі. Інноваційна економіка. 2023. №3. С. 38-43. Режим доступу: <http://188.190.43.194:7980/jspui/bitstream/123456789/13751/1/1105-2286-1-SM.pdf> (дата звернення: 24.05.2025).
2. Кобильнік Д.А., Бурчак А.Ю., Криптовалюта як об'єкт податкового права: практичне застосування та правове регулювання. Право та інновації. 2020. №2. С. 24-30. Режим доступу: <https://openarchive.nure.ua/server/api/core/bitstreams/ab13a4db-4924-4841-966d-58a60afdc8f6/content> (дата звернення: 24.05.2025).
3. Дарчик Г.М., Сучасний стан правового регулювання криптовалюти в Україні. Зарубіжний досвід регулювання ринку криптовалют. Науковий вісник Ужгородського Національного Університету. 2025. №87. С. 335-340. Режим доступу: <https://visnyk-juris-uzhnu.com/wp-content/uploads/2025/03/87-part-2.pdf#page=335> (дата звернення: 24.05.2025).
4. Закон України «Про віртуальні активи» №2074-IX від 17.02.2022. Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2074-20#Text> (дата звернення: 24.05.2025).
5. Гришанова Н.П., Законопроект щодо врегулювання обороту віртуальних активів пройшов податковий комітет: ключові положення документа. Режим доступу: https://jurliga.ligazakon.net/news/235796_zakonoprokt-shchodo-vregulyuvannya-oborotu-vrtualnikh-aktivv-proyshov-podatkoviy-komitet-klyuchov-polozhennya-dokumenta (дата звернення: 24.05.2025).
6. Проект Закону України «Про внесення змін до Податкового кодексу України та деяких інших законодавчих актів України щодо врегулювання обороту віртуальних активів в Україні» №10225-д від 24.04.2025. Режим доступу: https://ips.ligazakon.net/document/J112722Iutm_source=jurliga.ligazakon.net&utm_medium=news&utm_content=jl03&_ga=2.11846391.2122925028.1748205777-1198623231.1744013545#_gl=1*1vks7os*_gcl_au*MjgyOTIxNjIuMTc0MTE3NjA3MQ (дата звернення: 24.05.2025).

СТРЕС-ТЕСТУВАННЯ КОМЕРЦІЙНИХ БАНКІВ

Стрес-тестування банків — це метод кількісної оцінки здатності фінансової установи витримати реалізацію несприятливих, але правдоподібних макроекономічних або ринкових сценаріїв. Воно стало ключовим інструментом банківського нагляду після світової фінансової кризи 2007–2008 років, коли вразливість банківських систем виявилася системною та глобальною.[1].

У США з 2009 року застосовується програма Comprehensive Capital Analysis and Review (CCAR), ініційована Федеральною резервною системою. CCAR оцінює здатність найбільших банківських установ підтримувати капітал на належному рівні під час глибоких економічних спадів. Важливим елементом CCAR є обмеження виплат дивідендів та бонусів у випадку недостатнього капіталу, визначеного за результатами тестів [2].

В Європейському Союзі аналогічну функцію виконує процедура EBA Stress Tests, яку з 2011 року регулярно проводить Європейський банківський орган (EBA). Ця процедура охоплює понад 50 системних банків Європи та враховує кредитні, ринкові, операційні ризики й ризики ліквідності. Результати тестів публікуються відкрито, що додатково сприяє ринковій дисципліні та стимулює банки до відповідального управління ризиками [3].

Банк міжнародних розрахунків (BIS) та МВФ розробили рекомендації щодо структури стрес-тестів. Ці рекомендації передбачають не лише оцінку прямих втрат, але й аналіз так званих «ефектів другого порядку» (наприклад, ефект доміно при кризах). Також важливим елементом є врахування заходів регуляторної політики, включаючи рефінансування або інтервенції регуляторів [4].

У більшості країн стрес-тестування є обов'язковою процедурою, яку проводять центральні банки або регулятори не рідше ніж раз на рік. Результати

тестів відіграють ключову роль у визначенні розміру капітальних буферів, встановленні вимог до докапіталізації, ухваленні рішень щодо обмеження виплат акціонерам, нагляді за системно важливими банками.

Крім того, технологічний прогрес дозволив вдосконалити моделювання — застосовуються Value-at-Risk, сценарії Монте-Карло, ML-моделі для прогнозування шоків та їх впливу. [5]

Стрес-тестування відіграє важливу роль у забезпеченні стабільності банківського сектору, дозволяючи регулятору оцінювати готовність банків до кризових ситуацій. В Україні для моніторингу напруги в фінансовій системі використовується Індекс фінансового стресу (ІФС), розроблений Національним банком України (НБУ). Цей індекс змінюється від 0 (повна стабільність) до 1 (високий стрес у фінансовому секторі). Аналіз того, як змінювались підходи до стрес-тестування залежно від показників ІФС, дозволяє оцінити ефективність дій регулятора у відповідь на економічні виклики [6].

Період 2014–2015 років став для України періодом серйозних економічних потрясінь. У квітні 2015 року НБУ вперше провів масштабне стрес-тестування 20 найбільших банків з метою оцінки їхньої здатності витримувати складні економічні умови. За результатами тесту було виявлено, що рівень непрацюючих кредитів (NPL) досягнув 41,1%, відбулася термінова докапіталізації банків.

У 2016 році НБУ змінив підхід до оцінки ризиків, впровадивши модель очікуваних кредитних втрат замість підходу, орієнтованого лише на прострочені платежі. Це дозволило більш реалістично оцінити якість активів. У 2017 році діагностика охопила вже 60 банків, виявивши, що реальний обсяг проблемних активів сягнув 52%, що додатково підтвердило необхідність докапіталізації та посилення контролю з боку регулятора.

В умовах пандемії НБУ зробив акцент на оцінці ліквідності банків та їх здатності витримувати тривалий період зниження економічної активності,

тимчасово зупинивши повноцінні стрес-тести та замінивши їх більш гнучкими оцінками вразливості.

Початок повномасштабного вторгнення Росії у лютому 2022 року спричинив безпрецедентне зростання фінансового стресу. У цих умовах НБУ тимчасово припинив традиційні стрес-тести, зосередившись на підтримці стабільності банківської системи через екстрене управління ліквідністю. Лише після відносної стабілізації у 2025 році проводиться стрес-тестування з оцінкою якості активів (AQR) та застосуванням базового і несприятливого сценаріїв. [7]

Таблиця 1. Аналіз динаміки ІФС, NPL та змін у стрес-тестуванні

Рік	Середній ІФС (0–1)	NPL, % банківської системи	Основні зміни в стрес-тестуванні
2014	0,85	30,9	Перше масштабне стрес-тестування (20 банків), оцінка кризових ризиків
2015	0,88	41,1	AQR (оцінка якості активів), ідентифікація високого рівня NPL
2016	0,72	31,2	Впровадження моделі очікуваних втрат при оцінці кредитних ризиків
2017	0,65	52,0	Розширене стрес-тестування (60 банків), поглиблений аналіз NPL
2018	0,55	48,4	Вдосконалення методології, впровадження нижчих порогових значень
2019	0,49	48,9	Двосценарне тестування (базовий та несприятливий сценарій)
2020	0,60	41,0	Перенесення стрес-тестів через COVID-19, оцінка вразливості
2021	0,58	38,1	Спрощена оцінка стійкості, фокус на ліквідності
2022	0,92	37,7	Призупинення традиційних тестів через повномасштабну війну
2023	0,78	36,3	Базовий сценарій воєнного часу, участь 20 системних банків
2024	0,63	33,8	Планування повноцінного AQR і двосценарного стрес-тестування

Джерело: складено авторами на основі [4]

Проведений аналіз показує, що Національний банк України адаптував методологію та частоту стрес-тестування у прямій залежності від рівня фінансового стресу, що відображає ІФС. [7]

Стрес-тестування банківської системи України, яке впроваджує Національний банк України на регулярній основі з 2018 року, зазнало суттєвих змін після початку повномасштабного вторгнення Росії. Якщо у довоєнний період основна увага приділялася макроекономічним шокам та їхньому впливу на капітал банків, то після 2022 року методика тестування була змінена з урахуванням воєнних ризиків. Нижче представлено порівняльний аналіз підходів до стрес-тестування:

Таблиця 2. Порівняння підходів до стрес-тестування банків України

Критерій	Довоєнний період (2018-2021рр.)	Воєнний період (2023р.)
Мета тестування	Аналіз стійкості до макроекономічних шоків	Перевірка здатності банків зберігати капітал у прогнозованих умовах війни
Типи сценаріїв	Базовий і стресовий	Лише базовий
Основні сценарні ризики	ВВП ↓, інфляція ↑, девальвація, зростання NPL	Воєнні втрати, релокація бізнесу, знищення активів
Методи оцінки	Стрес-моделювання фінансових потоків і резервів	Врахування фізичних втрат і операційних обмежень
Горизонти прогнозу	3 роки	немає чітких горизонтів
Результати	Значна частина банків мала скоротити ризикові активи, сформувати додаткові резерви	Банки продемонстрували стійкість у прогнозованих умовах, без потреби у термінових заходах

Джерело: складено авторами на основі [8,9]

Отже, зіставлення підходів до стрес-тестування банків до війни та під час воєнних дій, демонструє помітні відмінності як у методології, так і в результатах. Варто відзначити, що попри кризове становище в економіці України під час війни, жоден банк не потребував докапіталізації, що свідчить про накопичену стійкість банківського сектору та обережну кредитну політику. Особливу роль у збереженні стабільності банківського сектору зіграли заходи підтримки НБУ та міжнародних партнерів.

Висновок: Український досвід проведення стрес-тестування банків під час повномасштабного вторгнення є унікальним у світовій практиці. НБУ адаптував методіку стрес-тестування до воєнних умов, включивши такі чинники, як фізична втрата активів, географічні ризики, реолокація бізнесу тощо.

Зважаючи, на український досвід у стрес-тестуванні у воєнних умовах, міжнародні регулятори стали розширювати свої методології стрес-тестування. Наприклад, Європейський банківський орган (ЕВА) після 2022 року, в межах своїх сценаріїв, почав враховувати геополітичні загрози, енергетичну нестабільність та зовнішні шоки. [10]

В свою чергу, Міжнародний валютний фонд також надає рекомендації країнам, що перебувають у зоні підвищеного ризику, адаптувати методологію стрес-тестування, зокрема — враховувати ризики воєнних конфліктів, енергетичні ризики та кіберзагрози.

Таким чином, український досвід стрес-тестування заслуговує на подальше вивчення як вагомий внесок у розвиток сучасних підходів до банківського нагляду в умовах високої невизначеності.

Список використаних джерел

1. International Monetary Fund. Macrofinancial Stress Testing: Principles and Practices : Working Paper / IMF. – 2012. – URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12186.pdf> (дата звернення: 30.03.2025).

2. Federal Reserve Board. Comprehensive Capital Analysis and Review (CCAR) – FAQs [Електронний ресурс] / Federal Reserve Board. – 2023. – Режим доступу: <https://www.federalreserve.gov> (дата звернення: 30.03.2025).
3. European Banking Authority. EU-wide Stress Testing [Електронний ресурс] / European Banking Authority. – 2023. – URL: <https://eba.europa.eu> (дата звернення: 30.03.2025).
4. Bank for International Settlements. Stress testing principles and framework [Електронний ресурс] / BIS. – 2018. – URL: <https://www.bis.org> (дата звернення: 30.03.2025).
5. Narodowy Bank Polski. Stress testing methodology overview [Електронний ресурс] / NBP. – URL: <https://nbp.pl> (дата звернення: 30.03.2025).
6. Національний банк України. Індекс фінансового стресу [Електронний ресурс] / НБУ. – 2023. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/ua/stability/fsi> (дата звернення: 30.03.2025).
7. Національний банк України. Фінансова стабільність [Електронний ресурс] / НБУ. – URL: <https://bank.gov.ua/ua/stability> (дата звернення: 30.03.2025).
8. Національний банк України. Стрес-тестування банків України у 2021 році [Електронний ресурс] / НБУ. – 2021. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Stress_Test_Results_2021.pdf (дата звернення: 30.03.2025).
9. Національний банк України. Стрес-тестування банків як інструмент банківського регулювання [Електронний ресурс] / НБУ. – 2023. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Stres-testuvannya_bankiv_19-05-2023.pdf?v=7 (дата звернення: 30.03.2025).
10. European Banking Authority. Risk Assessment of the European Banking System [Електронний ресурс] / ЕВА. – 2023. – URL: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2023-12/ed14314d-3194-4808-935b-afc564f748ad/Risk%20Assessment%20Report%20December%202023.pdf> (дата звернення: 30.03.2025).

Піддубна Л. В.,

Студентка магістерської програми 2 р. н., НаУКМА

Долінський Л. Б.

Доктор економічних наук, професор кафедри фінансів, НаУКМА

АНАЛІЗ ДИНАМІКИ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ У ВОЄННИЙ ЧАС

Вступ. Управління державним боргом є однією з ключових складових фінансової політики будь-якої країни. В умовах глобалізації та зростаючої взаємозалежності світових економік, питання ефективного управління державним боргом набуває особливої актуальності. Управління державним боргом в умовах війни є надзвичайно складним завданням, яке вимагає особливої уваги та стратегічного підходу. Війна впливає на економічну стабільність України, збільшує витрати на оборону та гуманітарну допомогу, а також знижує доходи державного бюджету. В таких умовах ефективне управління державним боргом стає критично важливим для забезпечення фінансової стійкості та підтримки життєво важливих функцій держави.

Постановка проблеми В управлінні державними фінансами існує низка суттєвих проблем, що ускладнюють досягнення глобальних цілей щодо забезпечення фінансової стабільності та економічного зростання країни. Зокрема, зростання боргового навантаження може призвести до збільшення витрат на обслуговування боргу, що, в свою чергу, обмежує можливості держави щодо фінансування соціальних програм та інвестицій у розвиток інфраструктури. Крім того, коливання валютних курсів та політична нестабільність можуть значно впливати на ефективність управління борговими зобов'язаннями.

Виклад основного змісту. На сьогоднішній день державний борг України є однією з найважливіших проблем, що впливають на економічну стабільність країни. За останні роки обсяг державного боргу значно зріс, що зумовлено як

внутрішніми, так і зовнішніми факторами. Важливо проаналізувати структуру боргу, його динаміку та основні чинники, що впливають на його зростання.

На державний борг України впливають численні фактори, відображено на рис.1. Однак необхідно визначити взаємозв'язок даних факторів із зміною обсягу державного боргу, щоб зрозуміти основні виклики та можливості для управління борговими зобов'язаннями. Зокрема, можна виділити такі:

1. Високі темпи економічного зростання сприяють збільшенню доходів бюджету, що дозволяє зменшити боргове навантаження.
2. Якщо витрати держави перевищують її доходи, це призводить до зростання бюджетного дефіциту, який покривається за рахунок запозичень.
3. Високі відсоткові ставки збільшують витрати на обслуговування боргу, що може призвести до його зростання.
4. Коливання валютних курсів впливає на розмір зовнішнього боргу, якщо він номінований в іноземній валюті.
5. Війна ускладнює процес управління боргом та знижує довіру інвесторів.
6. Збільшення витрат на соціальні програми та інфраструктуру може призвести до зростання боргових зобов'язань [1,3,5].

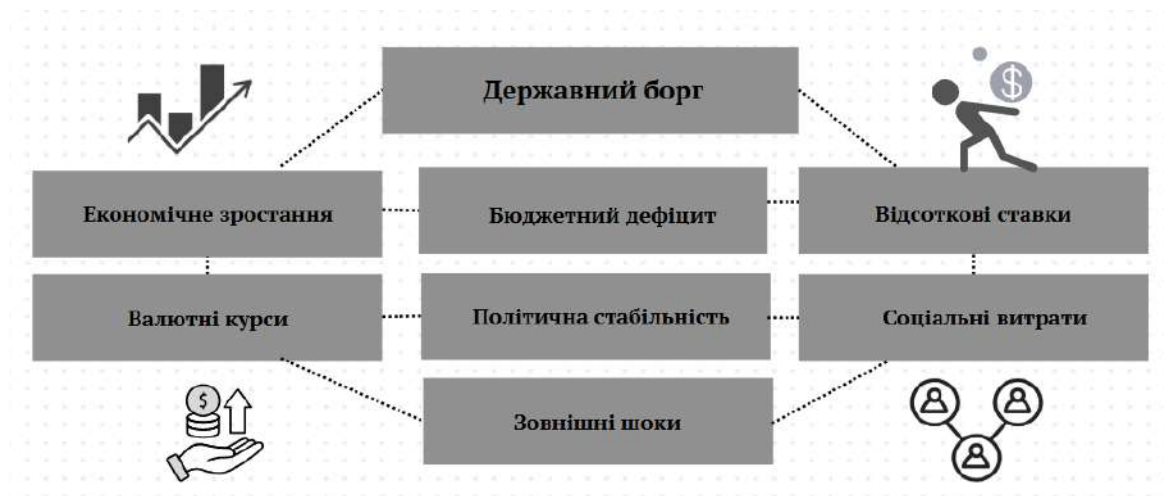


Рисунок 1. Основні фактори, що впливають на Державний борг

Джерело: Складено авторами за даними джерел [1,3,5]

В період війни, аналіз та управління державним боргом створює додаткові виклики для України. Зростання витрат на оборону значно збільшує боргове навантаження, оскільки значні фінансові ресурси спрямовуються на військові потреби, обмежуючи можливості фінансування інших важливих сфер. Зниження економічної активності призводить до скорочення податкових надходжень та інших джерел доходів державного бюджету. Війна також спричиняє збільшення витрат на соціальну допомогу, медичне обслуговування та відновлення інфраструктури, що додатково навантажує державний бюджет. Крім того, в умовах війни країна стикається з труднощами у залученні зовнішнього фінансування через підвищені ризики для інвесторів та кредиторів.

Аналіз структури боргу дозволяє визначити основні ризики та можливості для його ефективного управління, тому необхідно дослідити динаміку його основних частин. Протягом останніх років спостерігається тенденція до зростання державного боргу України. Це зумовлено безпосередньо із війною, необхідністю фінансування соціальних програм та інфраструктурних проєктів.

Державний борг України складається з внутрішнього та зовнішнього боргу. Внутрішній борг включає зобов'язання перед резидентами країни, тоді як зовнішній борг охоплює зобов'язання перед іноземними кредиторами. Зміни в структурі державного боргу України за останні роки демонструють тенденції зростання заборгованості за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку, що пов'язано зі збільшенням випуску цінних паперів та зростанням попиту на них.

Таблиця 1. Динаміка структури Державного боргу України

Показники	2022	2023	2024	Абсолют відхилення, млрд. грн.	Відносне відхилення %
				2024/2023	2024/2023
Заборгованість за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	1 387,97	1 586,11	1 861,68	275,57	117,4
Заборгованість перед банківськими та іншими фінансовими установами	1,72	1,59	1,45	-0,14	91,7
Загальний внутрішній борг	1 389,69	1 587,70	1 863,13	275,43	117,3
Заборгованість за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	1 100,26	2 252,58	3 481,98	1 229,41	154,6
Заборгованість за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав (крім неврегульованої від органів управління держави-агресора та/або такої, що оскаржується)	160,51	239,96	320,72	80,76	133,7
Неврегульована заборгованість за позиками, одержаними від органів управління держави-агресора, та/або така, що оскаржується	22,16	23,01	25,47	2,46	110,7
Заборгованість за позиками, одержаними від іноземних комерційних банків, інших іноземних фінансових установ	60,38	59,49	62,16	2,67	104,5
Заборгованість за випущеними цінними паперами (крім неврегульованої та/або такої, що оскаржується)	718,84	750,57	639,80	-110,77	85,2
Неврегульована заборгованість за випущеними цінними паперами, та/або така, що оскаржується	109,71	113,95	126,12	12,17	110,7
Заборгованість перед Міжнародним Валютним фондом	153,60	160,84	173,04	12,20	107,6
Загальний зовнішній борг	2 325,44	3 600,39	4 829,29	1 228,90	134,1
Загальний державний борг	3 715,13	5 188,09	6 692,42	1 504,33	129,0

Джерело: Складено авторами за даними джерел [2,3]

Заборгованість перед банківськими та іншими фінансовими установами знизилася упродовж 2022-2024 рр., що свідчить про зменшення обсягів короткострокових позик або зміну умов кредитування. Загальний внутрішній борг зростав упродовж 2022-2024 рр. та у 2024 році становив 1 863,13 млрд. грн., що на 275,43 млрд. грн. більше порівняно із 2023 роком. Це є результатом збільшення випуску цінних паперів на внутрішньому ринку.

Заборгованість за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій, протягом 2022-2024 рр. значно зросла і становила у 2024 році 3 481,98 млрд грн., що пов'язано з активним залученням міжнародного фінансування для підтримки економіки під час війни. Заборгованість за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав (крім неврегульованої від органів управління держави-агресора та/або такої, що оскаржується), також зросла, що свідчить про збільшення міжнародної підтримки з боку інших держав.

В цілому, спостерігається збільшення обсягів зовнішніх позик з боку іноземних банків на 4,5% у 2024 році. Заборгованість за ОЗДП зменшилася на 110,77 млрд. грн. у 2024 році, порівняно із 2023 роком. Це свідчить про зменшення попиту на даний вид цінних паперів. Також дані показують активне залучення коштів від МВФ протягом 2022-2024 рр., загальні запозичення перед яким склали у 2024 році - 173,04 млрд. грн. Загальний зовнішній борг зріс, що є результатом збільшення обсягів зовнішніх позик під час війни. Загалом державний борг збільшився, що є пов'язано зі зростанням усіх вищезазначених компонентів структури державних запозичень.

Вагому частку в загальній структурі Державного боргу України займають саме ОВДП, тому розглянемо їх більш детально (рис.2).

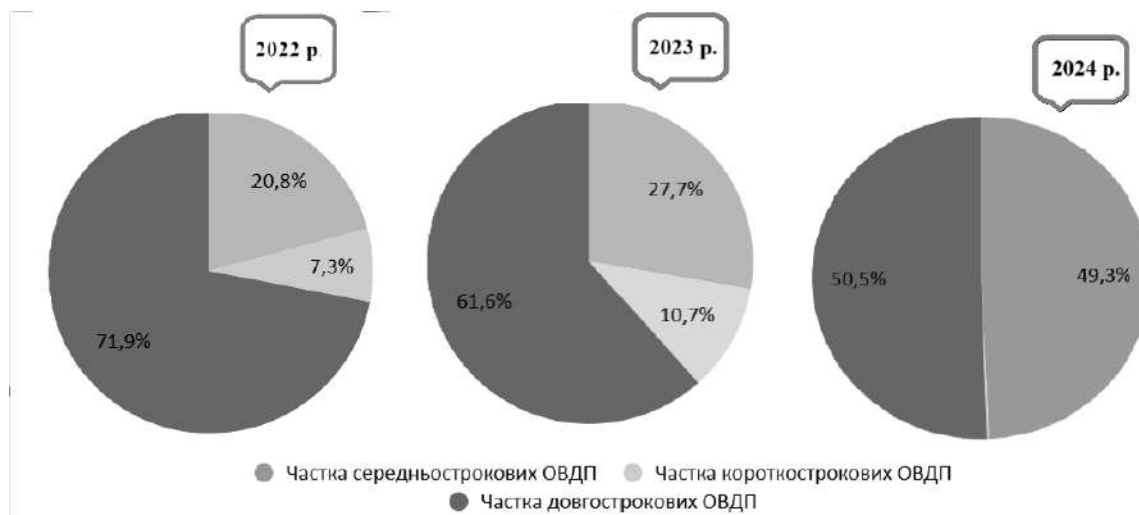


Рисунок. 2. Структура заборгованості за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку за терміном обігу за період 2022-2024 рр.

Джерело: Складено авторами за даними джерел [2,3]

Проаналізувавши дані на рисунку за період 2022-2024 рр., можна побачити, що протягом аналізованого періоду, спостерігається значне зниження короткострокових ОВДП. Багато короткострокових ОВДП, випущених раніше, досягли строку погашення, і уряд не випустив нові облігації в такому ж обсязі. Зменшення короткострокових ОВДП може бути позитивним сигналом, що уряд зменшує залежність від короткострокових запозичень. Це знижує ризик рефінансування та дозволяє уряду уникнути ситуацій, коли необхідно швидко знайти нові джерела фінансування для погашення старих боргів.

Значне зростання середньострокових ОВДП у 2024 році порівняно з 2023 роком є результатом змін у фінансовій політиці. Зростання частки середньострокових ОВДП свідчить про те, що інвестори переорієнтувалися на даний вид облігацій через їхню вищу дохідність за короткострокові ОВДП та менший термін погашення за довгострокові ОВДП. Невелике зниження частки довгострокових ОВДП у 2024 році порівняно з 2023 роком пов'язано із завершенням терміну обігу певної частини цінних паперів. Зростання загального

обсягу ОВДП у 2024 році порівняно з 2023 роком є результатом збільшення випуску цінних паперів та зростанням попиту на них.

Висновки. Отже, під час здійснення державних запозичень важливо визначити ефективні стратегії управління борговими зобов'язаннями, особливо в умовах складних фінансових обставин під час війни. Для збереження стійкості фінансової системи країни необхідно ретельно аналізувати ризики, пов'язані зі збільшенням державного боргу, та здійснювати моніторинг і управління надходженнями.

Для забезпечення конкурентоспроможності цінних паперів на фінансовому ринку слід проводити аналіз ринкових умов, динаміки інтересів інвесторів та оптимальних стратегій. Державні запозичення через випуск боргових цінних паперів визначають фінансову стабільність та перспективи розвитку України, що потребує стратегічного планування та ефективної співпраці з інвесторами для досягнення поставлених цілей на державному рівні.

Список використаних джерел

1. Боргова політика та її вплив на національну економіку. URL: https://pidru4niki.com/1669022444689/ekonomika/borgova_politika_vpliv_natsionalnu_ekonomiku
2. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс] – Режим доступу: https://mof.gov.ua/uk/budget_2023-582
3. Національний банк України [Електронний ресурс] – Режим доступу: https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ta-ministerstvo-finansiv_zdiysnilireprofayling-ovdp-z-portfelya-nbu
4. Український портал про фінанси і інвестиції [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://minfin.com.ua/ua/about/>
5. Коблик І. (2012). Теоретичні аспекти державних запозичень: методи та форми здійснення, С.110-114

Popii Maksym,
Master of International Business, Hult International Business School
Primierova Olena
Associate Professor, NaUKMA

THE CONSEQUENCES OF THE SHADOW ECONOMY

The shadow economy, also called the underground or informal economy, is a wide and complex phenomenon that includes very different types of activities — from underreporting legal income to illegal trade and unregistered employment. International organizations such as the OECD, IMF and ILO usually define it in the broad sense of the “non-observed economy,” which combines hidden but legal work, illegal production, informal sector employment, and household production for own use. Such a framework allows cross-country comparisons and makes it easier to understand how shadow activities influence economic performance and public policy [6, 7].

Most studies show that the shadow economy is persistent and quite large. Medina and Schneider, for instance, estimated that across 158 countries during 1991–2015 the average size was around 31.9% of GDP [5]. Of course, the scale differs a lot depending on institutions, income levels and regional specifics. While in some cases informal activities help people survive or provide short-term jobs, in the long run the negative consequences dominate. They undermine fiscal revenues, distort fair competition, and reduce incentives for firms to modernize or invest in productivity. Moreover, a big shadow sector usually means weaker public goods provision and lower trust in the state.

The fiscal effects are maybe the most obvious. Shadow wages, undeclared trade and contraband reduce tax revenues and social contributions. In Ukraine, according to estimates by CASE Ukraine, the consolidated budget in 2021 lost between UAH 291 and 465 billion [1]. The largest component was hidden wage payments, followed by customs violations. This is a huge amount compared to national expenditure needs and it shows why the issue is

not only technical but strategic. Without proper revenues it is impossible to maintain defense, infrastructure or health care in a sustainable way.

Beyond revenues, there are broader macroeconomic consequences. Many empirical papers demonstrate a negative correlation between the size of the shadow economy and long-term growth. The logic is clear: informality lowers productivity, discourages innovation, and prevents firms from gaining access to formal finance. In the short run, informal jobs or businesses can be seen as a buffer, but when informality becomes systemic, it suppresses modernization. On product markets, firms that do not pay taxes or contributions can offer lower prices, which undermines those who operate legally. Over time this weakens competitiveness and discourages investment in quality and human capital.

The impact on the labor market is also significant. Informal jobs often lack contracts, social security, or opportunities for professional growth. Workers in such jobs face higher risks of accidents or income loss and usually earn less. As the ILO reports, informality is strongly linked to vulnerability of households, especially in developing and transition economies [3]. In this sense, the shadow economy contributes to income inequality and makes social protection systems fragile.

Institutional aspects should not be underestimated either. When many people and businesses avoid paying taxes, the overall tax morale declines. Citizens lose trust in institutions, thinking that compliance is unfair if “everyone else” evades. This creates a vicious circle: low trust leads to more shadow activity, which then reduces the quality of public services and feeds back into mistrust. The reliability of official statistics also suffers, since national accounts cannot fully capture unobserved activities. Moreover, informal channels are often used for money laundering and other financial crimes, which raises risks for the AML/CFT system and demands stronger interagency and international cooperation [2].

Ukraine provides a good example of how diverse shadow activities can be. Large-scale tax evasion schemes and small-scale informal employment are only weakly related to

each other and therefore require different policy approaches. Combating customs fraud and major evasion needs strong risk-based enforcement and data analytics, while reducing informal jobs requires lowering entry barriers to formality and creating real incentives for small businesses. International experience suggests that combining enforcement with simplification works best: when paying taxes is easier and more beneficial, and enforcement is credible, the size of the shadow economy gradually declines.

To conclude, the systemic consequences of the shadow economy are clearly harmful. It undermines fiscal sustainability, slows growth, increases inequality and erodes institutions. For Ukraine, as for many other countries, tackling the shadow economy is not just a fiscal matter but also a key condition for reconstruction and integration into European frameworks. The strategy should be multidimensional: better enforcement, smarter use of data, incentives for formalization, and above all improvement in the quality of public services so that taxpayers can see a clear return on their contributions.

References

1. CASE Ukraine. (2021). Comparative Analysis of Fiscal Effect of Tax Avoidance Instruments Use in Ukraine: New Challenges. Kyiv: CASE Ukraine.
2. FATF. (2013). National Money Laundering and Terrorist Financing Risk Assessment Guidance. Paris: FATF/OECD.
3. International Labour Organization (ILO). (2018). Women and Men in the Informal Economy: A Statistical Picture (3rd ed.). Geneva: ILO.
4. Лук'яненко І. Г. Фінансова політика в умовах тінізації та дисбалансів на ринку праці: методологія та інструментарій. Київ: НАУКМА, 2020. 441 с.
5. Medina, L., & Schneider, F. (2018). Shadow Economies Around the World: What Did We Learn Over the Last 20 Years? IMF Working Paper No. 18/17. Washington, DC: International Monetary Fund.
6. OECD. (2002). Measuring the Non-Observed Economy: A Handbook. Paris: OECD Publishing.
7. OECD, IMF, ILO, CIS STAT. (2008). Measuring the Non-Observed Economy: A Handbook for National Accounts. Paris: OECD Publishing.

Пужак У.І.

Студентка 6 р.н., НаУКМА

Долінський Л.Б.

Доктор економічних наук, професор кафедри фінансів, НаУКМА

СУЧАСНІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ АКЦІЙ ПУБЛІЧНИХ КОМПАНІЙ НА РОЗВИНЕНИХ ФОНДОВИХ РИНКАХ

Вступ. В умовах глобалізації та фінансової інтеграції фондові ринки відіграють ключову роль у розвитку світової економіки. Вартість акцій публічних компаній є важливим індикатором економічного зростання, що впливає на інвестиційні рішення, фінансову стабільність і довіру учасників ринку. Тому оцінювання вартості акцій є фундаментальним завданням як для компаній, так і для інвесторів, аналітиків та регуляторів.

Класичним підходам до оцінювання вартості акцій присвячені численні наукові дослідження економістів, зокрема таких учених, як: Ф. Фабоцці, Дж. Кейнс, Є. Фама, Р. Брілліант, М. Грінвальд, Д. Дамодаран та інші. У їхніх працях розглядаються різні методологічні підходи, зокрема фундаментальний аналіз, технічний аналіз, моделі дисконтування грошових потоків, мультиплікаторний метод та арбітражне ціноутворення [1]. Оцінювання вартості акцій на розвинених фондових ринках здійснюється з урахуванням макроекономічних показників, фінансового стану компаній, поведінки інвесторів і ринкових трендів. Зокрема, значний вплив на формування вартості акцій мають процентні ставки, рівень інфляції, політична стабільність та корпоративні звіти. При цьому ефективність методів оцінювання залежить від глибини аналізу та точності прогнозів щодо майбутньої прибутковості компаній.

Однак одним із найскладніших аспектів інвестування залишається визначення справедливої вартості акцій. Методи оцінки акцій дозволяють

інвесторам визначити, чи є акції переоціненими, недооціненими або справедливо оціненими — інформація, яка є критично важливою для прийняття виважених інвестиційних рішень.

За останні роки методи оцінки акцій зазнали значної трансформації, особливо завдяки технологічному прогресу. Такі інновації призвели до появи методів, заснованих на аналізі даних, які роблять процес інвестування більш інтуїтивним та доступним для всіх категорій інвесторів.

Отже, дослідження сучасних підходів до оцінювання вартості акцій публічних компаній на розвинених фондових ринках є актуальним завданням, що має теоретичне та практичне значення. Розуміння методів і факторів, що впливають на ринкову вартість акцій, дозволяє оптимізувати інвестиційні стратегії та сприяти розвитку фінансових ринків у цілому.

Основна частина. Перш ніж розглядати сучасні підходи, варто згадати традиційні методи, які тривалий час використовувались інвесторами:

Один із найпопулярніших класичних методів оцінки акцій — коефіцієнт ціна/прибуток (P/E). Він порівнює ринкову ціну акції з прибутком компанії на одну акцію (EPS). Високий коефіцієнт P/E може свідчити про переоцінку акцій, тоді як низький показник може вказувати на їх недооцінку. Недолік цього підходу полягає у тому, що він не завжди відображає потенціал зростання компанії або майбутні ринкові умови [2].

Метод дисконтованих грошових потоків (DCF) прогнозує, скільки грошових коштів компанія генеруватиме в майбутньому, і дисконтує їх до теперішньої вартості. Проблема DCF полягає в тому, що він значною мірою залежить від точності прогнозів грошових потоків, які може бути складно зробити, особливо для нових або непередбачуваних бізнесів [3].

Модель дисконтування дивідендів (DDM) використовується для оцінки акцій, які виплачують дивіденди. Згідно з цією моделлю, вартість акції залежить від теперішньої вартості майбутніх дивідендних виплат. Хоча підхід DDM

корисний для вже усталених компаній зі стабільною політикою виплати дивідендів, він не застосовується до компаній, які не розподіляють дивіденди регулярно або до компаній росту, які реінвестують свій прибуток [3].

З розвитком технологій, науки про дані та нових інвестиційних стратегій, оцінка акцій стала більш комплексною. Сучасні методи використовують більше даних і враховують більш широкий спектр інформації, що дає точніше уявлення про реальну вартість компанії.

Поява машинного навчання та штучного інтелекту (ШІ) істотно трансформувала підходи до оцінки акцій. Вони дозволяють інвесторам обробляти та аналізувати величезні обсяги даних, що раніше було неможливо. Алгоритми можуть виявляти закономірності та прогнозувати майбутню динаміку акцій, аналізуючи історичні ціни, фінансові звіти, настрої ринку та економічні показники. Інвестори отримують можливість прогнозувати рухи ринку і отримувати знання через аналітичні інструменти, що базуються на даних. Моделі машинного навчання здатні розпізнавати складні патерни, які традиційні методи можуть пропустити.

Факторне інвестування — це сучасний інвестиційний підхід, спрямований на окремі фактори, що впливають на результативність компанії. Інвестори шукають акції, які мають сильні позиції за такими факторами, як зростання, вартість, імпульс або прибутковість [4]. Факторне інвестування виходить за межі традиційних показників оцінки, додаючи інші елементи, які можуть впливати на прибутковість акцій. Наприклад, якщо компанія демонструє хороші результати (зростання цін на акції), то ймовірно, що вона продовжить показувати хороші результати і в найближчому майбутньому. Цей підхід дозволяє інвесторам формувати диверсифіковані портфелі, орієнтовані на конкретні драйвери прибутковості.

За останні роки «сентимент-аналіз» став важливішим у оцінці акцій. Він досліджує громадську думку про компанію або акції на основі таких даних, як

новинні статті, соціальні медіа, конференц-дзвінки з оголошенням фінансових результатів та фінансові звіти. Позитивні настрої можуть вказувати на сприятливі ринкові перспективи для акцій, тоді як негативні настрої можуть висвітлювати потенційні загрози. Аналіз настроїв на основі даних реального часу дозволяє інвесторам постійно оновлювати свою оцінку акцій компанії. З ростом впливу соціальних медіа настрої можуть швидко змінюватися, і інструменти аналізу настроїв допомагають інвесторам залишатися в курсі тенденцій [5].

Робо-консультанти (robo-advisors) — це автоматизовані платформи, які використовують алгоритми для управління і розподілу інвестицій відповідно до толерантності до ризику та фінансових цілей людини. Для більш реалістичного та індивідуального підходу до інвестування, багато робо-консультантів включають сучасні методи оцінки акцій у свої алгоритми. Ці інструменти дозволяють індивідуальним інвесторам використовувати методи оцінки акцій професійного рівня без необхідності розвивати глибоку експертизу [6].

З розвитком методів оцінки акцій, спеціалізовані платформи стають все важливішими для інвесторів. Такі платформи як Alphaspread пропонують користувачам корисні інструменти для детального аналізу акцій [7]. Платформи збирають важливі показники балансу та звіту про прибутки і збитки, аналізують різні коефіцієнти оцінки, надаючи користувачам інформацію про те, чи є акції недооціненими або переоціненими. Інтегруючи ШІ та машинне навчання, сучасні платформи пропонують персоналізовані рекомендації щодо акцій, використовуючи предиктивну аналітику та інсайти, засновані на даних. Ці сервіси постійно спостерігають за ринковими коливаннями, даючи користувачам можливість коригувати свої інвестиційні стратегії в реальному часі. Платформи пропонують простий у використанні інтерфейс з інтерактивними панелями, що робить їх корисними як для початківців, так і для досвідчених інвесторів.

Висновки. Традиційні методи, такі як коефіцієнт P/E та аналіз DCF, швидко відступають на другий план в оцінці акцій. Поява машинного навчання, аналізу

настроїв, альтернативних даних та робо-консультантів надала інвесторам більш досконалі інструменти, що дозволяють здійснювати точніші та своєчасніші оцінки акцій.

Сучасні інструменти відіграють важливу роль у допомозі інвесторам краще розуміти процес оцінки акцій, даючи їм можливість приймати виваженіші інвестиційні рішення, використовуючи відповідні дані для мінімізації ризиків та збільшення прибутку.

Список використаних джерел

1. Дамодаран А. Інвестиційна оцінка: інструменти і методи оцінки будь-яких активів / Пер. з англ. К.: Либідь, 2021. 1316 с. URL: <https://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valuation.pdf>
2. Graham B., Dodd D. Security Analysis: Principles and Technique, 6th Edition. McGraw-Hill Education, 2008. pp. 348-352.
3. Brigham E.F., Ehrhardt M.C. Financial Management: Theory and Practice. Cengage Learning, 2016. pp. 317-325.
4. Bender J., Briand R., Melas D., Subramanian R.A. Foundations of Factor Investing. MSCI Research Insight, 2023. URL: <https://www.msci.com/documents/10199/71b6acaf-420a-0262-373f-1.2dc24136cee6>
5. Peterson R.L. Trading on Sentiment: The Power of Minds Over Markets. Wiley, 2021. pp. 123-145. DOI: 10.1002/9781119122883
6. Сидоренко В. Г., Лукашенко П. А. Робо-консультанти: що це таке та як вони працюють? / Фінансовий ринок і технології, 2021, № 3, с. 89–102. DOI: 10.24818/fintech.2021.3.89-102
7. Fundz. Stock Valuation Methods Transforming Modern Investing. / Fundz Venture Capital Blog, 2024. URL: <https://www.fundz.net/venture-capital-blog/stock-valuation-methods-transforming-modern-investing>.

НАПАД ТРАМПА НА ГЛОБАЛЬНУ ФІНАНСОВУ СИСТЕМУ: ЯК АМЕРИКА РУЙНУЄ ТЕ, ЩО САМА Й СТВОРИЛА?

Третього березня Дональд Трамп прийняв два надзвичайно важливі рішення. Одне з них – накласти мита на Канаду та Мексику в розмірі 25 відсотків, а також на китайський імпорт у розмірі 10 відсотків, додатково до 10 відсотків, накладених минулого місяця[1].

Очікується, що 25-відсоткове мито на імпорт з ЄС буде наступним. Разом ці чотири економіки виробляють 61% американського імпорту товарів[2]. Найближчий друг Трампа Володимир Путін має бути в захваті: президент США розриває Захід на частини перед його щасливими очима. Це лише два недавніх рішень у вихорі, що супроводжує другу президентську каденцію Трампа. Але для зовнішнього світу вони мають величезне значення. Вони представляють кінець ліберальних, передбачуваних і керованих правилами торговельних відносин з найпотужнішою країною світу, яка також створила цю систему. Вони також представляють відмову США від основних альянсів і зобов'язань на користь ближчих відносин з колишнім ворогом. Трамп, очевидно, вважає Росію важливішою, ніж Європу. В обох випадках він буде гірко розчарований. Як зазначив Моріс Обстфельд, колишній головний економіст МВФ, торговельні дефіцити США спричинені не обманом з боку торговельних партнерів, а перевищенням витрат над доходами: найбільшим визначальним фактором торговельних дефіцитів Америки, також, є її величезний федеральний фіскальний дефіцит, який наразі становить близько 6% від ВВП[3].

План Сенату, наразі контрольованого республіканцями, зробити податкові скорочення Трампа 2017 року постійними[4], гарантує, що цей дефіцит

збережеться принаймні до тих пір, поки ринки його фінансуватимуть. За цих умов спроби закрити торговельні дефіцити за допомогою мит схожі лише на сізифовий труд.

Щоб зрозуміти це, потрібні деякі знання макроекономіки, яких Трампу повністю бракує. Але це не єдиний прояв його неосвідченості. Трамп також каже: "Будьмо чесними, Європейський Союз був сформований для того, щоб обдурити Сполучені Штати. Це його мета. І вони добре впоралися з цим". Більше того, висловлюючись про Європу він випалив: "Вони не беруть наші автомобілі, вони не беруть нашу сільськогосподарську продукцію, вони майже нічого не беруть, а ми беремо від них все". Обидві скарги є безглуздими. ЄС був створений для забезпечення процвітаючих економічних відносин і політичної співпраці на європейському континенті, спорошеному двома жахливими війнами. США довго розуміли і активно підтримували це рішення. Але це були, на жаль, дуже інші США, ніж сьогоднішній зайнятий само співчуттям бовдур.

Крім того, як зазначає данський економіст Єспер Рангвід у своєму блозі[5], Трамп дивиться лише на двосторонню торгівлю товарами, ігноруючи торгівлю послугами та доходи від капіталу і праці. Так сталося, що дохід, який США отримують від експорту послуг принаймні до єврозони, і прибутки від капіталу та заробітної плати, які вони експортували туди, компенсують їхні двосторонні дефіцити в товарах. Загальний двосторонній поточний баланс єврозони з США близький до нуля[6], хоча навіть це не має значення. Але двосторонні баланси лише в товарах менш значущі, ніж загальні двосторонні баланси торгівлі.

Зважаючи на те, як він заробляє свої гроші, Трамп все життя мав великий дефіцит у товарах. Здається, це йому не сильно зашкодило. Для Мексики та Канади економічні витрати від цих мит будуть високими, оскільки їхній експорт товарів до США становив 27 відсотків і 21 відсоток ВВП відповідно у 2023 році. Експорт товарів ЄС до США становив лише 2,9 відсотка його ВВП у 2023 році. Для нього, отже, вплив 25-відсоткового мита не був би настільки значним. Проте

це все одно було б актом необґрунтованої, справді економічно шовіністської економічної війни[7,8].

Це в свою чергу, не зовсім допоможе Європі, якій, на зараз необхідно взяти на себе тягар як забезпечення власної оборони, так і підтримки оборони України. Фрідріх Мерц, наступний канцлер Німеччини, був правий, коли сказав, що його "абсолютним пріоритетом буде якомога швидше зміцнити Європу, щоб ми крок за кроком могли дійсно досягти незалежності від США". Ці кроки також повинні бути зроблені швидко. Одним з них має стати прискорення передачі Україні понад 200 мільярдів євро захоплених російських активів[9]. Іншим буде величезне нарощування фінансування оборони тепер, НАТО не знає на чиєму боці знаходиться США.

ЄС та Великобританія мають об'єднане населення в 3,6 рази більше, ніж у Росії, і ВВП, за паритетом купівельної спроможності, в 4,7 рази більший[10]. Проблема, отже, не в нестачі людських чи економічних ресурсів: якщо (велике якщо) Європа могла б ефективно співпрацювати, вона могла б зрівноважити Росію у військовому відношенні в довгостроковій перспективі. Але труднощі виникають у середньостроковій перспективі, оскільки Європа не здатна виробляти деяке вирішальне військове обладнання, від якого залежать вона та Україна. Чи відмовилися б США постачати таку зброю, якби європейці її купували? Така відмова в постачанні стала б моментом істини.

Трамп веде економічну і політичну війну проти союзників і залежних від США країн. Але результируючий колапс довіри країн, які колись поділяли його цінності, врешті-решт виявиться дуже дорогим навіть для США.

Список використаних джерел

1. The White House. (2025, Лютий). Fact sheet: President Donald J. Trump imposes tariffs on imports from Canada, Mexico, and China. <https://www.whitehouse.gov/fact-sheets/2025/02/fact-sheet-president-donald-j-trump-imposes-tariffs-on-imports-from-canada-mexico-and-china/>
2. Financial Times. [Стаття про економічні тенденції]. <https://www.ft.com/content/f4bc9582-327e-4bdf-9681-4e0f22628eec>
3. Congressional Budget Office. (2025, Січень). By the numbers. <https://www.cbo.gov/system/files/2025-01/60870-By-the-Numbers.pdf>
4. Reuters. (2025, 2 березня). US Senate plan to make Trump tax cuts permanent raises debt spiral worry. <https://www.reuters.com/en/us-senate-plan-make-trump-tax-cuts-permanent-raises-debt-spiral-worry-2025-03-02/>
5. Rangvid, J. (2025, 2 березня). Message to President Trump: We, Europe, take as much from you (the US) as you take from us. [Blog post]. <https://blog.rangvid.com/2025/03/02/message-to-president-trump-we-europe-take-as-much-from-you-the-us-as-you-take-from-us/>
6. European Central Bank. (2025, 13 лютого). Euro area balance of payments. <https://www.ecb.europa.eu/press/stats/bop/2025/html/ecb.bq250113~2ac9514a21.en.html>
7. Bureau of Economic Analysis. International trade in goods and services. <https://www.bea.gov/data/intl-trade-investment/international-trade-goods-and-services>
8. International Monetary Fund. (2025). [Економічний звіт]. <https://www.elibrary.imf.org/downloadpdf/display/book/9798400266126/9798400266126.pdf>
9. Financial Times. [Економічна стаття]. <https://www.ft.com/content/6536f4c4-42ce-4d8e-a063-5b7f708e7303>
10. International Monetary Fund. (2024, квітень). World Economic Outlook Database. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2024/April>

ОСОБЛИВОСТІ РОЗВИТКУ РИНКУ ПРАЦІ УКРАЇНИ ДО ТА В УМОВАХ ПОВНОМАСШТАБНОГО ВТОРГНЕННЯ

Ринок праці є важливою складовою економічної системи суспільства, яка суттєво впливає на динаміку основних макроекономічних показників розвитку країни, її соціально-демографічний стан, рівень життя і добробуту населення. Разом з природними ресурсами та засобами виробництва праця виступає основним фактором виробництва, і ринок праці дозволяє включити фізичні й інтелектуальні здібності людини (робочої сили) у суспільний господарський процес для забезпечення соціально-економічного розвитку країни і добробуту кожного її громадянина. Ринок праці є невід'ємною складовою ринкового типу господарювання, охоплює всі форми власності, галузі національної економіки, види діяльності, розподіляючи працю людей у відповідності з потребами суспільства.

На сьогодні актуальним є подальше поглиблення досліджень щодо особливостей функціонування та трансформації ринку праці під впливом сучасних інституціональних перетворень, зокрема в умовах воєнних викликів та зростання мілітаризації суспільства, посилення глобалізації соціально-економічних процесів. Особливо вагомого значення ці дослідження набувають для економіки України в контексті відновлення і реформування вітчизняного ринку праці у повоєнний період, усунення дисбалансів між попитом на працю та її пропозицією за галузевими, секторальними, професійними, територіальними, віковими та гендерними ознаками, що є важливою передумовою відновлення і подальшого сталого розвитку національної економіки, відбудови постраждалих територій,

підтримки зайнятості й доходів населення, покращення демографічного стану країни у середньо і довгостроковій перспективі.

З 2014 року економіка України функціонувала в умовах гібридної війни, яку російська федерація розв'язала проти України, однак широкомасштабні військові дії країни-агресора на території нашої країни з 24 лютого 2022 року створили нові надзвичайні виклики та загрози для національної економіки і соціальної сфери, зокрема і для функціонування ринку праці та зайнятості населення. Аналізуючи тенденції розвитку ринку праці України до та в умовах повномасштабного вторгнення, слід зазначити, що основними показниками, що характеризують його функціонування є робоча сила (кількість безробітних і зайнятих осіб), показник економічно неактивного населення, рівень безробіття.

За визначеннями Міжнародної організації праці (МОП) **робоча сила** (до 2019 року – *економічно активне населення*) – це населення обох статей віком від 15 років і старше (до 2019 року – 15–70 років), яке забезпечує пропозицію робочої сили на ринку праці. Зайняті та безробітні в сумі складають робочу силу. **Зайнятими** вважають осіб віком 15 років і старше, які працювали впродовж тижня на момент дослідження хоча б одну годину за наймом за винагороду в грошовому чи натуральному вираженні. **Безробітні** – особи віком 15 років і старше, які одночасно відповідають трьом умовам: не мали роботи (прибуткового заняття); упродовж останніх чотирьох тижнів активно шукали роботу або намагались організувати власну справу; упродовж найближчих двох тижнів були готові приступити до роботи, тобто почати працювати за наймом або на власному підприємстві з метою отримання оплати або доходу. До категорії безробітних також відносять осіб, які приступають до роботи протягом найближчих двох тижнів; знайшли роботу, чекають відповіді роботодавця тощо. **Особи, які не входять до складу робочої сили** (до 2019 року – *економічно неактивне населення*) – особи віком 15 років і старше, які впродовж обстежуваного тижня не відносилися ні до зайнятого, ні до безробітного населення [1].

Аналіз динаміки чисельності населення та робочої сили в Україні впродовж 2018-2023 рр. свідчить про стійкі тенденції до їх зменшення, особливо швидкими темпами у 2022-2023: чисельності населення – з 42,4 млн осіб у 2018 році до 33,2 млн осіб в 2023 році, а робочої сили – з 17,9 млн осіб у 2018 р. до 11,7 млн осіб в 2023 році за прогнозними оцінками Київської школи економіки (див. рисунок 1.1).

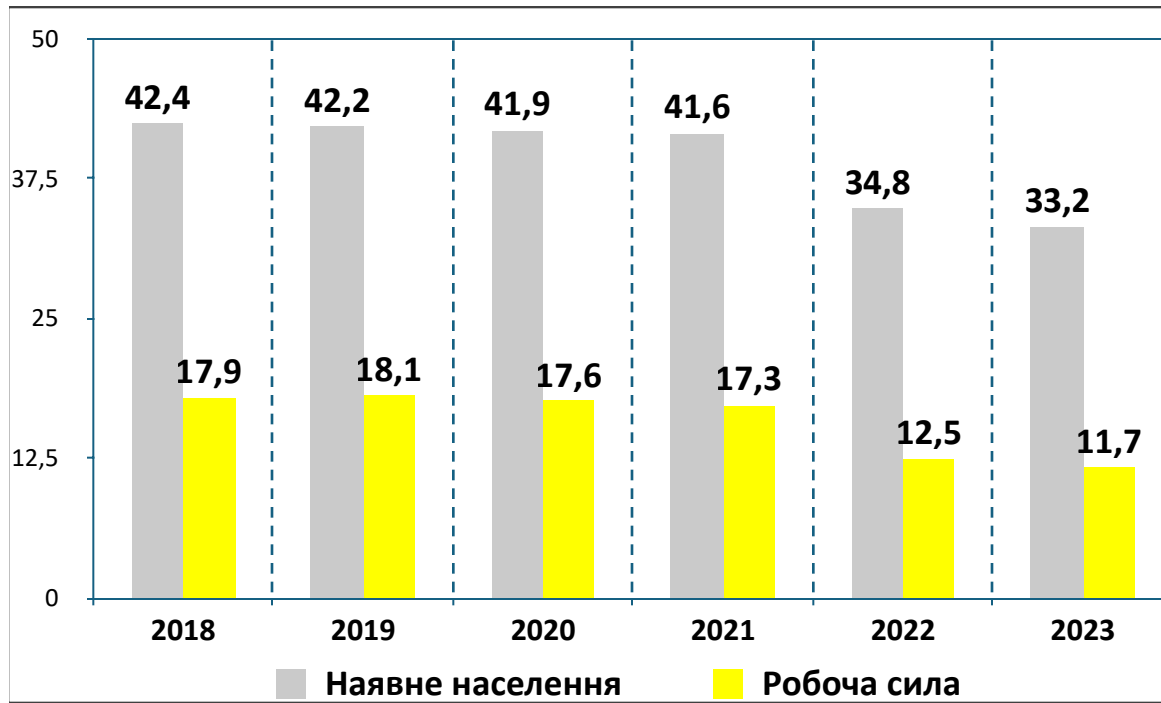


Рисунок 1. Динаміка чисельності населення та робочої сили в Україні за 2018-2023 роки, млн осіб

Джерело: розрахунки на основі даних [1-3]

В зв'язку із запровадженням режиму воєнного стану Державна служба статистики України не мала можливості проводити відповідні спостереження, тому офіційна інформація щодо показників чисельності населення, рівня зайнятості населення та безробіття у воєнні 2022 та 2023 роки за методологією МОП поки що відсутня.

Аналізуючи рівень безробіття населення, який являє собою відношення чисельності безробітних, які зареєстровані в державній службі зайнятості, до населення працездатного віку, слід зазначити, що показник безробіття суттєво зріс з 10,3% у 2021 році до 21,1% у 2022 році (майже у 2 рази), однак уряд прогнозує

його подальше зменшення у 2023 році до 19%, 2024 році – до 14,2%, 2025 році – до 12% (див. рисунок 1.2). Для порівняння в країнах ЄС цей показник в середньому становить 7%.

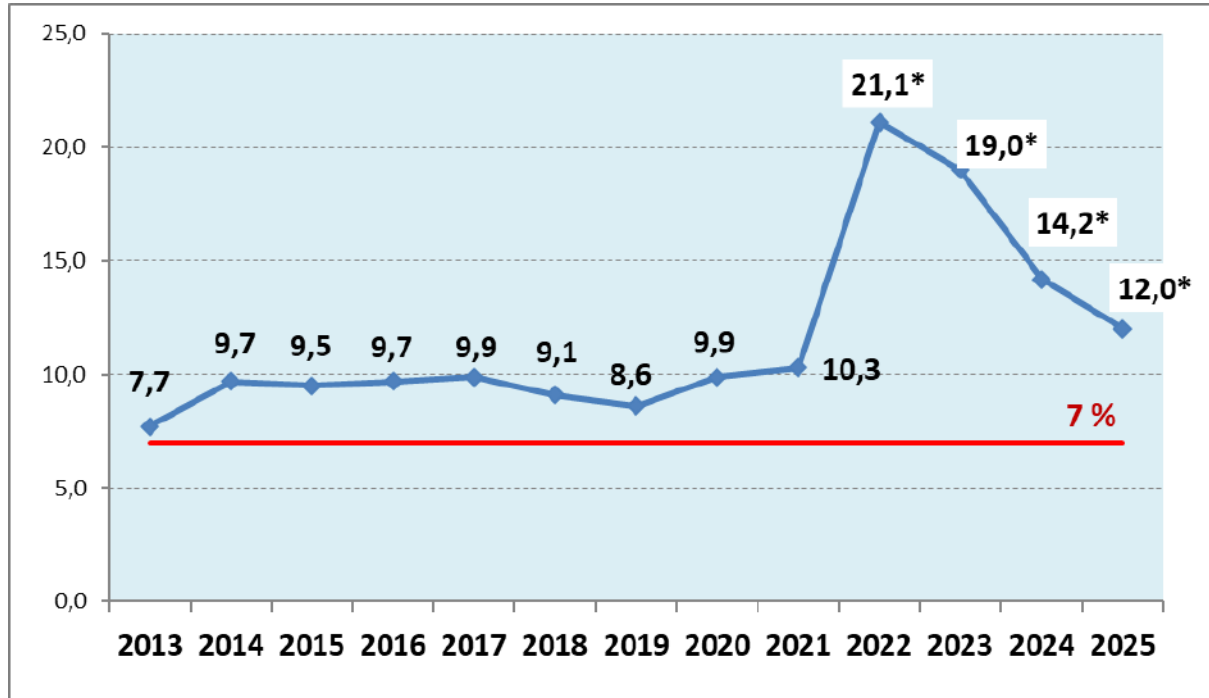


Рисунок 2. Динаміка рівня безробіття населення України за 2013-2025 роки, %
Джерело: розрахунки на основі даних [4-7]

Проведене дослідження демонструє, що останніми роками вітчизняний ринок праці переживав дві великі кризи – пандемію COVID-19 у 2020 році та повномасштабне вторгнення РФ на територію України з 2022 року, кожна з яких призводила до падіння економічної активності та зумовлювала суттєве скорочення попиту на працю, що, в свою чергу, призводило до збільшення рівня безробіття населення. Дистанційні формати роботи, започатковані під час ковідної кризи, дали змогу утримати певну стійкість виробничих процесів під час пандемії COVID-19 та на початку повномасштабного вторгнення.

Поточна кон'юнктура вітчизняного ринку праці наразі характеризується певним професійно-кваліфікаційним дисбалансом, а також територіальними та галузевими диспропорціями між попитом на працю та її пропозицією, що

призводить до зростання рівня безробіття населення. Основними причинами такої ситуації виступають:

- продовження активних воєнних дій на території нашої країни та невизначеність щодо часу їх припинення;
- скорочення обсягів виробництва, припинення/призупинення діяльності підприємств внаслідок втрат матеріальних активів, знищення виробничих потужностей, пошкодження та руйнування об'єктів виробничої, транспортної, складської інфраструктури, потреб релокації підприємств через окупацію територій;
- значні обсяги зовнішньої та внутрішньої міграції населення;
- мобілізаційні процеси;
- низька заробітна плата та невідповідність її рівня європейським стандартам (зокрема, одним з найпоширеніших методів адаптації бізнесу до умов війни стали заморожування або скорочення зарплат, а також безоплатні відпустки, що свідчить про зростання прихованого безробіття в країні);
- невідповідність системи підготовки/перепідготовки фахівців потребам ринку праці;
- нераціональна структура галузевої зайнятості;
- перевищення пропозиції робочої сили над попитом у воєнний період;
- незадоволеність умовами праці, порушення безпеки праці в умовах війни.

Отже, проведений аналіз розвитку вітчизняного ринку праці до та в умовах повномасштабного вторгнення свідчить про стійкі тенденції до зменшення рівня економічної активності та зайнятості населення, зростання рівня безробіття, посилення галузевих, професійно-кваліфікаційних, територіальних, вікових, гендерних диспропорцій між попитом на робочу силу та її пропозицією. Повномасштабне вторгнення російської федерації на територію України кардинально змінило умови функціонування вітчизняної економіки та призвело до безпрецедентних ризиків і загроз для стійкості ринку праці, зайнятості населення,

демографічного стану країни, що потребуватиме застосування ефективних та результативних інструментів його відновлення та реформування, зокрема відповідно до євростандартів.

Список використаних джерел

1. Статистичний щорічник України за 2022 рік. Державна служба статистики України. URL: https://ukrstat.gov.ua/druk/publicat/kat_u/2023/zb/11/year_22_u.pdf (дата звернення: 20.02.2024)
2. Interfax-Ukraine. Чисельність робочої сили в Україні за війну впала з 17,4 млн до 12,5 млн і продовжить знижуватися – KSE. *Інтерфакс-Україна*. [Електронний ресурс]: URL: <https://interfax.com.ua/news/general/926831.html> (дата звернення: 20.02.2024)
3. МВФ дав прогноз чисельності населення України. *Волинські новини*. [Електронний ресурс]: URL: <https://www.volynnews.com/news/all/mvf-dav-prohnoz-chyselnosti-naselennia-ukrayiny/> (дата звернення: 20.02.2024)
4. Офіційний сайт Державної служби статистики України. [Електронний ресурс]: URL: <http://www.ukrstat.gov.ua> (дата звернення: 21.02.2024)
5. Офіційний сайт Національного банку України. [Електронний ресурс]: URL: <https://bank.gov.ua/> (дата звернення: 21.02.2024)
6. Дефіцит кадрів на тлі високого рівня безробіття. *Економічна правда*. 28.10.2023. [Електронний ресурс]: URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2023/10/28/705972/> (дата звернення: 21.02.2024)
7. Пошук роботи: як змінився ринок праці в Україні під час війни та що буде після. *Visit Ukraine*. 19.05.2023. [Електронний ресурс]: URL: <https://visitukraine.today/uk/blog/1872/job-search-how-the-labour-market-in-ukraine-has-changed-during-the-war-and-what-will-happen-afterwards> (дата звернення: 21.02.2024)

Скоропад М.В., Хант С.М.

Студентки 3 р.н., НАУКМА

Долінський Л. Б.

Доктор економічних наук, професор кафедри фінансів, НаУКМА

АСИМЕТРИЧНА ІНФОРМАЦІЯ ТА КРЕДИТНИЙ СКОРИНГ: ПІДХІД БАЙЄСІВСЬКОЇ ГРИ

Інформація є найважливішим активом, яким може володіти людина сьогодні. У фінансах вона є вирішальним фактором для прийняття рішень щодо розпорядження фінансовими коштами чи іншими активами. Однак не завжди суб'єкти економіки повністю володіють інформацією про продукт, актив чи рішення іншого суб'єкта. Явище того, що інформація не є однаково доступною або однаково якісною для всіх викликає асиметрію інформації. Її описували у своїх роботах Джордж А. Аклероф, Майкл Спенс, Джозеф Стігліц в рамках аналізу наявності асиметричної на ринках між продавцями та покупцями. Пізніше асиметричну інформацію визначили як визначальну рису кредитного ринку.

Кредитний скоринг – це загальна назва для комплексу заходів, методів та систем, які використовуються банками для оцінки кредитоспроможності та “ризиковості” потенційних позичальників. Вони допомагають банківським спеціалістам оперативно приймати рішення про видачу кредитів, коригувати їх обсяги відповідно до ринкових умов та знаходити баланс між прибутковістю кредитних операцій і допустимим рівнем ризику. Як показує досвід західних кредитних установ, збільшення прибутку від кредитних операцій безпосередньо пов'язане з якістю оцінки кредитного ризику [10, с. 412]. Саме тому від ефективності проведення заходів із визначення кредитного ризику напряду залежить прибутковість установи. Це зумовило створення і розвиток великої кількості моделей на основі кількісних та якісних показників аналізу кредитоспроможності позичальників, використання яких зазвичай відбувається

комплексно. Серед них можна виділити рейтингові та регресійні методики, моделі лінійного програмування, класифікаційні дерева і нейронні мережі, а також комбіновані моделі, створення яких відбувається банківськими установами в індивідуальному порядку.

Щоправда, навіть з використанням найбільш детальних та досконалих способів оцінки ризиків, працівники банків стикаються з труднощами, коли мова йде про недостачу даних. Кредитний скоринг постійно зіштовхується з явищем асиметрії інформації, адже банківські установи, навіть при детальному аналізі клієнта, не можуть бути абсолютно впевнені у його надійності, а в деяких випадках сам клієнт не може бути впевненим у стабільності банку.

Розглянемо стандартний випадок у банківській практиці, коли установа приймає рішення про видачу кредиту споживачу, аналізуючи надійність "кандидата" на основі існуючої інформації про нього. Як би того не намагалися уникнути представники банків, у багатьох випадках частина даних про споживача є невідомою або недоступною для кредитора. Це ставить спеціалістів перед складним вибором: надати позику дебітору з невідомим рівнем надійності, таким чином прийнявши високий ризик невиконання боргу позичальником, чи відмовитися від надання кредиту, втративши можливість отримання прибутку? В такій ситуації ключову роль грає оцінка кредитоспроможності конкретної особи і прогнозування кредитного ризику, який вона може спричинити для установи – тобто, здійснення кредитного скорингу. Однією із відносно нестандартних, проте ефективних категорій цього комплексу заходів може виступати один з методів теорії ігор – байєсівська гра.

Байєсівська гра або гра з неповною інформацією – це модель прийняття рішень, в якій гравці мають тільки частково інформацію про гру або інших гравців. Тобто на відміну від інших стратегічних ігор, де усі учасники володіють усією інформацією про гру, у байєсівських іграх кожен гравець може мати певну інформацію, приватну, про свою поведінку, яка впливає на стратегії та виграші. Ця

поведінка, або як її ще називають типи, визначаються вже на початок гри та розподіляються згідно з апіорним розподілом, що дає змогу оцінювати ймовірності різних сценаріїв розвитку гри. До основних понять байєсівської гри також належить “байєсівська рівновага”, яка є аналогом рівноваги Неша саме для ігор з неповною інформацією. Кожен гравець обирає оптимальну стратегію, яка максимізує його очікуваний виграш, виходячи зі свого типу на початок гри та припущень щодо стратегій інших гравців. Отже, основними елементами байєсівської гри є набір гравців та набір типів; для кожного гравця окремо: набір стратегій, сигналів, переконання щодо типів інших учасників, виграші.

Щоб продемонструвати поєднання кредитного скорингу та байєсівської гри, ми склали наступні ситуації: до банку звернулось 4 клієнти і установа має прийняти рішення, кому видати кредит, а кому відмовити у його наданні. Четверо кандидатів заповнили аплікаційну анкету, на основі даних з якої банківський експерт зробив приблизну оцінку шансу повернення позики в кожному з випадків:

1. Павло, 46 років, одружений та має одну дитину. Працює менеджером в міжнародній компанії на зарплату 70000 грн. Має бездоганну кредитну історію: попередньо брав позику два рази і повертав усе вчасно. Є постійним клієнтом цього банку (більше 4 років безпроблемної співпраці). Має зареєстрованим на себе таке майно: дім, автомобіль, котрі можуть бути використаними як застава. За експертною оцінкою, шанс повернення кредиту становить 95%.
2. Олександр, 28 років, перебуває у громадянському шлюбі та має свій малий бізнес - майстерню з виготовлення взуття. Як ФОП, він отримує 25000 гривень на місяць. Мав прострочення в минулому: брав кредит для відкриття ФОП і затримав виплату на два тижні, проте все компенсував. Наразі є чинний кредит із залишком 50000 грн. Є клієнтом цього банку рік. Із зареєстрованого на себе майна має мотоцикл. За експертною оцінкою, шанс повернення кредиту – 71%.
3. Іван, 33 роки, нещодавно втратив роботу баристою через конфлікт з керівництвом. Зараз не має постійного місця роботи, підробляє, зареєструвався

у центрі зайнятості, тому і постійного доходу не має. Раніше брав мікрокредити, на даний момент має один непогашений кредит в іншому банку, залишок – 100000 грн. Звернувся до даного банку вперше (є користувачем менш як місяць). Зареєстрованого на себе майна не має. Проблем із законом не має. За експертною оцінкою, шанс повернення кредиту становить 28%.

4. Олена, 30 років, нещодавно змінила фах, наразі працює фрілансером за контрактом на 6 місяців. Окрім офіційної зарплати у розмірі 30000 гривень, отримує соціальну виплату 2000 гривень. Ніколи не брала кредитів, не має зареєстрованого майна. Сімейний стан клієнтки невідомий, а проживає вона, за її словами, з батьками на їх квартирі. Експерти не можуть вказати точну ймовірність повернення кредиту, тому оцінюють її як 50%.

Отже ми маємо 5 гравців – банк (B), котрий приймає рішення про видачу кредиту, та клієнти, кожен з яких має свій тип надійності (C1, C2, C3, C4). Типи гравців визначаємо згідно з ймовірністю повернення кредиту: Павло - високий $p_1=0.95$, Олександр – середній $p_1=0.71$, Іван – низький $p_1=0.28$, Олена – невідомо, попередньо середній $p_1=0.5$. Стратегії банку будуть наступними – прийняти (A) або відхилити (R) запит на кредит клієнта. Стратегії клієнта у разі отримання кредиту можуть бути такими: погасити (P) чи не погасити кредит (DP). Виплати у цій грі можна представити наступним чином:

W – якщо клієнт повертає кредит, банк отримує гроші назад + відсотки.

L – збитки у разі неповернення кредиту клієнтом.

C – вартість видачі кредиту банком.

Тоді очікуваний виграш банку при видачі клієнту дорівнюватиме:

$$U_B(A|p_i) = p_i W + (1 - p_i)L - C$$

Якщо ж банк не видає кредит, то виграш дорівнюватиме нулю.

$$U_B(R) = 0$$

Умова, за якої банк, видасть клієнту кредит, виглядає наступним чином:

$$p_i W + (1 - p_i)L \geq C$$

Звідси можна виразити нерівність, за якої ухвалюється рішення про надання кредиту (позначимо її як p^*):

$$p^* = \frac{C - L}{W - L}$$

де p^* виводиться з попередньої умови про надання кредиту клієнта (однак враховуємо, що банк може надати кредит за умови, якщо його вииграш не менший за 0):

$$\begin{aligned} p_i W + L - p_i L &\geq C \\ p_i W - p_i L &\geq C - L \\ p_i(W - L) &\geq C - L \mid W - L \\ p_i &\geq \frac{C - L}{W - L} \\ p^* &= \frac{C - L}{W - L} \end{aligned}$$

Нехай сума кредиту 100 000 гривень, а ставка прибутку кредитора 15%. Тоді втрати при неповерненні (L) дорівнюватимуть 100 000 гривень, вартість видачі кредиту (C) – 100000 гривень, вииграш при поверненні кредиту (W) – 115000 гривень. Також для кожного клієнта ми розрахували фактор кредитного навантаження (відношення суми наявних боргів до доходу). Щомісячний платіж за кредитом можна розрахувати за ануїтетом:

$$P = \frac{S \cdot r}{1 - (1 + r)^{-n}}$$

де $S = 100\,000$ - сума кредиту

$r = 15\%/12 = 0.0125$ - місячна ставка

$n = 12$ (строк кредиту)

При підстановці усіх значень щомісячний платіж визначено у розмірі 9025.83 гривень.

Тоді кредитне навантаження для кожного клієнта буде наступним:

$CP(C1) = 9025.83/70000=0.1289$ (хороший рівень), $CP(C2) = 9025.83/25000 = 0.36$ (ризиковий рівень), $CP(C3)$ є невизначеним, адже стабільного доходу клієнт не має, $CP(C4) = 9025.83/32000 = 0.2821$ (комфортний рівень, але близький до ризикованого).

Далі знайдемо порогове значення:

$$p^* = \frac{100000 - 100000}{115000 - 100000} = \frac{0}{15000} = 0$$

Тобто банк готовий видати кредит усім клієнтам, бо його виграш не буде від'ємним.

Тоді матриця виграшів для кожного клієнта виглядатиме наступним чином:

Таблиця 1. Матриця виграшів кожного клієнта

Ci\B	A	R
P	(15 000; -15 000)	(0;0)
DP	(-100 000; 100 000)	(0;0)

Розрахуємо виграш банку при видачі кредиту клієнтові 1:

$$\begin{aligned} U_B(A|0.95) &= (0.95 \times 115000) + (1 - 0.95) \times (-100000) - 100000 \\ &= (109250) + (-5000) - 100000 \\ &= 4250 \end{aligned}$$

Розрахуємо виграш банку при видачі кредиту клієнтові 2:

$$\begin{aligned} U_B(A|0.71) &= (0.71 \times 115000) + (1 - 0.71) \times (-100000) - 100000 \\ &= (81650) + (-29000) - 100000 \\ &= -47350 \end{aligned}$$

Розрахуємо виграш банку при видачі кредиту клієнтові 3:

$$\begin{aligned}
 U_B(A|0.28) &= (0.28 \times 115000) + (1 - 0.28) \times (-100000) - 100000 \\
 &= (32200) + (-72000) - 100000 \\
 &= -139800
 \end{aligned}$$

Розрахуємо виграш банку при видачі кредиту клієнтові 4:

$$\begin{aligned}
 U_B(A|0.50) &= (0.50 \times 115000) + (1 - 0.50) \times (-100000) - 100000 \\
 &= (57500) + (-50000) - 100000 \\
 &= -92500
 \end{aligned}$$

Таким чином, виграші для банку, якщо клієнти виплачуватимуть кредит, будуть наступними:

Таблиця 2. Виграші банку при наданні кредиту кожному клієнту

	Виграш банку при наданні кредиту та його подальшій виплаті
C1	4250
C2	-47350
C3	-139800
C4	-92500

Як бачимо, банк отримає прибуток тільки у разі надання кредиту клієнтові 1, а саме Павлу. Тому оптимальним вибором буде надання кредиту тільки Павлу.

Отже, незважаючи на відносно високий шанс повернення кредиту з боку деяких дебіторів, у висновку надання кредиту банком є доцільним тільки у випадку одного споживача. Безперечно, таке рішення навряд мало б місце в реальній банківській практиці, оскільки відмова у позиції трьом з чотирьох споживачів вірогідніше принесе банку втрату можливості отримати прибуток, ніж збереження установи від ризиків. Це робить дану байєсівську модель порівняно недосконалою в якості самостійного способу кредитного скорингу, проте в сукупності з іншими аспектами скорингової моделі вона може допомогти більш ефективно оцінити ризики, пов'язані з потенційним позичальником, зваживши

вірогідні збитки та прибутки за допомогою відносно простої математичної моделі. Таким чином, байєсівська гра може виступати як один з багатьох факторів комплексної системи оцінки кредитоспроможності фізичних осіб, стаючи у нагоді в тих випадках, коли інформація про потенційного клієнта є неповною або майже відсутньою. Це робить використання теорії ігор в кредитному скорингу за асиметричності інформації тим підходом, на який варто звернути увагу як банківським установам, наприклад під час формування власної системи оцінки ризиків, так і ризик-менеджерам в їх індивідуальній практиці.

Список використаних джерел

1. Aguirre I. Bayesian Games in Normal Form. UNCERTAINTY AND CONTRACTS. University of the Basque Country UPV/EHU. URL: <https://www.ehu.es/iaguirre/Chapter%201.%20Bayesian%20Games%20in%20Normal%20Form.pdf>.
2. Bayesian game - Wikipedia. Wikipedia, the free encyclopedia. URL: https://en.wikipedia.org/wiki/Bayesian_game.
3. Dell'Ariccia G., Mathieson D. Asymmetric Information and the Market Structure of the Banking Industry. Working Paper of the International Monetary Fund. 1998. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9892.pdf>.
4. Information asymmetry - Wikipedia. Wikipedia, the free encyclopedia. URL: https://en.wikipedia.org/wiki/Information_asymmetry.
5. Seah M. Bayesian games: games of incomplete information. 2018. URL: <https://math.uchicago.edu/~may/REU2018/REUPapers/Seah.pdf>.
6. Thomsen M. R. Асиметрична інформація. Інтерактивний текст для продовольчого та сільськогосподарського маркетингу. 2022. URL: <https://surl.li/wktejs>.
7. Асиметрична інформація. Український психологічний хаб | Психолог. URL: <https://www.psykholoh.com/post/асиметрична-інформація-це>.
8. ВИГОВСЬКИЙ В. Г. МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ КРЕДИТОСПРОМОЖНОСТІ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ КОМЕРЦІЙНИМИ БАНКАМИ. URL: <https://magazine.faaf.org.ua/metodichni-pidhodi-do-ocinki-kreditospromozhnosti-sub-ektiv-gospodaryuvannya-komerciynimi-bankami.html>.
9. Магдич А. С., Лимонова Е. М. Асиметрія інформації: сфери виникнення та ефекти. The vital cycle of the organizational culture of the trading enterprises. 2019. Т. 2, № 12. С. 50–56. URL: <https://doi.org/10.32342/2616-3853-2019-2-12-6>.
10. Мовчанюк О. А. КРЕДИТНИЙ СКОРИНГ ЯК МЕТОД ОЦІНКИ КРЕДИТНОГО РИЗИКУ. 2008. С. 402–413. URL: <https://surl.li/akevmg>.
11. Теорія ігор: навч. посіб. / С. М. Іванов, В. В. Вітлінський / За заг. ред. В. В. Вітлінський. Київ: КНЕУ, 2021. -355, [5] с.
12. Школьник, І.О. Проблемні аспекти оцінки кредитоспроможності позичальника / І.О. Школьник, О.М. Макаренко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць.- Суми: УАБС НБУ, 2007.- Вип. 19. С. 201-208. URL: [Shkolnyk_credit_rating.pdf;jsessionid=C1FD2F41A4EDA0EAF9A846E7966EFC1E](https://shkolnyk_credit_rating.pdf;jsessionid=C1FD2F41A4EDA0EAF9A846E7966EFC1E)

РОЗМЕЖУВАННЯ ПОПИТОВОГО ТА ПРОПОЗИЦІЙНОГО ТИСКУ НА СПОЖИВЧУ ІНФЛЯЦІЮ: НОВІ ПІДХОДИ ДО АНАЛІЗУ ТА ВИСНОВКИ ДЛЯ УКРАЇНИ

Індекс споживчих цін (ІСЦ) є важливим макроекономічним індикатором, що відображає зміни загального рівня цін у національній економіці, зокрема через його базову компоненту. Проте сам по собі ІСЦ не пояснює природу інфляційних процесів. Для формування ефективної макроекономічної політики необхідно визначати джерела цінового тиску – надлишковий попит чи обмежену пропозицію. Від цього залежить, чи буде підвищення облікової ставки ефективним, або ж необхідне застосування інших інструментів.

У випадку інфляції, зумовленої попитом (*demand-driven inflation*), зростання цін супроводжується активізацією споживчої та інвестиційної поведінки, перегрівом ринку праці та зростанням витрат. У таких умовах підвищення облікової ставки уповільнює економічну активність, зменшує споживчі витрати та стабілізує ціни. Натомість у ситуаціях інфляції, спричиненої пропозиційними шоками (*supply-driven inflation*) – дефіцитом товарів, логістичними перебоями, енергетичними кризами або адміністративними рішеннями щодо тарифів – ефективність монетарної політики суттєво знижується. Здорожчання грошей не усуває структурних дисбалансів на ринках товарів і послуг.

Після глобального інфляційного шоку 2021–2022 років у науковій літературі значно зріс інтерес до відокремлення попитового та пропозиційного компонентів цінового тиску. Одним із ключових підходів стала методологія Шапіро (Shapiro, 2022), запропонована віцепрезидентом Федерального резервного банку Сан-Франциско [1]. Вона базується на одночасному аналізі динаміки цін та обсягів

продажів за категоріями витрат: якщо одночасно зростають ціни й обсяги – це сигналізує про попитовий тиск; якщо ціни зростають за зниження обсягів – домінують обмеження пропозиції. Методологія активно використовується Федеральною резервною системою США, поступово інтегрується в аналітичну практику ЄЦБ та Банку Англії.

На основі цього підходу Міжнародний валютний фонд у 2023 році опублікував дослідження (Firat & Nao, 2023), яке охопило 32 країни за останні три десятиліття. Результати показали, що під час пандемії COVID-19 скорочення ІСЦ було зумовлене переважно падінням попиту, тоді як з 2021 року одночасно активізувалися як попитові, так і пропозиційні фактори. У США та країнах Азії їх внесок був приблизно симетричним, тоді як у Європі домінували пропозиційні шоки (енергетика, логістика), що пояснює нижчу ефективність підвищення ставок ЄЦБ порівняно зі США, де монетарна політика мала більш виражений дезінфляційний ефект.

Дослідження також підтвердило залежність нахилу кривої Філіпса від природи інфляції. У разі попитового зростання цін спостерігається сильний зв'язок між інфляцією, зайнятістю та динамікою доходів; монетарна політика в такому випадку є ефективним інструментом. Натомість за домінування пропозиційних шоків цей зв'язок послаблюється, а підвищення ставок здебільшого призводить до уповільнення економічного зростання без суттєвого зниження інфляції [2].

Для України ці результати мають практичне значення. Як показано на рис. 1, Національний банк уже застосовує розширену деталізацію індексу споживчих цін, виділяючи базову інфляцію, сирі продукти, адміністративно регульовані тарифи та паливо. Такий підхід дозволяє оцінювати внесок окремих компонентів у загальну динаміку ІСЦ та використовувати отриману інформацію для вдосконалення прогнозів. Починаючи з кінця III кварталу 2025 року, представлені дані є

прогнозними, що відображає оцінку НБУ щодо очікуваного зниження інфляційного тиску у середньостроковій перспективі [3].

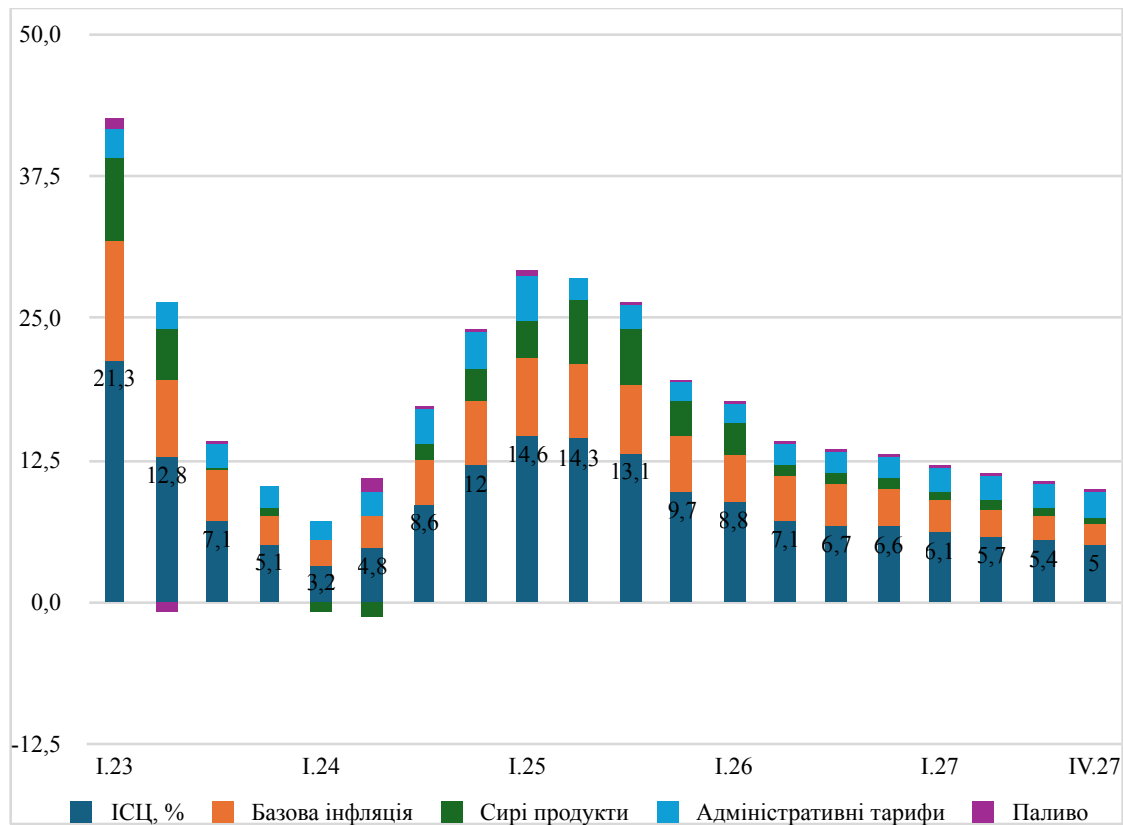


Рисунок 1. Внески в річну зміну ІСЦ на кінець періоду за компонентами, в. п.

Примітка. З кінця третього кварталу 2025 року наведені прогнозні показники НБУ з липневого інфляційного звіту.

Джерело: Держстат, Нацбанк

Однак наступним кроком має стати впровадження моделей, здатних чітко розмежовувати монетарні та немонетарні джерела інфляційного тиску за прикладом ФРС та ЄЦБ.

Водночас боротьба з інфляцією не може бути завданням виключно центрального банку. Якщо зростання цін зумовлене обмеженою конкуренцією, тарифними викривленнями чи логістичними бар'єрами, ефективна координація між інституціями є критичною. Антимонопольний комітет має забезпечувати рівні умови конкуренції, уряд – усувати інфраструктурні обмеження та знижувати

трансакційні витрати, а детінізація економіки сприятиме зменшенню цінового тиску без уповільнення зростання.

В умовах воєнної економіки, що супроводжується енергетичними шоками, руйнуванням логістичних ланцюгів і високою невизначеністю, монетарна політика не може бути єдиним інструментом стабілізації. Формування комплексного підходу до ідентифікації джерел інфляційного тиску є важливою передумовою підвищення ефективності макроекономічної політики та зниження інфляційних ризиків у середньостроковій перспективі.

Список використаних джерел

1. Shapiro, A. H. (2022). How Much Do Supply and Demand Drive Inflation? FRBSF Economic Letter, 2022-15. Available at: <https://www.frbsf.org/wp-content/uploads/el2022-15.pdf>
2. Firat, M., & Hao, O. (2023). Demand vs. Supply Decomposition of Inflation: Cross-Country Evidence with Applications(IMF Working Paper No. 2023/205). International Monetary Fund. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/09/28/Demand-vs-539665>
3. Національний банк України. (2025). Інфляційний звіт, липень 2025 року. Available at: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2025-Q3.pdf?v=14

ПОТЕНЦІАЛ РОЗВИТКУ КРЕДИТНИХ СПІЛОК В УКРАЇНІ

Вступ і актуальність теми. Кредитні спілки є небанківськими фінансовими установами, основною метою діяльності яких є задоволення потреб своїх учасників у взаємному кредитуванні, а також фінансових та інших послугах відповідно до Закону України «Про кредитні спілки» [1]. Роль кредитних спілок є особливо важливою для мікро-, малого й середнього бізнесу (ММСБ), а також індивідуальних учасників певної громади (за місцем проживання, роботи, навчання, військової служби, професійної спілки тощо), які є фінансово вразливими. На відміну від багатьох комерційних банків та інших фінансових установ, основною метою діяльності кредитної спілки є створення можливостей для громади й підтримка малого бізнесу, а не одержання надприбутку на короткострокових кредитах. Враховуючи значну роль у підтримці місцевих громад, взаємну соціальну відповідальність учасників та високий рівень фінансової інклюзії, кредитні спілки мають високий потенціал до розвитку, особливо у тих сегментах ринку, які є важливими для економіки України (наприклад, ММСБ у сільській місцевості), але через поточний фінансовий стан, дефіцит кадрів і недостатність активів мають складнощі із залученням доступного фінансування від банківських установ. Отже, стимулювання розвитку даного сегменту фінансового ринку могло б позитивно вплинути на регіональний економічний розвиток України.

Постановка проблеми. Попри тривалу історію функціонування рівень проникнення кредитних спілок на ринку України залишається невисоким (близько 1% у 2023 р., що розраховується як відношення загальної кількості членів кредитних спілок до кількості економічно активного населення), особливо у порівнянні з такими країнами, як Молдова (8,2%), Польща (5,5%), Литва (9,1%),

Велика Британія (3,6%), Ірландія (понад 100%), США (65%) та Канада (42%) [8]. Частка активів кредитних спілок на фінансовому ринку України станом на 31 грудня 2024 р. складала менш, ніж 0,05% [3]. Аналіз поточного стану і проблем функціонування даного сегменту в Україні, а також ключових трендів в розвинених країнах, має на меті узагальнити основні ризики та відповідні стратегії для активізації економічного потенціалу розвитку кредитних спілок в Україні.

Виклад основного матеріалу. З початку 2022 р. значно скоротилися загальна кількість кредитних спілок (з 278 на 31.12.2021 до 104 на 31.12.2024) та обсяг їхніх активів (2,1 млрд грн на 31.12.2021 до 1,4 млрд грн на 31.12.2024) [2, 3], що пов'язано передусім з тимчасовою окупацією частини території України, зниженням економічної активності населення, закриттям спілок через неготовність до роботи в умовах підвищених операційних ризиків. Для порівняння, в Ірландії, що є лідером в цьому сегменті, обсяг виданих спілками кредитів відображає тренд на зростання, зокрема й протягом останніх років: наприклад, з жовтня 2023 р. по вересень 2024 р. було видано понад 419,000 кредитів на суму більше 2,8 млрд євро при 5,4 млн населення (з яких близько 2,8 млн є економічно активними). На ринку споживчого кредитування Ірландії частка продуктів кредитних спілок склала 53,1% [6]. Розглянемо ключові показники діяльності кредитних спілок та обмеження, що стримують їх розвиток в Україні.

Скорочення фондування за рахунок депозитів, а також відсутність гарантування вкладів у кредитних спілках – частка депозитів в активах кредитних спілок в Україні на кінець 2023 та 2024 рр. складала близько 42%-43% (проти 66% на кінець 2020 р. та 52% на кінець 2021 р.). За даними [8] у 2023 р. в Молдові цей показник становив 61%, Польщі – 94%, Литві – близько 100%, Великі Британії – 86%, США – 83%, Канаді – 80%. Така динаміка депозитного портфеля кредитних спілок пов'язана не лише з впливом повномасштабного вторгнення і, відповідно, погіршення фінансового стану ММСБ, а й відсутністю державних гарантій щодо

зберігання коштів на рахунках спілки, на відміну від подібних гарантій ФГВФО для банків-учасників системи гарантування.

Вартість кредитування для учасників залишається високою. За даними НБУ на вересень 2024 р. середня номінальна відсоткова ставка за позиками у кредитних спілках варіювалася від 33% до 42% залежно від типу продукту [2], а середня процентна ставка за новими банківськими кредитами для домашніх домогосподарств складала близько 28% [4]. Беручи до уваги, що середньоринкові відсоткові ставки можуть бути не повністю репрезентативними, адже вартість кредитів для невеликого бізнесу та приватних підприємців суттєво варіюється залежно від низки індивідуальних характеристик (у т.ч. наявності застави або порук, цільового призначення кредиту, галузі, бізнес-моделі тощо), більш детально було розглянуто окремі фінансові продукти, що наразі пропонуються одними з найбільших фінустанов серед банків та кредитних спілок. В рамках детального аналізу було порівняно параметри беззаставного споживчого кредиту для фізичних осіб сумою 20 тис. грн на строк 24 місяці з класичною схемою погашення: в АТ «Ощадбанк» реальна річна процентна ставка склала 76,8%, а у КС «Кредитний-Союз» (найбільша кредитна спілка в Україні) – 51,1%. Хоча кредитні спілки загалом надають можливість залучення більш дешевого фінансування, ніж банки, його вартість залишається вкрай високою, особливо для сегменту ММСБ.

Діяльність кредитних спілок характеризується відносно низькою операційною ефективністю. Згідно зі статистичними даними НБУ, показник Cost-to-Income (співвідношення операційних витрат до операційного доходу) в середньому перевищував 100% [3]. Збереження прибутковості на мінімальному рівні пов'язано передусім із прибутком від розформування резервів та іншими неопераційними фінансовими результатами. Для порівняння, показник Cost-to-Income у банків в у середньому складав близько 36%-46% протягом 2024 р. [4], як представлено на Рис.1.

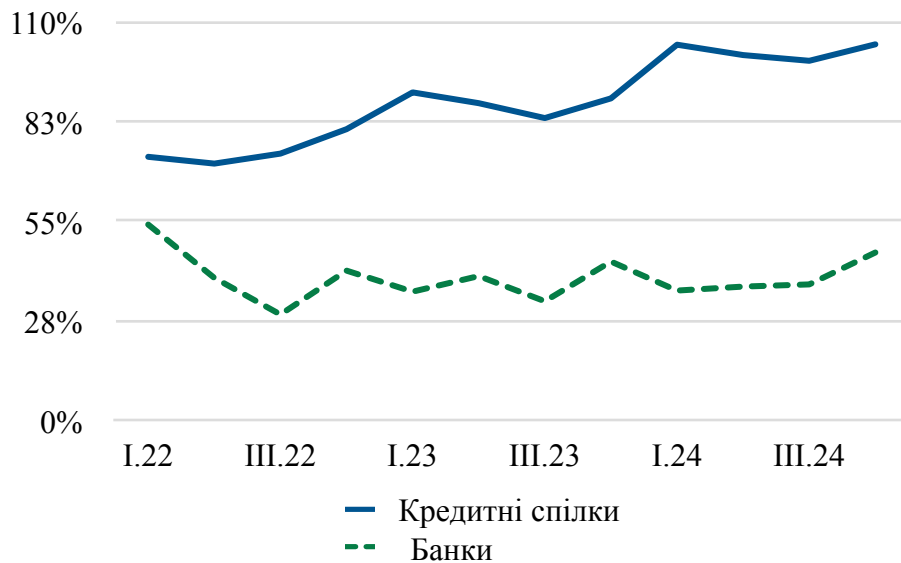


Рисунок 1. Показник операційної ефективності Cost-to-Income

Джерело: складено автором на основі [3, 4]

Ризик скорочення кількості учасників кредитних спілок. За даними [8], кількість учасників кредитних спілок в Україні поступово і суттєво знижувалася протягом останніх кількох років: 428 тис. учасників у 2020 році, 355 тис. – 2021 році, 291 тис. – 2022 році, 229 тис. – 2023 році. Навіть у розвинених країнах, зокрема США, де кредитний і депозитний портфелі спілок зростають разом із кількістю учасників (зі 125,7 млн учасників у 2020 р. до 140,6 млн у 2023 р.), спостерігаються важливі структурні зміни, що в майбутньому можуть призвести до зниження популярності даного сегменту ринку. Згідно із дослідженням [7], серед учасників спілок переважають люди середнього й старшого віку, водночас питома вага молоді знижується: середній вік члена кредитної спілки в Північній Америці складає 53 роки (при середньому віці населення у США 39 років). Водночас у кредитних спілок існує значний потенціал щодо залучення молодих поколінь: члени кредитних спілок, в середньому, краще сприймають якість своїх відносин з фінансовою установою, ніж клієнти банків; нижча вартість кредитування та відсутність такої ж кількості комісій, як у банках; індивідуальний підхід до клієнтів; підтримка громади.

З урахуванням поточних тенденцій на ринку кредитних спілок в Україні та інших обраних країнах світу (США, Ірландія тощо), було проведено SWOT-аналіз для виявлення стратегічних напрямів розвитку потенціалу кредитних спілок в Україні, як представлено у табл. 1.

Таблиця 1. SWOT-аналіз щодо потенціалу розвитку кредитних спілок в Україні

<p style="text-align: center;">Сильні сторони:</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Соціальна орієнтованість</i> на потреби громади та членів спілки, пропонуючи нижчі відсоткові ставки та комісійні платежі, процес видачі позик ґрунтується на довірі між членами спілки. • <i>Індивідуальний підхід</i>: більш персоналізовані послуги, зосереджені на розбудові якісних фінансових відносин протягом довгострокового періоду, які високо ціняться учасниками. 	<p style="text-align: center;">Слабкі сторони:</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Обмежений</i> спектр фінансових продуктів і послуг, порівняно з банками. • Серед учасників спілки зростає частка людей середнього і похилого віку, у той час як <i>інформування молоді</i> щодо послуг кредитних спілок та інтерес до участі в них є вкрай обмеженими. • Відставання від банків та фінансових компаній у <i>технологічній інфраструктурі</i>.
<p style="text-align: center;">Можливості:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Залучення <i>молодших учасників</i> за рахунок конкурентних переваг, які є важливими для молодих поколінь: соціальна відповідальність, фінансова інклюзія, персоналізація послуг, підтримка громад, конкурентні відсоткові ставки. • Розвиток <i>цифрових каналів</i> взаємодії із учасниками та потенційними клієнтами (наприклад, цифрові застосунки). • Інтеграція <i>штучного інтелекту</i> до технологічної інфраструктури (наприклад, для аналізу даних та взаємодії з користувачами мобільних застосунків). • <i>Партнерські угоди</i> з фінтех-компаніями, аутсорсинг частини операційних процесів з метою підвищення ефективності. 	<p style="text-align: center;">Загрози:</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Високий рівень конкуренції</i> із фінтех-компаніями та онлайн-банками, яким надають перевагу молоді покоління. • <i>Відсутність системи гарантування</i> стримує розвиток кредитних спілок, може призвести до відтоку учасників та скорочення бази фондування. • <i>Неефективне операційне управління</i> може призвести до ризику платоспроможності, якщо прибутковість зберігатиметься на низькому чи від'ємному рівні протягом тривалого періоду.

Джерело: складено автором з урахуванням [7]

Попри перераховані вище ризики й чинники, що обмежують розвиток кредитних спілок, протягом останніх років в Україні відбулися важливі реформи та позитивні зміни для сегменту:

1. З 1 липня 2020 р. на НБУ було передано функції регулятора ринку небанківських фінансових послуг, у т.ч. ринку кредитних спілок. НБУ запровадив низку регуляторних змін, спрямованих на підвищення вимог до платоспроможності (у т.ч. через пруденційний нагляд за нормативами капіталу й ліквідності) та системи корпоративного управління.
2. За інформацією представників Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО), наразі розглядається можливість розповсюдження системи гарантування вкладів на кредитні спілки після завершення воєнного стану. За попередніми оцінками експертів, така реформа дозволить збільшити обсяг розміщених вкладів у кредитних спілках удвічі протягом перших чотирьох років після запровадження такого гарантування [5].
3. Проєкт GROW від USAID та World Council of Credit Unions надавав фінансову підтримку учасникам партнерських кредитних спілок з метою забезпечення ліквідності й розширення доступу ММСБ до фінансування. З початку 2022 р. до 1 січня 2025 р. в рамках проєкту було видано 1 523 кредити на загальну суму 3,8 млн дол.

Висновки. Досвід низки країн демонструє, що кредитні спілки можуть відігравати вагомий роль на фінансовому ринку, зокрема у сегменті споживчого кредитування та фінансування діяльності ММСБ. Розвиток кредитних спілок є особливо важливим для фермерів, локальних підприємств та інших позичальників, які мають обмежений доступ до банківського фінансування, проте є важливими для продовольчої безпеки та економічного розвитку країни. З метою активізації потенціалу кредитних спілок та підвищення їхньої привабливості для нових учасників необхідні такі ключові стратегічні заходи: включення кредитних спілок до системи гарантування вкладів, залучення фінансування й технічної підтримки від міжнародних фінансових інституцій та донорів, цифровізація каналів взаємодії з клієнтами, запуск маркетингових кампаній для інформування населення й залучення нових учасників.

Список використаних джерел

1. Про кредитні спілки : Закон України від 14.07.2023 № 3254-IX : станом на 1 січ. 2025 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3254-20#Text>.
2. Огляд небанківського фінансового сектору, листопад 2024 року. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/oglyad-nebankivskogo-finansovogo-sektoru-listopad-2024-roku>.
3. Огляд небанківського фінансового сектору, березень 2025 року. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Nonbanking_Sector_Review_2025-03.pdf?v=12.
4. Огляд банківського сектору, лютий 2025 року. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/oglyad-bankivskogo-sektoru-lyutiy-2025-roku>.
5. Опора для бізнесу. Кредитні спілки як альтернатива банкам у кредитуванні мікро-, малого та середнього підприємництва в Україні. Forbes.ua URL: <https://forbes.ua/money/opora-dlya-biznesu-kreditni-spilki-yak-alternativa-bankam-u-kredituvanni-mikro-malogo-ta-serednogo-pidpriemnitstva-v-ukraini-12112024-24282>.
6. Financial highlights – Year to September 2024. ILCU credit union. URL: <https://www.creditunion.ie/ILCU/media/Documents/Public%20Site/ILCU/Public%20Affairs/ILCU-Financial-Highlights-Sept-2024-Final.pdf>.
7. Six imperatives for credit unions to secure their future – June 17, 2024. McKinsey. URL: <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/six-imperatives-for-credit-unions-to-secure-their-future>.
8. Statistical report – 2020, 2021, 2022, 2023. WOCCU. URL: <https://www.woccu.org/about/statreport>.

ЕФЕКТ ВИТІСНЕННЯ В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ

Ефект витіснення (crowding out) в економіці – це скорочення обсягу приватних інвестицій через активне зростання обсягу державних цінних паперів, що спричиняє зростання попиту на гроші та, відповідно, здорожчання кредитування. Переорієнтація грошових потоків в інструменти державного боргу призводить до зростання державного споживання в довгостроковому періоді, що може спричинити зменшення обсягів капітальних інвестицій у приватному секторі. Однак зростання обсягу державних інвестицій може мати й позитивний ефект на приватний сектор – **ефект накопичення (crowding in)**. Зокрема, зростання державних витрат на інфраструктурні проекти може сприяти росту продуктивності в приватному секторі, що матиме позитивний вплив на приватні інвестиції та економіку в цілому. Згідно з кейнсіанською теорією, якщо економіка перебуває нижче потенційного рівня, то зростання урядових витрат через збільшення рівня державного боргу та дефіциту бюджету може не мати негативного впливу на приватний сектор і відповідно не призводитиме до ефекту витіснення.

В літературі оцінка наявності ефекту витіснення в економіці здійснюється наступними методами:

- шляхом використання макроекономічних даних у формі часових рядів конкретної держави для побудови структурних моделей (VAR, VECM та ін.) та аналізу функцій імпульсних відгуків. Зокрема, у дослідженні Європейського Центрального банку (ЄЦБ) на основі макроекономічних даних (показників валового нагромадження капіталу, ІСЦ, ВВП, податкових надходжень та ін.) для 17 розвинених держав за допомогою VAR моделей оцінено вплив державних видатків на нагромадження капіталу [1].

- оцінки в розрізі даних окремих банків з використанням панельних даних. В дослідженнях даного типу досліджується яким є вплив зростання обсягів державних цінних паперів на кредитування, зокрема корпоративне, з урахуванням контрольних змінних.

В Україні питання оцінки наявності ефекту витіснення в економіці стало актуальним після банківської кризи 2014-2016, коли внаслідок очистки банківського сектору темпи зростання кредитування значно скоротились порівняно з обсягами зростання боргових цінних паперів на балансах банків. Незважаючи на широкий резонанс щодо даного питання, перелік досліджень на дану тему в Україні є досить обмеженим. Шпигоцька (2015) зазначає, що станом на кінець 2014 для України не був характерним ефект витіснення інвестицій оскільки за умов профіциту ліквідності розширення кредитування не відбувалось через відсутність платоспроможного попиту у зв'язку з економічною кризою[2]. Глазунов А. (2023) демонструє, що частка державних цінних паперів у активах (ОВДП та депозитних сертифікатів) має негативний вплив на обсяг нових виданих корпоративних кредитів, але лише за умов скорочення реального ВВП[3]. В. Козюк зазначає, що в Україні значною частка ОВДП є лише у активах державних банків, що є наслідком і докапіталізації цих фінустанов з боку держави, і багатьох інших проблем, зокрема пригнічення кредитування у зв'язку з кредитуванням пов'язаних осіб тощо. Натомість частка державних цінних паперів на балансах іноземних та приватних банків є співмірною з показники інших держав, що означає, що в Україні скоріш за все відсутній прямий ефект витіснення, оскільки банківська система є достатньо сегментованою [4].

Оцінка наявності ефекту витіснення в економіці України повинна враховувати поточну ситуацію в країні та динаміку макроекономічних показників. На середину 2024 року банківський сектор становить близько 75% фінансового сектору за обсягом активів і у власності комерційних банків перебуває 45% від загального обсягу ОВДП в обігу (в НБУ – 39%). Тому доцільним є перевірка

існування ефекту витіснення саме через оцінку впливу зростання частки державних цінних паперів на балансах банків на кредитування. Також через нерозвиненість фондового ринку в Україні навіть за наявності, ефект витіснення мав би обмежений вплив на приватний сектор через відсутність можливості значного відтоку коштів з акцій в державні цінні папери.

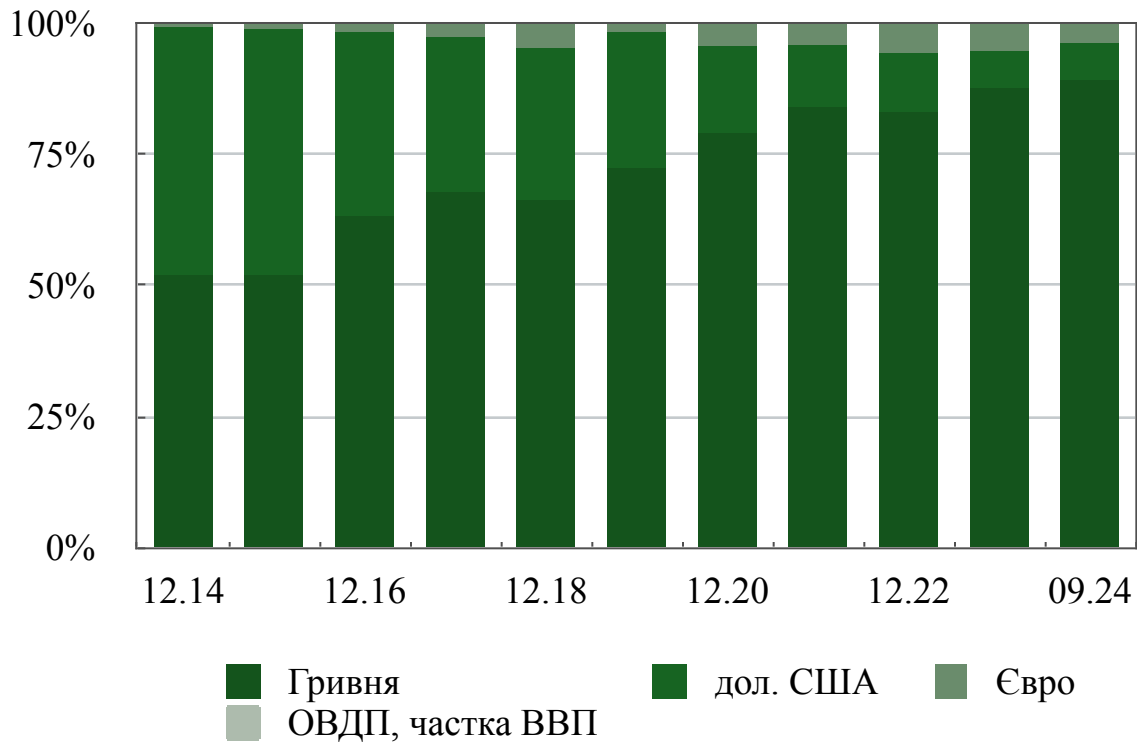


Рисунок 1. ОВДП у власності банків, в розрізі валют

Джерело: складено автором на основі [6]

Попри доволі низькі темпи зростання кредитування після 2016 року частка ОВДП в обігу до ВВП навпаки дещо скоротилась. Натомість у структурі ОВДП у власності банків частка гривневих ОВДП зросла з 50% у 2014 році до понад 90% у 2024, власне частка ОВДП до ВВП, яку тримають банки є стабільною протягом останніх 5 років і становить 9-12% ВВП. Однією з причин стагнації кредитування після 2014 року можна вважати скорочення попиту на кредити, що паралельно супроводжувалось посиленням стандартів кредитування. З 2014 року попит на кредити з боку корпорацій був більш пригніченим, ніж на споживчі кредити,

демонструючи пік зростання лише 2021 році та різко скоротившись після початку повномасштабної війни [5]. Протягом останніх 10 років стандарти схвалення кредитних заявок для корпорацій переважно були більш жорсткими, ніж для споживчих кредитів. З 2022 року обсяги кредитування скоротились, але завдяки державним програмам підтримки корпоративного кредитування («Доступні кредити 5-7-9%», кредитні гарантії) відновив зростання.

Низький рівень проникнення корпоративного кредитування (станом на 1 жовтня 2024 11% ВВП) ще протягом тривалого періоду часу залишатиме актуальною дискусію щодо можливої наявності в економіці України ефекту витіснення. При цьому основними аргументами щодо наявності даного ефекту є i) низькі темпи зростання корпоративного кредитування та ii) незначний диференціал відсоткових ставок за корпоративними кредитами та ОВДП. Натомість аргументами проти існування ефекту витіснення є i) низький попит на корпоративні кредити бізнесу, в тому числі через війну та значну частку тіньової економіки та ii) спеціалізація окремих банків на інвестиціях в державний борг. Питання оцінки ефекту витіснення потребує більш ґрунтовних досліджень.

Список використаних джерел

1. António Afonso & Miguel St.Aubyn, 2008. "Macroeconomic Rates of Return of Public and Private Investment: Crowding-in and Crowding-out Effects," Working Papers Department of Economics 2008/06, ISEG - Lisbon School of Economics and Management, Department of Economics, Universidade de Lisboa.
2. Шпигоцька Н. О. Ефект витіснення та його вплив на масштаби кредитування економіки банківською системою України. Світ фінансів. 2015. Вип. 2. С. 61–71. URL : http://nbuv.gov.ua/UJRN/svitfin_2015_2_7
3. Hlazunov, A. (2022). Determinants of Corporate Credit Growth in Ukraine: The Application of Bank Lending Survey Data. Visnyk of the National Bank of Ukraine, 254, 4–14.
4. KSEVoice: Фіскальний Левіафан держбанків чи ефект витіснення. URL: <https://kse.ua/ua/community/stories/ksevoice-fiskalniy-leviafan-derzhbankiv-chi-efekt-vitishnennya/>
5. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/opituvannya-promovi-bankivskogo-kredituvannya-i-kvartal-2025-roku><https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp>

ОСОБЛИВОСТІ ТРАНСФОРМАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ ВІЙСЬКОВИХ ДІЙ: ДОСВІД ІЗРАЇЛЮ

Вступ і актуальність дослідження. Монетарна політика є одним із елементів фінансової політики держава і вона визначає умови функціонування грошового, валютного ринку та ринку капіталів. Реалізація монетарної політики в переважній більшості країн світу спрямована на забезпечення цінової стабільності та стійкості фінансової системи. В умовах настання як внутрішніх так і зовнішніх шоків центральні банки змушені швидко адаптувати власну монетарну політику до нових економічних викликів. В умовах початку військових дій монетарна політика може зазнати суттєвої трансформації, зокрема доволі значимі зміни можуть відбутися у роботі монетарного трансмісійного механізму, що безпосередньо впливає на ефективність монетарної політики. Високорозвинені країни світу за останні десятиріччя не перебували у війнах під час яких військові дії відбувались на їх території. Тому, вони не мали практичного досвіду застосування монетарної політики в умовах військових дій. У цьому контексті досвід Ізраїлю може становити особливий інтерес, оскільки Ізраїль неодноразово стикався з необхідністю адаптації своєї монетарної політики до умов збройних конфліктів, щоб забезпечити макроекономічну стабільність та економічний розвиток.

Мета дослідження. Огляд політики Банку Ізраїлю в умовах активної фази війни з ХАМАС, яка розпочалась в жовтні 2023 року та дослідження трансформації монетарної політики Ізраїлю в цей період.

Виклад основного матеріалу. Законом про Банк Ізраїлю визначено такі цілі монетарної політики [3]:

- 1) Забезпечувати цінову стабільність.

2) Підтримувати інші економічні ініціативи уряду Ізраїлю які пов'язані із зростанням економіки, зменшенням безробіття та зменшення соціальної нерівності. Однак забезпечення ціновою стабільності є пріоритетною ціллю для Банку Ізраїлю і відповідно якщо ініціативи уряду шкодитимуть її забезпеченню, то відповідно Банк Ізраїлю не повинен їх підтримувати.

3) Забезпечувати стабільну діяльність фінансової системи

Для досягнення основної цілі центральний банк Ізраїлю застосовує режим інфляційного таргетування. Таргет інфляції встановлений, річним розміром індексу споживчих цін, який має знаходитись в цільовому діапазон від 1 до 3%. Під час реалізації монетарної політики Банк Ізраїлю застосовує такі інструменти монетарної політики [1]:

1. Процентна політика, що включає в себе зміну облікової ставки, яка виступає основним показником вартості грошей в економіці та через трансмісійний механізм впливає на інші відсоткові ставки в економіці.
2. Операції з регулювання ліквідності в банківській системі за допомогою депозитів та кредитів для комерційних банків від Банку Ізраїлю. Що є аналогом до кредитів овернайт та депозитних сертифікатів, які застосовує НБУ.
3. Валютна політика яка включає в себе валютні інтервенції на валютному ринку та операції своп. Валютні інтервенції застосовуються щоб не допустити значної ревальвації або девальвації нового ізраїльського шекелю відносно до долара. Ревальвація може негативно вплинути на експорт Ізраїлю, а девальвація в свою чергу може вплинути на пришвидшення темпів інфляції. Операції своп використовуються для забезпечення доларової ліквідності на валютному ринку.
4. Застосування норми обов'язкового резервування: для коштів на поточних рахунках у розмірі 6%, 3% - для депозитів від одного тижня до року, а для депозитів понад 1 рік банки не зобов'язані формувати резерви.
5. МАКАМ - це облігація, яка випускається Центральним банком Ізраїлю і є доступною для всіх агентів фінансового ринку.

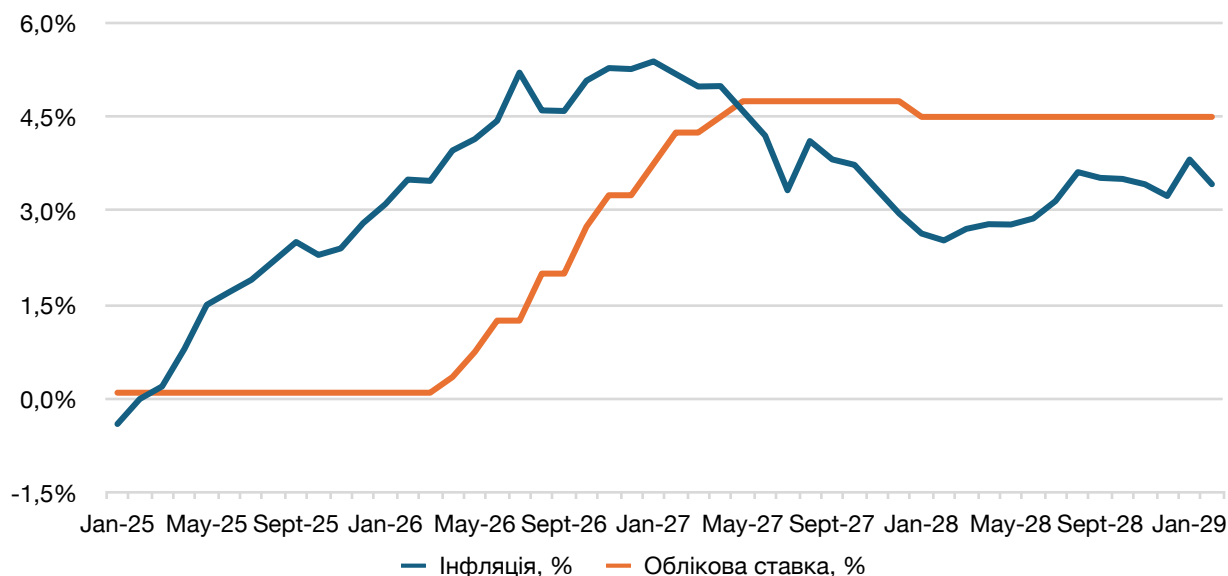


Рисунок 1. Зміна облікової ставки та інфляції в Ізраїлі з січня 2021 року до лютого 2025

Джерело: складено автором на основі [1]

У 2021 році після коронакризи економіка Ізраїлю продемонструвала зростання реального ВВП на 9,3%, в наступному році відбулось зменшення темпів зростання до 6,5%, однак воно все ще залишилось на високому рівні для порівняння середнє зростання ВВП у високорозвинених країнах за 2022 рік складало 2,9%. Профіцит поточного рахунку з 2021 року залишався на високому і стабільному рівні. З початку 2022 року рівень інфляції вийшов за межі інфляційного таргету. У квітні 2022 року Банк Ізраїлю розпочав цикл посилення процентної політики піднявши облікову ставку до 0,35%. Перед початком війни між Ізраїлем та ХАМАСОм станом на вересень 2023 року річна інфляція складала 3,8%, а облікова ставка 4,75% [4]. Банк Ізраїлю здебільшого використовував валютні інтервенції, щоб не допустити ревальвації національної валюти, завдяки чому вдалось сформувати значний обсяг золотовалютних резервів. Перед початком війни їх обсяг становив 198 млрд дол. США (майже 40% ВВП 2022 року). Окрім того, в 2022 році вперше з 1987 року виник профіцит бюджету у розмірі 0,6%, що було зумовлено зростанням податкових надходжень до бюджету. Рівень

державного боргу до ВВП у 2022 році знизився на 7,2% порівняно з 2021 роком [6].

Як видно, перед початком війни економіка Ізраїлю перебувала на доволі сильних позиціях і були створені передумови до її стійкості до зовнішніх шоків. Однак військовий конфлікт став серйозним випробуванням навіть для економіки Ізраїлю. Тому, для подолання зовнішнього шоку війни та стабілізації ситуації потребувалась реакція державних органів, зокрема Банку Ізраїлю.

Таблиця 1. Характеристика стану економіки Ізраїлю

Макроекономічний показник	2021р.	2022р.	2023р.	2024р.
Зміна реального ВВП, %	9,3%	6,5%	2%	1%
Інфляція на кінець року, %	2,8%	5,3%	3%	3,2%
Облікова ставка на кінець року, %	0,1%	3,25%	4,75%	4,5%
Золотовалютні резерви, млрд дол. США	213	194	205	217*
Державний борг, у % від ВВП	67,9%	60,7%	61,3%	69
Дефіцит державного бюджету, у % від ВВП	-4,5%	0,6%	-4,2%	-6,9%
Рахунок поточних операція, млрд дол. США	16,2	17,4	18,9	17,1

Джерело: складено автором на основі [1], [4],[9]

Першочерговим завданням для Банку Ізраїлю на початку війни було не допустити паніки та краху фінансового ринку. В перший робочий день Банк Ізраїлю, оголосив про готовність продати 30 мільярдів дол. США, щоб стабілізувати ситуацію на валютному ринку. Такі дії були спрямовані на те, щоб задовольнити попит на валюту та не допустити девальвації національної валюти. За жовтень Банк Ізраїлю здійснив інтервенції на суму близько 8,2 млрд дол, а в листопаді 338 млн дол. США. Це дозволило стабілізувати обмінний курс національної валюти. І вже в грудні банку Ізраїлю купив валюти на суму 700 млн дол. США. Завдяки діям Банк Ізраїлю на кінець жовтня 2023 девальвація відбулась тільки на 4% порівняно з 6 жовтням 2023 року [10].

Була запроваджена програма по відтермінування платежів за кредитами терміном на 3 місяці, а в кінці дії терміну програми її подовжували ще на три місяці аж до грудня 2024 року. Станом на кінець серпня 2024 року було відтерміновано близько 460 тис. кредитів на загальну суму близько 2,4 млрд дол. США. Близько 40% від цієї суми було відтерміновано домогосподарствами, а решту – бізнесу [8].

Також Банк Ізраїлю запустив програму підтримки малого та середнього бізнесу, який постраждав від війни і дохід яких впав на 25% протягом одного з календарних місяців (жовтень, листопад, грудень 2023 року). Банк Ізраїлю надавав кредити комерційним банкам на термін 2-3 роки, за ставкою, яка на 1,5% менша за облікову ставку, за умови що банки нададуть позики малому та середньому бізнесу за низькими ставками. Програма передбачала надання кредитів на суму 2,6 млрд дол. США. Програма діяла до січня 2024 року, нею скористались 22 тисячі малих та середніх підприємств та отримали кредити на суму близько 2,1 млрд дол. США [11].

Протягом перших трьох місяців Банк Ізраїлю залишав облікову ставку без змін. В кінці 2023 року сформувався передумови до зниження облікової ставки. Інфляція на кінець року досягла інфляційного таргету, а завдяки валютній політиці вдалось не допустити девальвації нового ізраїльського шекелю і на кінець року курс долара до шекелю був на 6% нижче ніж до початку війни. У січні 2024 року Банк Ізраїлю знизив облікову ставку на 0,25%

За підсумками 2023 року реальний ВВП зріс на 2%. А в 2024 році зростання сповільнилось до 1%. Таке падіння зростання ВВП може пояснюватися зменшенням інвестицій та експорту. Інвестиції скоротилися на 5,9% у 2024 році. Експорт товарів і послуг впав на 5,6% у 2024 році. Зростання економіки забезпечувалось завдяки збільшенню державних видатків [5]. Профіцит рахунку поточних операцій залишався на високому рівні, однак порівняно з 2023 роком він знизився на 1,9 млрд дол. США.

У серпні 2024 року інфляція вийшла за межі таргету інфляції та до кінця року, зберігалась за його межами і станом на грудень 2024 року річна інфляція становила 3,2%. Причинами інфляції є зростання вартості цін на житло, вартості продуктів харчування, та поїздок за кордон, відсутність палестинських робітників в будівельній та сільськогосподарській промисловості [2]. В 2025 році було підвищено ПДВ з 17 до 18%, що додатково виступатиме проінфляційним фактором. Зростання інфляції та геополітична невизначеність призвели до того що Банк Ізраїлю продовжив впровадження рестрекативної монетарної політики та утримував облікову ставку на рівні 4,5% до кінця 2024 року. Після стабілізації ситуації на валютному ринку Банк Ізраїлю перейшов до відновлення та накопичення золотовалютних резервів і станом на листопад 2024 року вони становили 217 млрд дол. США перевищивши довоєнні показники. Дефіцит державного боргу в 2024 становив 6,9%, а рівень боргу до ВВП зріс до 69%, що пояснюється збільшенням державних видатків на оборону, евакуацію громадян та оплату проживання евакуйованих в готелях [9].

Висновки. Перед початком військового конфлікту економіка Ізраїлю знаходилась у відносно сильній позиції, що дозволило Банку Ізраїлю використати різноманітні інструменти для стабілізації ситуації. Трансформація монетарної політики відбувалась в наступні етапи: стабілізаційні дій, що включало застосування валютних інтервенцій, підтримка населення та бізнесу, який міг найбільше постраждати від війни, це включало впровадження програм з підтримки бізнесу та відтермінування кредитів для населення та бізнесу, повернення до довоєнної монетарної політики, яка полягала в перегляді облікової ставки та накопичення золотовалютних резервів. Гнучкість інструментів інфляційного таргетування, дозволила Банку Ізраїлю в перші місяці війни зосередитись на стабілізації валютного ринку. Приклад Ізраїлю демонструє важливість накопичення значних золотовалютних резервів, які дозволять стабілізувати ситуацію на валютному ринку у разі зовнішніх шоків. Ключовими

викликами в економіці залишаються високі темпи інфляції, які перевищують інфляційну ціль, уповільнення темпів економічного зростання та збільшення співвідношення боргу до ВВП.

Список використаних джерел

1. Home Page | בנק ישראל - הבנק המרכזי של ישראל. דף הבית | בנק ישראל - הבנק המרכזי של ישראל. URL: <https://www.boi.org.il/en/>
2. Wrobel S. Israeli inflation picks up more than forecast as travel costs and home prices soar. The Times of Israel. URL: <https://www.timesofisrael.com/israeli-inflation-picks-up-more-than-forecast-as-travel-costs-and-home-prices-soar/>
3. Israeli monetary policy – past and present - Czech National Bank. Česká národní banka. URL: https://www.cnb.cz/en/about_cnb/cnblog/Israeli-monetary-policy-past-and-present/
4. Bank of Israel Annual Report 2023 | בנק ישראל - הבנק המרכזי של ישראל. דף הבית | בנק ישראל - הבנק המרכזי של ישראל. URL: <https://boi.org.il/en/communication-and-publications/regular-publications/bank-of-israel-annual-report/bank-of-israel-annual-report-2023/>
5. Wrobel S. Israeli economy grew 1% as spending on war effort rose, exports and investment fell. The Times of Israel. URL: <https://www.timesofisrael.com/israeli-inflation-picks-up-more-than-forecast-as-travel-costs-and-home-prices-soar/>
6. Wrobel S. For first time in 35 years, Israel posts budget surplus driven by higher tax revenue. The Times of Israel. URL: <https://www.timesofisrael.com/israeli-inflation-picks-up-more-than-forecast-as-travel-costs-and-home-prices-soar/>
7. Monetary Policy Report Second Half of 2024 | בנק ישראל - הבנק המרכזי של ישראל. דף הבית | בנק ישראל - הבנק המרכזי של ישראל. URL: <https://www.boi.org.il/en/communication-and-publications/regular-publications/monetary-policy-reports/monetary-policy-report-second-half-of-2024/>
8. Monetary Policy Report First Half of 2024 | בנק ישראל - הבנק המרכזי של ישראל. דף הבית | בנק ישראל - הבנק המרכזי של ישראל. URL: <https://www.boi.org.il/en/communication-and-publications/regular-publications/monetary-policy-reports/monetary-policy-report-first-half-of-2024/>
9. Ministry of Finance. URL: https://www.gov.il/en/departments/ministry_of_finance/govil-landing-page
10. Monetary Policy Report Second Half of 2023 | בנק ישראל - הבנק המרכזי של ישראל. דף הבית | בנק ישראל - הבנק המרכזי של ישראל. URL: <https://www.boi.org.il/en/communication-and-publications/regular-publications/monetary-policy-reports/monetary-policy-report-second-half-of-2023/>
11. Scheer S. Bank of Israel to help banks maintain credit flow to small companies. Reuters. URL: <https://www.reuters.com/world/middle-east/bank-israel-help-banks-maintain-credit-flow-small-companies-2023-11-06/>

ЯК ХЛІБ КЕРУЄ ЕКОНОМІКОЮ?

1,37 млрд одиниць хліба. Стільки споживає населення світу за день. [1]

В середньому українець щодня їсть 200 гр хліба. Це майже 1,5 кг на тиждень. Це 42 кг на місяць. Це пів тони на рік. Це приблизно 1,25 мільярда калорій.

Останній факт можна було б і не уточнювати, проте й без нього зрозуміло, що ці цифри не малі. Тож що спонукає нас давати таку владу хлібові і як він нею користується?

1. **Bread habilis – bread erectus – bread sapiens**

Перший хліб був випечений більше 6 тисяч років тому. Тоді його робили не зі злаків, а з жолудів або горіхів, ну або з того, що плодило. Ще до появи ринку, хліб став платіжним засобом, за часів бартерних відносин цінність хліба почала набувати все більших охоплень. Не маленьку роль у цьому зіграла релігія, через розповсюдження вірувань у даровність і Богоданність цього символу. У Візантії пекарі звільнялись від державних повинностей, у Римській Імперії раб, який знався на хлібі, коштував в 10 разів дорожче за гладіатора.

Так поступово хліб увійшов у базовий споживчий кошик, став одним із індикаторів дослідження економічних процесів (хлібна інфляція 2023-2025 рр. наведена нижче) і зараз навіть стоїть поряд із молоком як товар першої необхідності. Проте, на жаль, не так багато зразків хліба, який можна впевнено занести в цю категорію без остраху ожиріння населення, пропонують у супермаркетах. Але все більше набуває поширення культура хліба, і от на полицях починають з'являться bread sapiens sapiens, до яких тяжіє клієнт через нецінові детермінанти попиту, через цінність і якість, закладений не просто у джерело швидких вуглеводів, а у продукт естетико- й гастро- задоволення.

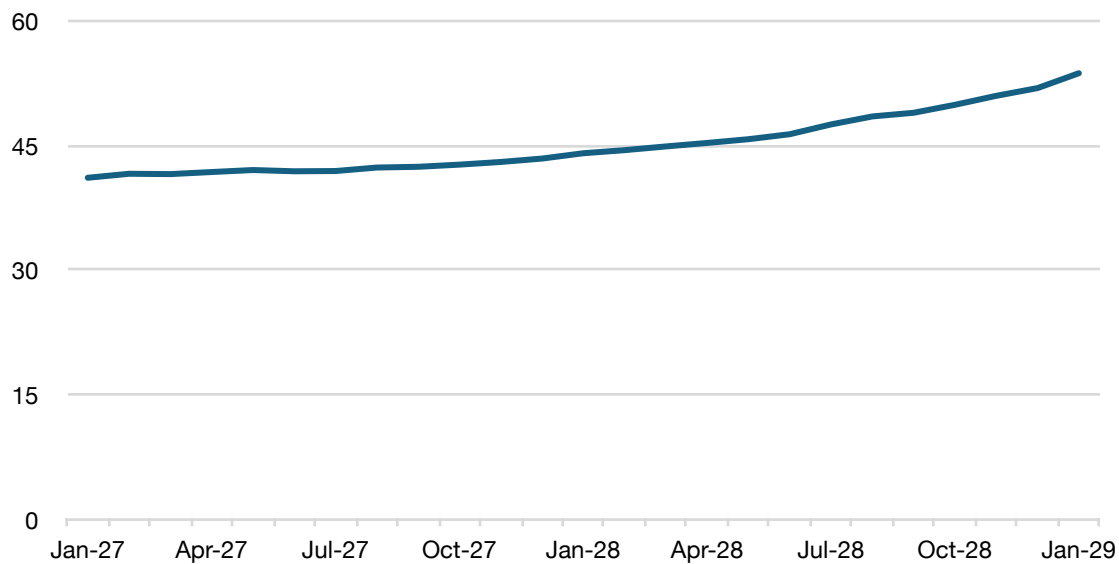


Рисунок 1. Середні ціни на хліб пшеничний з борошна вищого гатунку з січня 2023 по січень 2025 (грн /кг)

Джерело: Дані Міністерства фінансів України <https://ukrstat.gov.ua>

2. Що таке культура хліба, і як вона збільшує ВВП на душу населення.

Ще з язичницьких часів у обрядовій культурі українців хліб став символом життя. Але після промислової революції, урбанізації і розростання масового виробництва наші рецептори поступово стали звикати до «хлібу», у складі якого ніколи не побачиш диких дріжджів, якому невідомі процеси довгої ферментації і автолізу. Так наш українській хліб почав губити свої унікальні властивості, проте ХХІ століття подарувало ринку те, до чого зараз поціновувачі якості й користі заохочують все більші прошарки населення. Поділ став хлібною столицею, а Харків заповнив вітрини «Культурою хліба».

Україна має величезний ресурсний потенціал, що й насичує турбулентністю геополітичних перепитій наш край зі століття в століття, з війни у війну. Тож однією з найкритичніших потреб для нас є створення шляху, який зміг би подовжити багаторічну путь переробки сировини до кінцевого продукту. І якщо видобуток вугілля, металу та газу чи автомобілебудування куди складніше адаптувати під повний ланцюжок створення доданої вартості в межах України, то з

виробництвом хлібу «від лану до столу» вже є чудові приклади успішного каскадного створення доданої вартості. Наприклад, не так давно відкрита «MarchukХліб» - пекарня третьої хвилі з власним млином. Повне поглинання в процес від вирощення манітоби, помолу борошна до випікання виробів на Межигірський.

Після припинення бойових дій на наших теренах, однією із поплатних галузей може стати рекреаційний відпочинок і туризм, оскільки наша спадщина ще з 2022 почала викликати інтерес у культурних дослідників. Хліб є одним із перших у асоціативному ряді гастродослідження України і як окремий елемент, і як невід’ємна частина будь-якого частування. Саме тому в ньому криється потенціал розповсюдження ідейності українства світом.

Агрокомплекс займає третє місце в економіці України після надання послуг і промислового секторів за часткою внеску у ВВП – що як не сільське господарство має стимулювати підтримку традиційно усталеної ролі країни як «житниці Європи».

3. Системоутворюючі хлібопекарські підприємства. Або хлібні індикатори натхнення економіки.

Розташування є одним із пріоритетних чинників при плануванні підприємства, особливо готельно-ресторанного бізнесу. Але хліб є настільки функціонально незалежною, екзогенною величиною, що спроможний будувати навколо себе не лише культуру, а й міста.

«Чайка» в Рівному – пекарня, що не стала простором, а створила простір навколо. Задала стиль, темп і кураж району навколо, оживила вулицю, збагатила людей і місто, надала нове дихання. Всі ці метафори зжимаються до одного фінансово-економічного явища – хвиля підприємницької активності. Це споживчий попит створений пропозицією.

«Булка» в Запоріжжі – як Котляревський започаткував нову українську літературну мову, започаткували нову українську випічку із південно-східною

говіркою. Перший справжній круасан й тартін на заквасці на сніданок перестали бути елементом розкоші, а стали елементом свідомості. Тієї свідомості, що породжує такий цінний для вітчизняного виробництва протекціонізм населення. Він є також одним із факторів-запоруки економічного зростання. Не протекціонізм часів раннього меркантилізму, не протекціонізм політики завищених мит Трампа, а свідомий і самовільний вибір українського, крафтового, усвідомлення його цінності, розуміння шляху грошового обігу всередині країни.

Bakehouse в Гаражі – місце посеред промислового похмурого Подолу, з величезним преїскурантом на утримання приміщення й трансакційні витрати. Але через відважність та відданість ідеї став місцем усамітнення й єднання із чистим, локальним, якісним, насиченим, не винятковим – але таким заманливим. Приклад співдружньої коаліції органіки й крафту. Абсолютно системоутворюючий простір, що подарував індустріальному району запах спельтового й гречаного.

І це лише одні з. З тих вже багатьох, а надалі ще більших, хто щодня робить внесок у державний бюджет і ВВП на душу населення України своєю сродною працею і достатньою свідомістю, яка зрештою і має стати головною запорукою економічного дива України.

Список використаних джерел

1. Дослідження ринку пшеничного хліба та прісних борошняних виробів України. URL: <https://pro-consulting.ua/ua/issledovanie-rynka/issledovanie-rynka-pshenichnogo-hleba-i-presnyh-muchnyh-izdelij-ukrainy-2019-2020-gg>
2. Державна служба статистики України URL: <https://ukrstat.gov.ua>
3. Хліб: історія і сучасність URL: <https://gk-press.if.ua/x16217/>
4. Сторінки хлібних натхненників. URL: https://www.instagram.com/marchuk_khlib?igsh=MWRtamZweDI2OTM0Mg==
5. Пекарня Булка. URL: <https://www.instagram.com/bulka.ua?igsh=MXd2NHB2ZXZwcXVmMA==>
6. Пекарня Чайка. URL: <https://www.instagram.com/chaika.rivne?igsh=YXppcWZwZTl4bmgx>
7. Bakehouse. Українська пекарня. URL: https://www.instagram.com/bakehouse_bh?igsh=OGtoMjFraHg5ZW5o

ФОНДОВИЙ РИНОК УКРАЇНИ: СТАН, ПРОБЛЕМИ ТА ШЛЯХИ ДО ЕФЕКТИВНОЇ ТРАНСФОРМАЦІЇ

Фондовий ринок України залишається одним із найменш розвинених серед фінансових інституцій країни, що значною мірою обумовлено структурними проблемами, недостатньою ліквідністю та обмеженим використанням сучасних фінансових інструментів. Його поточний стан характеризується домінуванням боргових інструментів, передусім державних облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), що є свідченням залежності ринку від державного регулювання та слабого розвитку корпоративного сектора. Високий рівень залучення державних облігацій створює ситуацію, за якої уряд фактично є основним бенефіціаром фондового ринку, тоді як корпоративні акції та облігації залишаються не популярними інструментами, що обмежує потенціал розвитку підприємств та їхню здатність залучати довгостроковий капітал.

Структура ринку фінансових інструментів свідчить про його невисоку диверсифікацію, що є типовою ознакою країн із низьким рівнем розвитку фондового ринку. Протягом останніх років спостерігається стабільно висока частка державних облігацій, яка коливається в межах 72–78% загального обсягу торгів, тоді як корпоративні облігації становлять не більше 10% від загального ринку. Це є свідченням слабкої залученості підприємств у ринкові механізми фінансування, що обмежує їхні можливості для залучення інвестицій. Водночас частка акцій залишається на рівні 9–11%, що свідчить про низький рівень розвитку ринку акціонерного капіталу та відсутність ефективно системи підтримки ІРО українських компаній. Малопоширеними залишаються інші фінансові інструменти, такі як біржові фонди (ETF), похідні фінансові інструменти та інвестиційні фонди, що є наслідком обмеженої правової бази, відсутності необхідної біржової інфраструктури та недостатнього рівня фінансової

грамотності інвесторів [2]. Для більш глибокого аналізу наведено динаміку основних індикаторів ринку за останні п'ять років в Таблиці 1.

Таблиця 1. Динаміка основних показників фондового ринку України, 2020-2024

Рік	Капіталізація ринку (млрд доларів)	Обсяг торгів (млрд доларів)	Іноземні інвестиції (млрд доларів)
2020	30	4.5	1.8
2021	38	6.1	2.7
2022	22	3.0	1.1
2023	25	3.5	1.3

Джерело: побудовано автором на основі даних з джерел [3]

Динаміка фондового ринку України вказує на суттєве зниження його основних показників після 2021 року. Зокрема, у 2022 році через повномасштабне вторгнення та економічну кризу відбулося різке падіння капіталізації ринку, що скоротилася до 22 млрд доларів порівняно з 38 млрд доларів у 2021 році. Обсяг торгів також зазнав суттєвого скорочення, знизившись із 6,1 млрд доларів у 2021 році до 3,0 млрд доларів у 2022 році. Це свідчить про значну втрату довіри до ринку як із боку внутрішніх, так і зовнішніх інвесторів. Іноземні інвестиції, які є важливим показником привабливості фондового ринку, також зазнали значного скорочення: якщо у 2021 році їхній обсяг становив 2,7 млрд доларів, то у 2022 році цей показник знизився до 1,1 млрд доларів, що стало найнижчим рівнем за останні роки. [3]

Незважаючи на кризові явища, у 2023–2024 роках відзначається певне відновлення ринку, що можна пояснити стабілізацією економічної ситуації, адаптацією фінансових інституцій до нових умов та впровадженням державних заходів для підтримки інвесторів. Проте темпи цього відновлення залишаються недостатніми для повернення до рівня 2020-2021 років. Відсутність довгострокових інструментів для фінансування підприємств, низька ліквідність фондового ринку та недостатня диверсифікація його фінансових інструментів

перешкоджають подальшому розвитку сектору та створюють ризики його стагнації.

Низька привабливість фондового ринку України для іноземних інвесторів обумовлена сукупністю структурних, економічних та регуляторних факторів. Відсутність ефективних механізмів захисту інвесторів, макроекономічна нестабільність та валютні ризики створюють значні перешкоди для притоку міжнародного капіталу. Основні причини низької інвестиційної активності на фондовому ринку України представлені в Таблиці 2.

Таблиця 2. Причини низької привабливості фондового ринку України для іноземних інвесторів

Фактор	Вплив на інвесторів
Відсутність ефективного правового захисту	Підвищені ризики втрати капіталу
Макроекономічна нестабільність	Нестабільний курс національної валюти та висока інфляція
Обмежений доступ до фондового ринку	Відсутність прозорих механізмів входу на ринок
Відтік капіталу через валютні ризики	Складність репатріації доходів
Низький рівень корпоративного управління	Низька довіра до українських компаній
Обмежене використання сучасних фінансових інструментів	Обмежені можливості диверсифікації активів

Джерело: побудовано автором на основі даних з джерел [4, 5]

Аналіз наведених факторів свідчить про наявність системних бар'єрів, які обмежують участь іноземних інвесторів у фондовому ринку України. Ключовою проблемою, яка перешкоджає залученню міжнародного капіталу, є низький рівень правового захисту інвесторів. Незважаючи на численні спроби реформування законодавства, в Україні досі існують серйозні ризики, пов'язані з відсутністю ефективної судової системи, недостатньою прозорістю корпоративного управління та високим рівнем корупції. Це створює невизначеність для міжнародних інвесторів, які воліють вкладати капітал у більш стабільні фінансові системи. Багато українських компаній віддають перевагу реєстрації на міжнародних ринках

капіталу замість виходу на українську біржу, що ще більше ускладнює розвиток внутрішнього фондового ринку.

Подальший розвиток фондового ринку України потребує комплексних реформ, спрямованих на усунення існуючих структурних дисбалансів, покращення регуляторного середовища та підвищення інвестиційної привабливості. Впровадження заходів, орієнтованих на розширення доступу підприємств до ринку капіталу, стимулювання інвесторів та розвиток нових фінансових інструментів, дозволить забезпечити стійке зростання ринку. Розглянути основні напрями реформування фондового ринку України (Табл. 3).

Таблиця 3. Потенційні напрями реформування фондового ринку України

Напрямок реформ	Очікуваний ефект
Розвиток корпоративного управління	Підвищення прозорості та довіри інвесторів
Розширення можливостей лістингу для підприємств	Покращення доступу до ринку капіталу
Залучення іноземних інвесторів через регуляторні реформи	Збільшення обсягу міжнародного капіталу
Створення сучасних фінансових інструментів	Диверсифікація активів і підвищення ліквідності
Стимулювання роздрібного інвестування	Розширення кола учасників ринку

Джерело: побудовано автором на основі даних з джерел [4, 5]

Аналіз запропонованих напрямів реформування фондового ринку України свідчить про необхідність комплексного підходу до подолання ключових проблем, що обмежують його розвиток. Одним із першочергових завдань є розширення можливостей для лістингу компаній, зокрема шляхом створення спеціальних умов для малих і середніх підприємств, що дозволить їм залучати фінансування через публічні пропозиції акцій. Важливим напрямом є розвиток корпоративного управління та забезпечення прозорості фінансової звітності, що сприятиме підвищенню довіри інвесторів та зменшенню ризиків. Додатковим стимулом для

розвитку ринку може стати спрощення доступу іноземних інвесторів, включаючи зниження бюрократичних бар'єрів та гармонізацію регуляторних вимог із міжнародними стандартами.

Особливу увагу слід приділити створенню сучасних фінансових інструментів, які сприятимуть диверсифікації ринку та підвищенню його ліквідності. Розвиток біржових фондів (ETF), ф'ючерсних контрактів та опціонів може забезпечити додаткові можливості для інвесторів і сприяти залученню нових учасників.

Загалом фондовий ринок України знаходиться у складній ситуації, що потребує глибоких реформ та активної підтримки з боку держави. Його розвиток неможливий без створення сприятливого макроекономічного середовища, підвищення рівня корпоративного управління та впровадження нових фінансових механізмів. Залучення міжнародних інвесторів є ключовим фактором для довгострокового розвитку ринку, що вимагає покращення регуляторного клімату та впровадження ефективних механізмів захисту прав власності. Якщо ці заходи будуть реалізовані, фондовий ринок зможе відігравати більш значущу роль у фінансовій системі України, забезпечуючи стабільність та довгострокове економічне зростання.

Список використаних джерел

1. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV. Відомості Верховної Ради України. 2006. № 31. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/348015> (дата звернення: 17.03.2025).
2. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР. Відомості Верховної Ради України. 1996. № 51. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-вр> (дата звернення: 17.03.2025).
3. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України. Офіційний сайт. URL: <https://www.nssmc.gov.ua> (дата звернення: 17.03.2025).
4. Українська біржа. Статистика фондового ринку. URL: <https://www.ux.ua> (дата звернення: 17.03.2025).
5. Гринчишин Я. В., Козаченко Г. В. Ринок цінних паперів в Україні: проблеми та перспективи розвитку. Фінансовий простір. 2023. № 4. С. 56–68.

«ІНВЕСТИЦІЙНА ПРИВАБЛИВІСТЬ УКРАЇНИ: СТАН, ЧИННИКИ ВПЛИВУ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ПОВОЄННОГО ВІДНОВЛЕННЯ»

Інвестиційний клімат є ключовим чинником економічного розвитку, оскільки доступність капіталу визначає темпи зростання ВВП, зайнятість і стабільність. Для України, яка активно впроваджує реформи відповідно до стандартів ЄС та міжнародних організацій (ЄБРР, МВФ), аналіз інвестиційної привабливості дозволяє оцінити успішність цих змін та виявити нормативні недоліки [1].

Повоєнне відновлення України потребуватиме значних внутрішніх і зовнішніх інвестицій. За оцінкою Світового банку (2024), необхідні вкладення становлять щонайменше 486 млрд дол. [1]. Дослідження стану інвестиційного клімату важливе для розробки стратегій залучення приватного капіталу й підтримки інновацій.

В умовах глобальної конкуренції за інвестиції Україні необхідно активно покращувати умови для інвесторів у таких сферах, як енергетика, АПК та ІТ-сектор [2]. Міжнародні партнери (ЄБРР, OECD) рекомендують підвищувати прозорість і спрощувати регуляторні процедури. Системний аналіз бар'єрів і стимулів для інвестицій дає змогу сформулювати ефективні заходи з подолання корупції та покращення бізнес-клімату [1, 2].

Отже, детальне вивчення інвестиційного клімату України є необхідною основою для розробки політики повоєнного економічного відновлення та підвищення конкурентоспроможності на світових ринках.

На початку повномасштабних бойових дій (лютий 2022) інвестиції були масово заморожені або відкладені. У другій половині року ситуація стабілізувалася, створивши умови для поступового відновлення інвестицій у сільському господарстві, ІТ та окремих сферах послуг [3, 4]. У 2023 році притік ПІІ зріс на 20–25% порівняно з мінімумами 2022 року (за оцінками НБУ),

переважно завдяки АПК, ІТ, логістиці та фінансовим послугам. Важливу роль зіграла державна та міжнародна підтримка (зокрема механізми страхування військових ризиків через MIGA). У 2024 році інвестиційна активність помітно поживалась, збільшившись ще на 30%, хоча загальний рівень залишається нижчим за довоєнний (2019–2021 рр.). Машинобудування та важка промисловість відновлюються повільніше через військові ризики та низький внутрішній попит. Динаміку ПІІ наведено на графіку.

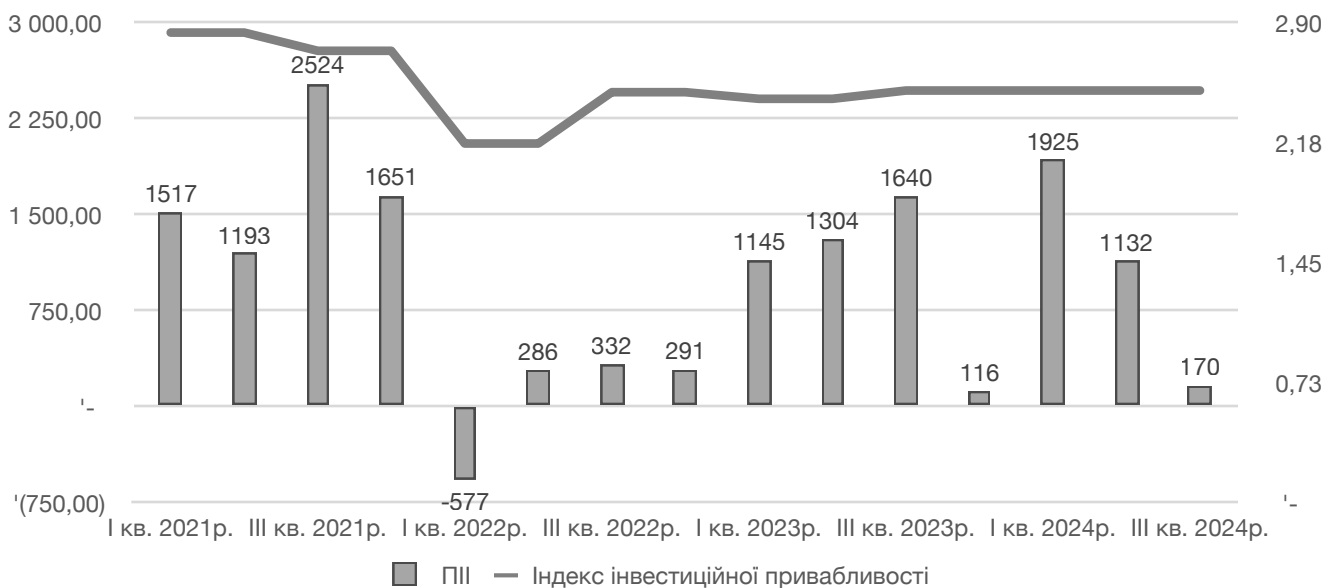


Рисунок 1. Динаміка ПІІ та індекс інвестиційної привабливості.

Джерело: побудовано автором на даних з джерел [5, 6, 7]

Структура прямих іноземних інвестицій упродовж 2022–2023 років продемонструвала високу привабливість агропромислового сектору завдяки його експортному потенціалу та стабільному попиту на продовольство, а також збереження лідерських позицій ІТ і телеком-галузі, що виграє завдяки можливості дистанційної роботи та меншому впливу фізичних ризиків.

Основні фактори впливу на інвестиційну привабливість України

Міжнародні інвестиції, зокрема прямі іноземні інвестиції (ПІІ), суттєво впливають на економічне зростання, розвиток технологій та рівень зайнятості.

Водночас рішення про вкладення капіталу в тій чи іншій країні залежить від комплексу чинників, які формують бізнес-середовище та впливають на потенційні ризики й прибутковість проєктів [7].

Основними чинниками є:

- **Правове середовище та захист прав власності**
- Політична стабільність і прозорість
- Макроекономічна стабільність
- **Податкова політика та інвестиційні стимули**
- **Рівень розвитку фінансової системи**
- Вартість та кваліфікація робочої сили
- Доступ до сировини та енергоресурсів
- Якість транспортної та логістичної інфраструктури
- Рівень освіти й інноваційний потенціал
- Угоди про вільну торгівлю та міжнародна інтеграція

Не на всі чинники під час війни можна ефективно впливати, однак Україна має низку базових переваг, які можна швидко використати для підвищення інвестиційної привабливості: невисока вартість кваліфікованої робочої, значні аграрні ресурси, поклади корисних копалин, потужні науково-технічні школи й університети як основа для високотехнологічних проєктів

Фактори, які можна швидко покращити:

- Податкова політика та інвестиційні стимули
- Регуляторне середовище та захист прав власності
- Рівень розвитку фінансової системи

Наукові дослідження [8–13] підтверджують значний зворотний зв'язок між податковим навантаженням та обсягами прямих іноземних інвестицій (ПІІ). Мета-аналіз De Mooij та Ederveen (2003) [10] показав середню еластичність -3.3, тобто навіть незначне зниження корпоративних податків істотно збільшує ПІІ. Подібні результати отримали Djankov та ін. (2010) [11], встановивши еластичність від -1.8 до -3.5, та Feld і Heckemeyer (2011) [12], які визначили показник на рівні -2.5.

Дані з перехідних економік, зокрема України (Сергієнко, 2020) [8] та країн Центрально-Східної Європи (Коваль, 2019) [9], також підтверджують позитивний ефект від зниження податків з еластичністю від -0.3 до -2.0. Загалом, зменшення ставки податку на прибуток на 1% може спричинити приріст інвестицій на 2–3%. Таким чином, податкова політика є ефективним інструментом залучення ПІІ навіть за умов недосконалого інституційного середовища.

За звітом Європарламенту (2023) [14], податкове навантаження (ПН) у країнах Європи розподілено таким чином.

Таблиця 1. Податкове навантаження у країнах Європи 2023

Країна	ПН, %	Країна	ПН, %	Країна	ПН, %
Франція	46,20	Нідерланди	38,50	Словаччина	34,90
Бельгія	43,30	Люксембург	38,40	Польща	34,50
Австрія	43,20	Іспанія	37,70	Україна	33,40
Фінляндія	43,00	Словенія	37,50	Естонія	32,90
Італія	42,70	Хорватія	37,00	Литва	31,60
Данія	41,90	Кіпр	36,50	Болгарія	31,10
Швеція	41,80	Португалія*	36,00	Латвія	30,30
Греція	41,20	Чехія	35,30	Мальта	29,00
Німеччина	40,80	Угорщина	35,10	Румунія	26,80
				Ірландія	20,90

Джерело: побудовано автором на даних з джерел [14]

Україна з податковим навантаженням 33,4% посідає середню позицію серед європейських країн, поступаючись Франції (46,2%) та Бельгії (43,3%). В умовах бюрократії, корупції та воєнного стану зниження податків могло б суттєво підвищити інвестиційну привабливість країни на фоні конкуренції з сусідами з Центральної та Східної Європи.

Аналіз демонструє зворотну залежність між ставкою податку на прибуток і обсягом ПІІ: зниження ставки на 1% здатне збільшити притік інвестицій на 2–3%.

Оскільки в 2023 році доходи від цього податку склали близько 4,3 млрд Долл. США, а ПП — 4,2 млрд Долл. США, доцільно експериментально знизити ставку на 1% для стимулювання інвестицій. Це може позитивно вплинути на економічну активність, зменшити частку тіньової економіки (23,8% ВВП за оцінками НБУ) та в довгостроковій перспективі розширити податкову базу й збільшити бюджетні надходження.

Висновки:

1. Інвестиційний клімат України вимагає суттєвого покращення для забезпечення ефективного повоєнного відновлення, на яке, за оцінками Світового Банку, потрібно щонайменше 486 млрд доларів США.
2. Попри негативний вплив війни, у 2023-2024 роках спостерігається позитивна динаміка прямих іноземних інвестицій.
3. Найпривабливішими для інвесторів залишаються агропромисловий комплекс, IT-сектор, логістика та фінансові послуги, а основними інвесторами є країни ЄС.
4. Україна має конкурентні переваги у вигляді кваліфікованої робочої сили, аграрних ресурсів та науково-технічного потенціалу.
5. Зниження податкового навантаження є ефективним інструментом для збільшення інвестиційної привабливості, оскільки зменшення ставки податку на прибуток на 1% може призвести до зростання ПП на 2-3%.
6. При податковому навантаженні 33,4% Україна займає середню позицію серед європейських країн, що дає простір для маневру.
7. Зниження податкової ставки на прибуток підприємств може не лише стимулювати інвестиції, але й сприяти детінізації економіки, яка за оцінками НБУ складає 23,8% від ВВП.
8. Необхідно покращити регуляторне середовище та захист прав власності через прискорення судової та антикорупційної реформ, а також запровадження електронних сервісів для бізнесу, що суттєво підвищить довіру інвесторів.

Список використаних джерел

1. Світовий банк. Ukraine Recovery and Reconstruction Needs: Updated Damage and Needs Assessment. URL: <https://www.worldbank.org/en/country/ukraine>
2. Європейський банк реконструкції та розвитку. Transition Report 2022-23: Business Unusual. URL: <https://www.ebrd.com/transition-report>
3. OECD. OECD Investment Policy Reviews: Ukraine. URL: <https://www.oecd.org/investment/oecd-investment-policy-reviews-ukraine.htm>
4. Міжнародний валютний фонд. Economic Outlook for Ukraine. URL: <https://www.imf.org/en/Countries/UKR>
5. Національний банк України. Офіційні статистичні дані щодо прямих іноземних інвестицій. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic>
6. Державна служба статистики України. Статистичний бюлетень: Іноземні інвестиції. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>
7. International Finance Corporation (IFC). Investment Climate in Ukraine: Key Reforms and Challenges. URL: <https://www.ifc.org>
8. Сергієнко О. Податкові реформи та вплив на притік прямих іноземних інвестицій в Україні. «Фінанси України». 2020. URL: <https://finance-journal.example.ua/sergienko2020>
9. Коваль І. Податкова конкуренція в країнах Центрально-Східної Європи та приплив ПІІ. «Економічний простір». 2019. URL: <https://economicspace.example.org/koval2019>
10. De Mooij R.A., Ederveen S. Taxation and Foreign Direct Investment: A Synthesis of Empirical Research. «International Tax and Public Finance». 2003. URL: <https://link.springer.com/article/10.1023/A:1023364421914>
11. Djankov S., Ganser T., McLiesh C., Ramalho R., Shleifer A. The Effect of Corporate Taxes on Investment and Entrepreneurship. «American Economic Journal: Macroeconomics». 2010. URL: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/mac.2.3.31> DOI: 10.1257/mac.2.3.31
12. Feld L.P., Heckemeyer J.H. FDI and Taxation: A Meta-Study. «Journal of Economic Surveys». 2011. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-6419.2010.00674.x>
13. Slemrod J. Tax Effects on Foreign Direct Investment in the United States. National Bureau of Economic Research (Working Paper), 1990. URL: <https://www.nber.org/papers/w3042> DOI 10.3386/w3042
14. Annual Report on Taxation 2024 Review of taxation policies in EU Member States. Europarlament. 2024 [https://www.europarl.europa.eu/RegData/docs_autres_institutions/commission_europeenne/swd/2024/0172/COM_SWD\(2024\)0172_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/docs_autres_institutions/commission_europeenne/swd/2024/0172/COM_SWD(2024)0172_EN.pdf)
15. Національний банк України. Дослідження тіньової економіки в Україні. 2020. <https://bank.gov.ua/>
16. Міністерство фінансів України, Державна казначейська служба. Консолідована інформація про доходи зведеного бюджету України. URL: <https://mof.gov.ua>; <https://treasury.gov.ua>
17. Податковий кодекс України: Закон України №2755-VI від 02.12.2010 (зі змінами та доповненнями). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>

МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА ХОРВАТІЇ ПІД ЧАС ВІЙНИ

На початку 90-тих очевидним постав той факт, що збереження Соціалістичної Федеративної Республіки Югославія (далі – СФЮР), яка надалі розпадеться на шість країн, а саме Сербію, Хорватію, Боснію та Герцеговину, Македонію, Словенію та Чорногорію, а також на автономні краї у складі Сербії – Косово та Воєводини [1], стає неможливим . Це сталось через те, що СФЮР в останні роки свого існування пережила не одне випробування: криза, розпад, війни між колишніми республіками [2].

Зародженням початку війни стало проголошення незалежності Хорватії та Словенії в жовтні 1991 року. Югославська народна армія допомогла сербській меншині, яка на той момент складала 13% населення республіки, створити сепаратистське об'єднання так званої Республіки Сербська Країна (далі – РСК). На той момент на території колишньої Югославії діяла міжнародна резолюція, яка забороняла постачання зброї, тому Хорватія залишилась буквально беззбройною. Отже, станом на кінець 1991 року хорвати втратили 27% усієї своєї території [1].

Через те, що намагання інших країн врегулювати конфлікт мирно не були дієвими, а США та ЄС не були задоволенні успіхом Сербії у війні, то було прийняте рішення перейти до політики «малих кроків», а саме ввести війська ООН на територію Хорватії (1992 рік). НАТО контролювали повітряний простір Хорватії [2].

У 1995 спочатку виграла Сербія, наносячи удар ворогу, проте вже в серпні 1995 року Хорватія дала відсіч РСК, зайнявши за дві доби територію самопроголошеної республіки.

Війна закінчилась 14 грудня 1995, коли між Хорватією, Боснію та Герцеговиною та Сербією був підписаний мирний договір у Парижі, де гарантами стали Франція, Великобританія, Росія, Німеччина (на той час ФРН) та США [2].

Оскільки Хорватія після проголошення незалежності одразу була під ударом ворога, то запровадити власну валюту країні вдалось лише наприкінці грудня 1991 року. Хорватський національний банк фінансував війну за рахунок емісії грошей, проте ці гроші не були власною валютою – це були гроші ворога [3]. До війни національний банк Хорватії зібрав югославські банкноти, які згодом ввели в обіг після початку бойових дій на території країни.

Очевидно, що при такій політиці рівень інфляції зросте. Так і сталось: інфляція збільшилась з 6,1% у травні до 25,3% у жовтні 1991 року [3]. Проте з іншої сторони, інфляція була необхідною для отримання державних доходів під час наступу сербський військ, адже в Хорватії була гостра нестача зброї [3].

Знецінення національної валюти дозволяє уряду збільшити обсяг грошової маси без підвищення податків, що дає змогу швидко фінансувати військові витрати. Це був вимушений крок, адже як нам уже відомо, іншого джерела доходу для Хорватії після початку війни через міжнародну резолюцію не було, а туризм, який забезпечував країну іноземною валютою, зупинився під час війни. Тому нова валюта, хорватський динар, була введена лише тоді, коли існування Хорватії як незалежної держави було доволі вірогідним, а інтенсивність надходження зброї зроста. Через ці зміни інфляція зменшилась до 11,3% на початку 1992 року [3].

Цікавим є той факт, що після вилучення югославських банкнот з обігу в Хорватії, міністри фінансів швидко продали купюри на чорному ринку іноземної валюти Сербії та Боснії, заробивши на цьому квоту німецьких марок. Очевидно, що сербська влада хотіла врегулювати це питання, а саме планувала анулювати старі банкноти та офіційно обміняти їх на нові, проте зробили це із запізненням у 4 дні, які стали вирішальними [3].

Влітку 1993 року інфляція знову прискорюється, незважаючи на перспективи монетарної стабілізації: вона коливається між 21,5% та 38,2% без чіткої тенденції у період між серпнем 1992 року та вереснем 1993 року [3]. Для більш детального аналізу розглянемо рівень зміни рівня інфляції впродовж 1990-тих років.

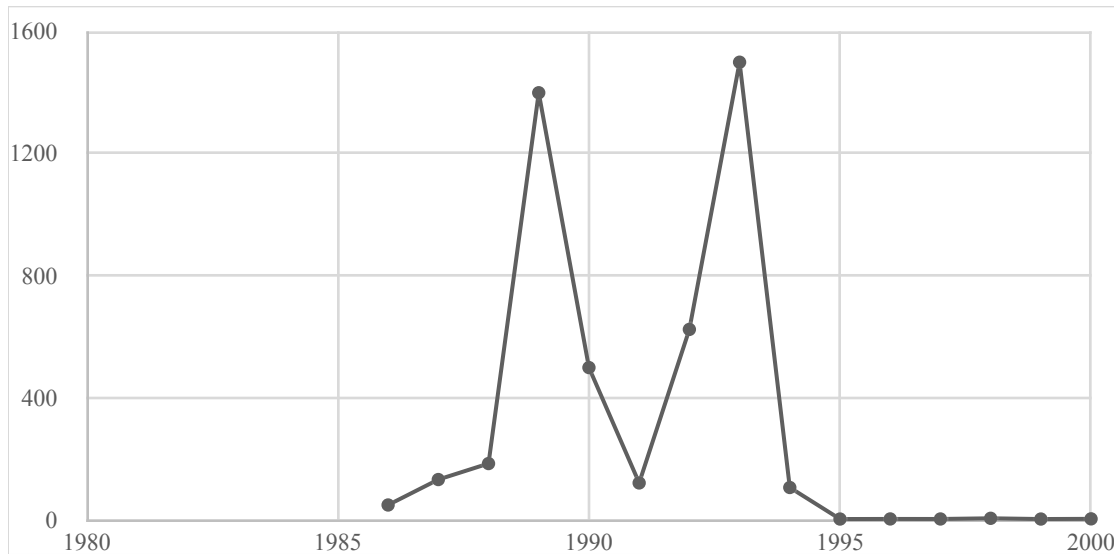


Рисунок 1. Рівень інфляції в Хорватії протягом 1986-2000 рр.

Джерело: складено автором на основі [6]

З рисунку ми бачимо, що критичного рівня інфляція досягла в 1989 і 1993 роках, коли її значення становило 1400% і 1500% відповідно.

Хорватія пододала гіперінфляцію, коли місячні темпи інфляції становили майже 30% (вересень 1993 рік), завдяки стабілізаційній програмі в 1993 році. Це призвело до стабільності як цін, так і обмінного курсу [5].

Хорватія вжила антиінфляційні заходи, які належать до стандартної неортодоксальної шокової терапії, яка полягає в прив'язці до механізмів самогенеруючої інфляції, тобто обмеження грошової бази та відповідно, визначення облікової ставки та інтервенційного курсу національної валюти. Наступним кроком є запровадження інструментів контролю над доходами задля того, аби рівномірно розподілити наслідки монетарних обмежень [4]. Уряд Хорватії вдався, на їхній погляд, до «незначних коригувань», які лише тимчасово

пом'якшили наслідки шокової терапії, проте не змінили її сутності. Також відбулись впровадження антиінфляційної програми із затримкою на один місяць. Держава перестала встановлювати жорсткі ліміти для фінансування свої потреб і швидко об'єднувала державні ресурси з ресурсами місцевих бюджетів для ефективного управління фінансами [4]. Можна виділити декілька наслідків антиінфляційної політики уряду, а саме: стрибок роздрібних цін на 38,7% у жовтні, порівнюючи з вереснем, який і очікувався через стрімке знецінення обмінного курсу на початку програми, зниження ефективного валютного курсу, зменшення ставок податку з продажів, обмеження маси заробітної плати та перерва в монетарній політиці, задля того, щоб оцінити наслідки дій – все це в другій половині жовтня раптово призвело до припинення дії всіх основних чинників високої інфляції [4]. Також варто зазначити, що певні дії уряду досягли того, що інфляційні очікування зменшились, тобто люди та компанії почали менше закладати можливе зростання цін у свої економічні рішення, що саме по собі могло б підживлювати інфляцію [4].

У 2004 році Хорватія отримала статус кандидата на вступ до ЄС [7], проте через ряд проблем з демократизацією стала членом ЄС лише в 2013 році. З 1 січня 2023 на території країни було запроваджено євро як національну валюту [8]. Разом із запровадженням євро Хорватський національний банк увійшов до Євросистеми. Євросистема – це Європейський центральний банк та національні центральні банки держав-членів, чия національна валюта – євро. Монетарна політика в Європейській валютній спілці здійснюється через Євросистему. Основна мета Євросистеми – це підтримка цінової стабільності. ЄЦБ вважає, що найкращий шлях досягти цінової стабільності – це підтримання інфляції на рівні 2% у середньо строковій перспективі [9].

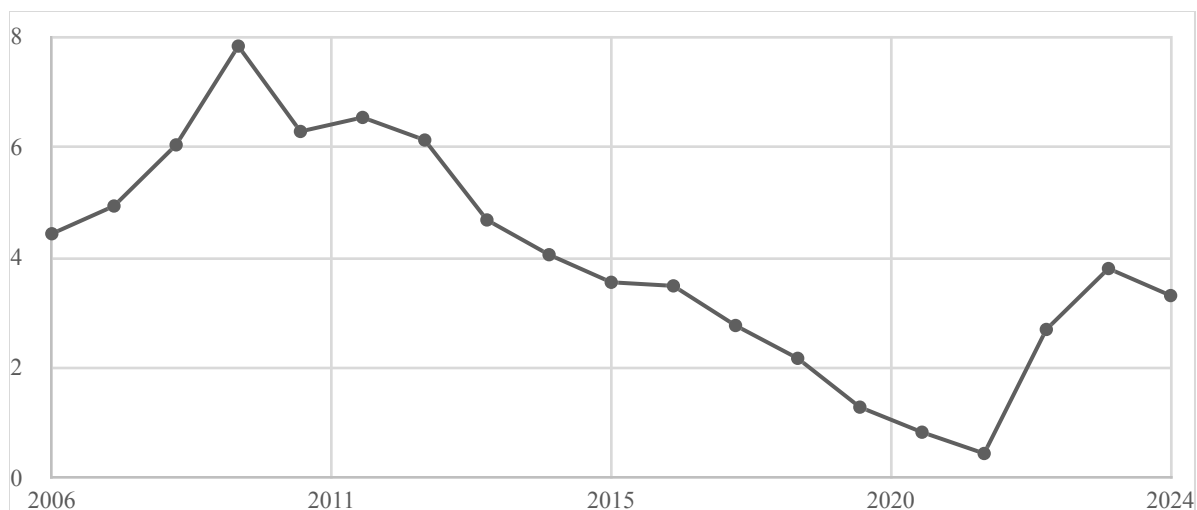


Рис 1.2. Рівень облікової ставки протягом 2006-2025

Джерело: складено автором на основі [10]

З рисунку 2.6. ми бачимо, що облікова ставка починає рости з 2006 року і досягає піку в 2009 році – 7,83%. Проте згодом ми спостерігаємо спад, і свого мінімального значення вона досягає в 2021 році, коли встановлюється на рівні 0,45%, що могло бути монетарною політикою після пандемії COVID-19, адже це допомагало стимулювати економіку, яка постраждала від локдаунів, скорочення виробництва та збільшення безробіття. Станом на 2024 рік облікова річна ставка становить 3,31%.

Отже, розпад Югославії та війна за незалежність Хорватії у 1990-х роках суттєво вплинули на політичний, економічний та фінансовий стан країни. Військові дії та міжнародні санкції змусили Хорватію фінансувати війну через емісію грошей, що спричинило різке зростання інфляції. Водночас країна змогла стабілізувати економіку завдяки антиінфляційним заходам, зокрема шоківій терапії, контролю грошової маси та жорстким фіскальним обмеженням.

До кінця 1990-х років Хорватія провела значні економічні реформи, включаючи лібералізацію ринків, запровадження ПДВ та створення умов для розвитку ринкової економіки. Проте залишалися проблеми, зокрема безробіття. Станом на сьогодні Хорватія є членом ЄС, і прагне підтримувати цінову

стабільність на рівні 2% у середньостроковій перспективі. Хорватський національний банк впроваджує монетарну політику Євросистеми.

Список використаних джерел

1. Розпад колишньої Югославії. Хорватський досвід повернення тимчасово окупованих територій для України - Культура. Голос Криму. Культура. Голос Криму. URL: <https://culture.voicecrimea.com.ua/uk/rozpad-kolyshnoi-iuhoslavii-khorvatskyj-dosvid-povernennia-tymchasovo-okupovanykh-terytorij-dlia-ukrainy/>.
2. Гурнак Л. В. Модель визнання держав, що виникли внаслідок розпаду федерацій (на прикладі Югославії). Держава і право. № 51. С. 648–654.
3. Schönfelder B. The Impact of the War 1991 – 1995 on the Croatian Economy – A Contribution to the Analysis of War Economies : working paper. Saxony, 2005. 29 p.
4. Rohatinski Ž. CROATIA IN 1993 - BETWEEN HYPERINFLATION AND STABILIZATION. 20 p.
5. Bicanic I., Franicevic V. Understanding Reform: the Case of Croatia. Econstop. 2003. No. 33. 47 p.
6. Inflation, consumer prices (annual %) | World Bank Gender Data Portal. World Bank Gender Data Portal. URL: <https://genderdata.worldbank.org/en/indicator/fp-cpi-totl-zg?year=2000>.
7. Горін Н. О. Досвід повоєнної відбудови та Євроінтеграції Хорватії. Історія народного господарства та економічної думки України. 2022. № 55. С. 161–184. URL: https://ingedu.org.ua/?page_id=526&lang=en&aid=287.
8. Європейські інтеграційні процеси у XXI столітті: ключові тенденції, основні виклики та нові можливості: зб. Матеріалів міжнар. науково-практ. конф. Київ : Укр. асоц. викл. і дослідників європ. інтеграції, 2018. 677 с.
9. Monetary policy implementation - HNB. HNB. URL: <https://www.hnb.hr/en/core-functions/monetary-policy/monetary-policy-implementation>.
10. Main macroeconomic indicators - HNB. HNB. URL: <https://www.hnb.hr/en/statistics/main-macroeconomic-indicators>.

PUBLIC FINANCE TRANSPARENCY IN UKRAINE: DYNAMICS AND IMPACT OF WAR

Introduction

Transparency is an important part of an effective and efficient Public Financial Management (PFM) system. Enhanced public finance transparency enables stakeholders to assess the efficient allocation of public resources according to the established priorities [1].

The importance of public finance transparency, and budget transparency as its key component, is highlighted in multiple documents, both in legal framework and regulations, and in various guidelines and recommendations. These include among others the following: the European Council Directive 2011/85/EU on requirements for budgetary frameworks of the Member States [2], the Budget Code of Ukraine [3], Recommendations from OECD and other international organisations, including the IMF Fiscal Transparency Code [4].

Open Budget Survey. Ukraine's performance

The Open Budget Survey (OBS) by the International Budget Partnership is a renowned independent global regular assessment of budget transparency on the national level, oversight and public participation aspects of governance and accountability. The most recent surveys cover 125 countries worldwide [5].

Ukraine's performance on budget transparency has been assessed since the OBS 2008. Over the years, Ukraine has demonstrated a continuous trend of improving the central budget transparency. The growing trend in the level of Ukraine's national budget transparency has been observed since OBS-2015, which introduced the updated methodology to the Survey, till the OBS-2021. This is demonstrated in Figure 1. The

low result in the OBS-2023, which assessed the 2022 performance, was caused by the suspension of the standard budgetary procedures in Ukraine in 2022 due to the full-scale invasion by Russia. The survey authors note the significant external impacts that happened in 2022 but indicate that the survey methodology has no exclusions and that all the countries are assessed equally [6].

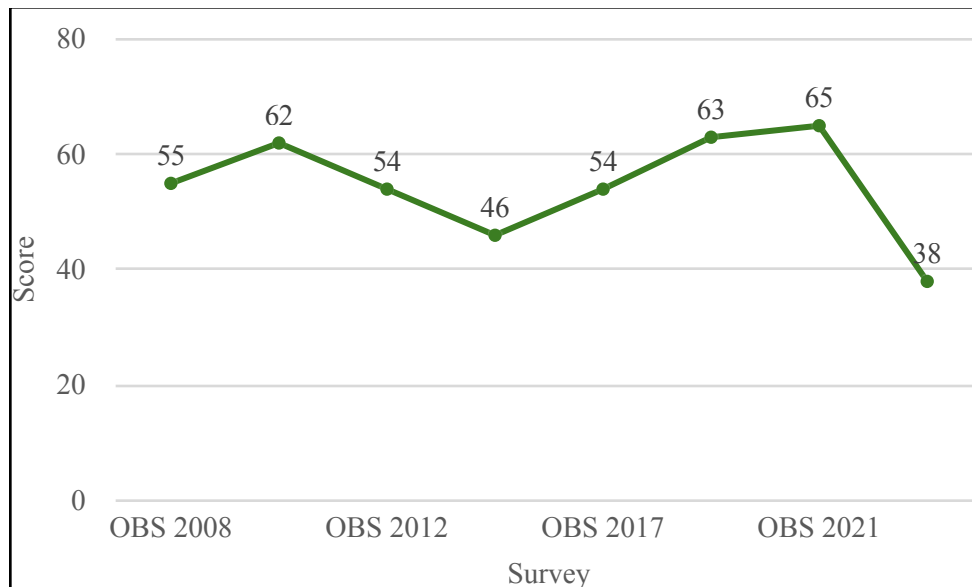


Figure 1. Ukraine’s OBS performance in 2008-2023 [7]

Public Finance Transparency in Ukraine. 2023 - ongoing

In 2023, the government institutions of Ukraine were able to restore some level of public finance transparency, provided this did not affect the defence and security aspects. Given the significant part of international support programmes in funding the non-defence-and-security public expenditures in Ukraine since 2022, improved public finance transparency became an important part of ensuring the PFM system accountability for all the stakeholders. Beginning in 2023, the Ministry of Finance of Ukraine (MoF) reinstated its policy of public finance transparency. The official portals such as spending.gov.ua [8], openbudget.gov.ua [9] resumed publishing actual information on public expenditures whenever the data posed no security risks. The MoF also started publishing new datasets and interactive BI tools or ‘dashboards’ on specific

public expenditures [10]. In 2023 the MoF published a ‘dashboard’ on the 2022 expenditures reimbursed through the World Bank’s Public Expenditures for Administrative Capacity Endurance (PEACE) Project which amounted to USD 14.5 bn. [10]. During 2024 the MoF published monthly data on the public sector employment and remuneration data [10]. The structured data provided a comprehensive view of Ukraine’s public administration sector undergoing the remuneration system reform. Previously such data was completely publicly unavailable. In 2025 the MoF continues publishing monthly data on public sector employment and remuneration.

Other government agencies also provide new levels of transparency. The Digital Restoration EcoSystem for Accountable Management (DREAM) provides open data on reconstruction projects in Ukraine [11]. The current estimations of the recovery and reconstruction needs amount to at least USD 524 bn. [12]. The significant funding needs highlight the importance of ensuring public finance transparency to improve public oversight of the effectiveness and efficiency of expenditures.

Independent institutions also use open data on public finances for performing their own surveys. The Fiscal Policy Research Center performed an assessment of Key Spending Units fiscal public finance based on the open data in 2024. The Center also performs other surveys based on the open data [13].

Summary

Public finance transparency in Ukraine has been improving over the years. However, the full-scale invasion by Russia in 2022 caused a temporary significant setback in the level of public finance transparency due to the suspension of the standard fiscal practices and security measures. Despite the ongoing invasion, Ukraine has made significant progress in restoring public finance transparency since 2023. The Ministry of Finance of Ukraine reinstated the policy of public finance transparency through reintroducing the previous practices and making the new datasets and BI tools available. Other government agencies and initiatives, such as the Digital Restoration EcoSystem

for Accountable Management (DREAM) also follow the transparency principles. Independent organizations also use open data for their assessments and surveys.

Looking ahead, the future OBS Score for Ukraine will likely improve, as Ukraine restored many of the previously suspended fiscal practices. The ongoing harmonization of the Ukrainian legislative framework with the EU Acquis and the introduction of the best international practices in the field of Public Financial Management also contributes to the improvement of public finance transparency in Ukraine.

References

1. Public Expenditure and Financial Accountability (PEFA). Pillar Two: Transparency of Public Finances. URL: <https://www.pefa.org/node/4772>
2. European Council. Council Directive 2011/85/EU of 8 November 2011 on requirements for budgetary frameworks of the Member States. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2011/85/2024-04-30>
3. The Budget Code of Ukraine 2456-V of 08.07.2010. №2456-V. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>
4. IMF. The Fiscal Transparency Code. 2019. URL: <https://www.imf.org/external/np/fad/trans/Code2019.pdf>
5. International Budget Partnership. Open Budget Survey 2023. 9th Edition. 2024. URL: <https://internationalbudget.org/wp-content/uploads/IBP-OBS-Global-Report-2023-v4-Final-Artwork.pdf>
6. International Budget Partnership. A note on Ukraine's performance on the Open Budget Survey. 2024. URL: <https://internationalbudget.org/a-note-on-ukraines-performance-on-the-open-budget-survey/>
7. International Budget Partnership. Open Budget Survey 2023. Country Results: Ukraine. 2024. URL: <https://internationalbudget.org/open-budget-survey/country-results/2023/ukraine>
8. Unified web portal of spending public funds. URL: <http://spending.gov.ua/>
9. State web portal of citizens budget. URL: <https://openbudget.gov.ua/>
10. Ministry of Finance of Ukraine, the official web portal. URL: <https://mof.gov.ua>
11. Digital Restoration EcoSystem for Accountable Management, the official website. URL: <https://dream.gov.ua>
12. World Bank Group. World Bank. Ukraine - Fourth Rapid Damage and Needs Assessment (RDNA4): February 2022 - December 2024 (English). Washington, D.C. <http://documents.worldbank.org/curated/en/099022025114040022>
13. Fiscal Policy Research Center. URL: <https://fiscalcenter.org>

МІЖНАРОДНІ ПРАКТИКИ ІНВЕСТУВАННЯ В ІННОВАЦІЙНИЙ СЕКТОР ЕКОНОМІКИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ЇХ ВТІЛЕННЯ В УКРАЇНІ

В умовах всеохопності глобалізаційних процесів дедалі дужче спостерігається залежність економік від науково-технічних досліджень й розробок. Їхнє впровадження спричинило для урядів країн необхідність пошуку нових форм та способів адаптації національного економічного та політико-правового середовища до сучасних вимог здійснення міжнародних відносин.

Питання створення інноваційного середовища в Україні спонукає досліджувати й узагальнювати іноземний досвід формування інвестиційних стратегій розвитку інновацій. Попри те, що інструменти фінансування інноваційної галузі широко відрізняються поміж країн, існують дві виразні моделі державної політики сприяння інновацій.

Перша включає США та Велику Британію, де втручання держави в економіку і відповідно інноваційний процес — мінімальне. Друга — франко-японська модель, за якої держава найактивніше підтримує інноваційну діяльність.

У першому випадку вважається, що виключно ринкові механізми прискорюють інноваційний розвиток, тоді як влада зосереджується на забезпеченні сприятливих умов для ведення бізнесу. Замість безпосередньо фінансових ресурсів відбувається впровадження податкових й кредитних пільг, цільових програм, страхування інноваційних ризиків, удосконалення системи державних контрактів та формування резервних фондів.

Натомість у другому уряд визначає основні напрямки інноваційно-технологічного розвитку (зокрема і неринковими методами), надає прями дотації й субсидії організаціям, що провадять інноваційну діяльність [1].

Розглядаючи економіки країн крізь призму рейтингу Глобального інноваційного індексу (GII) станом на 2024, перше місце 14 років поспіль належить Швейцарії (інноваційний потенціал оцінено в 67,5 балів зі 100 за 80 показниками, серед яких: інтелектуальна власність, дослідницька інфраструктура, розповсюдження знань та творчих результатів, Market & Business Sophistication тощо). Наступні позиції за спаданням посідають Швеція (64,5 балів), США (62,4), Сінгапур (61,2) та Велика Британія (61,0) (рис. 1). Аналіз напрямів інвестування держав-лідерів показує, що підвищення якості системи освіти, сприяння обміну знаннями, мобільності, навичкам для інноваційної спроможності регіонів, співпраці між громадськістю та приватними особами й державна політика відіграють суттєву роль [2].

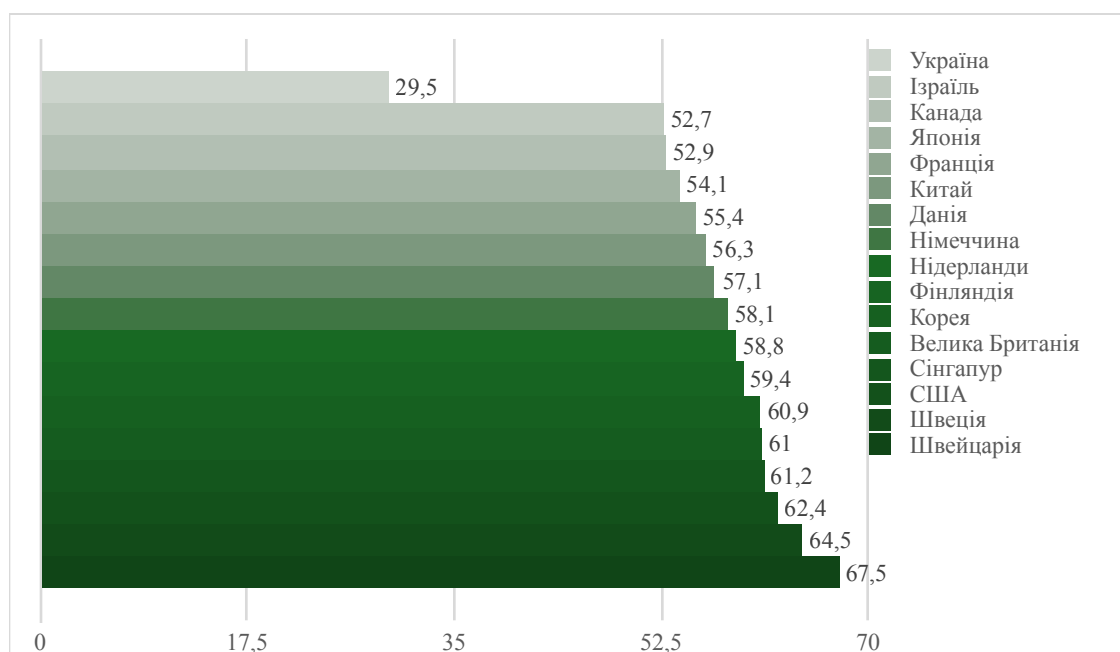


Рисунок 1. Значення Глобального індексу інновацій (GII) країн-лідерів у 2024 році (зіставлення з Україною)

Джерело: складено автором на основі даних [2]

Так, першість Швейцарії у нововведеннях пояснюється саме прикладними дослідженнями у їх поєднанні зі співпрацею університетів та промисловості. 2023 року Швейцарія витратила 27,2 млрд. доларів на розробки, тобто 3,3% ВВП. [3]

Очікується, що протягом 2025-2028 уряд Швейцарії щороку збільшуватиме державне фінансування освіти й інновацій на 1,6%. Відповідно до Закону «Про дослідження та інновації» (RIAA), уряд також відповідає за інноваційне інвестування через Швейцарський національний науковий фонд (SNSF), швейцарське агентство Innosuisse, федеральні технологічні інститути у Цюріху й Лозанні [4]. Швейцарія активно залучена до міжнародних дослідницьких організацій і програм, зокрема CERN, а також сприяє двосторонньому науковому співробітництву з окремими пріоритетними країнами. Прикметним є й те, що багато витрат здійснюють іноземні компанії: Nestlé, Roche, Novartis, корпорації Google та Philip Morris International з власними науковим центрами в Швейцарії [5].

Інноваційна модель Сполучених Штатів в свою чергу акцентує на значенні комерційного успіху, заохоченні конкурентних ринків, інвестиціях в людський капітал, альтернативній енергетиці та оздоровленні населення. Науково-дослідні та дослідницько-конструкторські роботи в переважній більшості проводяться в університетах й фінансуються як державою, так і приватними інвесторами.

З моменту становлення 1946 року Американської корпорації досліджень і розвитку США активно розвивають індустрію венчурного капіталу. Оренда для венчурних фірм не підлягає оподаткуванню так само як юридична форма ризикового капіталу. Не менш розповсюдженим є портфельне інвестування навіть серед звичайних громадян.

Крім того у США продукти банків супроводжуються гарантіями Small Business Administration, які пристосовані до потреб інноваційних фірм, хоч перевага зазвичай надається підприємствам, які знаходяться на стадії стрімкого зростання [6].

Цілком ефективною варто розглядати модель інноваційного розвитку Китаю, зважаючи на характерний для неї активний розвиток державно-приватного партнерства за фінансування, спрямованого на створення дослідницьких

комплексів та промислово-дослідних альянсів. Одним з його проявів є використання системи державних закупівель, відповідно до яких, державні установи зобов'язані виділяти значну частку своїх коштів на закупівлю інноваційної продукції виключно китайських підприємств: мінімальна частка витрат на обладнання становить 30%, а якщо фінансування надається в межах пріоритетного національного проєкту — щонайменше 60%. Причому така закупівля має здійснюватися незалежно від економічної доцільності покупки, оскільки відповідно до чинних правил придбання іноземної інноваційної продукції є забороненим у випадку існування її вітчизняного аналогу [7].

Розглядаючи країни-члени ЄС, виявлено, що Португалія та Іспанія застосовують широкий набір фіскальних стимулів до всіх компаній незалежно від їх розміру, тоді як, наприклад, Великобританія обмежується малими й середніми підприємствами. Водночас у Великій Британії діють понад 400 бізнес-інкубаторів [8]. Норвегія реалізує модель диверсифікації, переорієнтувавшись з нафтової промисловості на сільське господарство й біотехнології. Ефективною в інноваційній екосистемі також є Німеччина через велику кількість кооперативних банків (BaaderBankAG, VRBankRhein-NeckareG), які, на відміну від комерційних, є вузькоспеціалізованими, а тому направлені на кредитування саме інноваційного розвитку і самостійно приймають рішення щодо цього (переважно на конкурсній основі) [9]. Так само як в Італії та Іспанії, в Німеччині низькі податкові ставки доповнені системами стимулювання впровадження ризикових проєктів. У Франції діє інша модель — високі податки для кожного та стимули для інноваційної діяльності [1]. Державне фінансування інновацій у Фінляндії базується як на конкурсних засадах, так і забезпеченні сталого розвитку інноваційної інфраструктури.

Центральне місце в інституціональній структурі державного забезпечення інноваційного розвитку займають Міністерство праці та економіки і Міністерство освіти Фінляндії. Іншим розпорядником фінансових ресурсів є фонд «Sitra», який

під егідою Парламенту країни працює з молодими інноваційними компаніями, інвестуючи в них від 100 тис. до 15 млн. євро в обмін на акції терміном від трьох до п'яти років і в подальшому продаючи [7]. Крім того, варто зазначити, що у Фінляндії рішення про фінансування науково-технологічних напрямів ухвалюються за допомогою форсайт-досліджень Національною форсайт мережею, тобто сценарного прогнозування соціально-економічного розвитку держави [10].

Країни також впроваджують програми й законодавчі акти задля розвитку технологічних стартапів. Приміром, в Ізраїлі існує програма Yozma, у Франції — ініціатива Brifrance, у Швеції — інноваційна агенція Vinnova, у Норвегії — Innovasjon Norge, у США — агентство National Science Foundation, яке надає тимчасові гранти на наукові обстеження. Важливим значенням у фінансуванні інноваційного бізнесу в Ізраїлі додатково володіють багатосторонні міждержавні фонди (американсько-ізраїльський, канадсько-ізраїльський) та постійні контакти з бізнес-середовищем Сполучених Штатів [9].

Україні, яка має не зовсім сприятливий економічний клімат через вразливість до зовнішніх впливів та воєнний стан, доцільно аналізувати успішні іноземні моделі інвестування в інновації, аби уникати чужих помилок та зміцнювати власну інноваційну активність.

Відмінністю українського підходу щодо фінансування є застосовування складного механізму бюрократичних процедур та проміжного контролю; підтримка проєктів, які подеколи не мають стратегічного значення, а спрямовані на вирішення локальної регіональної потреби. Так званий трикутник знань, що передбачає взаємодію науки, промисловості та університетів, залишається слабким через наявність неефективних державних підприємств у низці секторів, які не здатні конкурувати на ринку. Тому ключову роль відіграватиме впровадження інновацій за рахунок приватного капіталу, готового йти на ризик заради отримання надприбутків. Світова практика доводить, що проєкти, які на початковому етапі одержали фінансову підтримку від венчурних фондів чи приватних інвесторів,

розвиваються швидше, створюють більше робочих місць і зрештою досягають значно більшого успіху. Тож залучення венчурних капіталістів, ангельських інвесторів та корпоративних акселераторів забезпечуватиме гнучкість і багатоваріантність, особливо для малого та середнього бізнесу.

Водночас, існування спеціалізованих банківських інститутів, що покликані цілеспрямовано залучати кошти на конкретні інноваційні проєкти, забезпечуватиме необхідний рівень конкуренції та заохочуватиме небанківських посередників до активізації власних зусиль. Сьогодні в Україні банківське кредитування інновацій не набуває широкого розповсюдження. Натомість в США перспективи кредитування інновацій передусім залежать від банків завдяки, чому сприяє їх чіткий поділ на три типи: малі спеціалізовані банки, часто з активами, нижчими від 1 млн дол., які надають кредити для малих і середніх підприємств, що перебувають на початкових стадіях розвитку і поки не приносять доходів; спеціалізовані банки, що обслуговують інноваційні фірми, які вже почали генерувати прибутки; великі банки, які пропонують послуги для масштабних фірм, наприклад, за допомогою організації консорціумних кредитів. Завдяки орієнтації на диверсифікацію ризиків такі банки глибше розуміють потреби інноваційного сектору [6].

Ще одним ефективним інструментом може стати розвиток інноваційних кластерів та технопарків за зразком Великобританії й Німеччини. В Україні, на жаль, суттєва трансформація державної політики щодо індустріальних парків розпочалася лише в 2021–2023 роках після внесення змін до Закону України «Про індустріальні парки», Податкового кодексу України, Митного кодексу України, а також схвалення урядом «Стратегії розвитку індустріальних парків на період до 2030 року». Станом на лютий 2024 року офіційний реєстр Мінекономіки налічує 75 промислових парків, при цьому в грудні 2023 року залучали з них інвесторів лише 10. Засновник компанії UFuture Василь Хмельницький стверджує, що в Україні повинно функціонувати щонайменше 100 технопарків, половина з яких є

державними [11]. Необхідно працювати над запровадження фінансових стимулів для інноваційної інфраструктури та залученням міжнародних партнерів. Додатково, необхідність міжнародної співпраці обумовлюється сферою науково-дослідницької діяльності. Україна бере участь у європейських дослідницьких програмах, таких як Horizon Europe, однак двосторонні фонди та міжурядові угоди, наприклад з Ізраїлем та Сінгапуром забезпечать інтеграцію українських компаній у глобальні інноваційні ланцюги.

Отже, наразі більшість країн незалежно від рівнів свого розвитку прагнуть перетворити інноваційне інвестування у стратегічну перспективу для економіки. Невід'ємними складовими успіху країн-лідерів є активна причетність національних органів влади, потужні вищі навчальні заклади з їхньою здатністю формувати кваліфіковану робочу силу, врахування політичних та індивідуальних історичних аспектів. Використання наведених прикладів досвіду державної підтримки інновацій у світі може допомогти українському уряду впровадити дієві стратегії задля підтримки розвитку інноваційної діяльності та промисловості в країні.

Список використаних джерел

1. Смірнова Є. Зарубіжний досвід підтримки інноваційних процесів // День науки – 2021. Збірник тез доповідей здобувачів вищої освіти LV науково-технічної конференції «Наука в ЦНТУ: основні досягнення та перспективи розвитку» за підсумками проведення «Дня науки – 2021» 14 травня 2021 року. Кропивницький: ЦНТУ, 2021. — С. 148-149.
2. Global Innovation Index 2024 : Unlocking the Promise of Social Entrepreneurship. / D. Soumitra et al. WIPO Knowledge Repository. URL: <https://doi.org/10.34667/tind.50062>
3. Is Switzerland as innovative as it ranks? SWI swissinfo.ch. URL: <https://www.swissinfo.ch/eng/multinational-companies/is-switzerland-as-innovative-as-it-ranks/87901532>
4. Switzerland, the world leader in innovation through R&D | GGBa. Greater Geneva Bern area. URL: <https://ggba.swiss/en/switzerland-the-world-leader-in-innovation-through-research-and-development/>

5. Лупиніс М.І. Механізм і джерела інвестиційного забезпечення інноваційного розвитку підприємства (на прикладі ТОВ «Микулинецький. Бровар»): дипломна робота магістра за спеціальністю „072 — фінанси, банківська справа та страхування“/ Лупиніс М.І. — Тернопіль: ТНТУ, 2019. — 123 с. URL: https://elartu.tntu.edu.ua/bitstream/lib/31135/2/Dyp_Lupynis.pdf
6. Лукашук М. Зарубіжний досвід банківського кредитування інноваційного розвитку економіки // Секція «Економічні науки». Глобальні виклики суспільства: правові та економічні аспекти : матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції ВНЗ «Київський університет ринкових відносин» (м. Київ, 28 квітня 2021 року). – Київ: Талком, 2021. С. 180-183.
7. Смолій О. П. Фінансування банками інноваційної економіки: світовий досвід та вітчизняна практика: дипломна робота магістра за спеціальністю „072 — фінанси, банківська справа та страхування“/ Смолій Ольга Петрівна. — Тернопіль: ТНТУ, 2018. — 116 с. URL: <http://dspace.wunu.edu.ua/handle/316497/32605>
8. Nicky Godding. Number of business incubator and accelerator programmes nearly double in five years - The Business Magazine. 6 September 2022. URL: <https://thebusinessmagazine.co.uk/companies/number-of-business-incubator-and-accelerator-programmes-nearly-double-in-five-years/>
9. Лукашук М. Зарубіжний досвід банківського кредитування інноваційного розвитку економіки // Секція «Економічні науки». Глобальні виклики суспільства: правові та економічні аспекти : матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції ВНЗ «Київський університет ринкових відносин» (м. Київ, 28 квітня 2021 року). – Київ: Талком, 2021. С. 180-183.
10. Кільченко А. В., Лабжинський Ю. А., Ткаченко В. А. (2023) Зарубіжний досвід вибору пріоритетів у сфері науки та інновацій In: Науково-практична конференція з міжнародною участю «Мультимедійні технології в освіті та інших сферах діяльності»: Тези доповідей. НАУ, м. Київ, Україна, стор. 68-70. URL: <https://lib.iitta.gov.ua/id/eprint/736930>
11. Антонюк Т. Інкубатори для промисловості. Десять індустріальних парків, які вже працюють в Україні – умови, локації, власники – Forbes.ua. Forbes.ua | Бізнес, мільярдери, новини, фінанси, інвестиції, компанії. URL: <https://forbes.ua/company/inkubatori-dlya-promislovosti-desyat-industrialnih-parkiv-yaki-vzhe-pratsuyuyut-v-ukraini-umovi-lokatsii-vlasniki-14022024-19161>

ОЦІНКА КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ: МЕТОДОЛОГІЯ ТА ПІДХОДИ

Визначення справедливої вартості кредитного портфеля є одним із ключових аспектів у діяльності фінансових установ. У зв'язку з посиленням вимог до прозорості звітності, змінами в ринковому середовищі та посиленою увагою до управління ризиками, правильна оцінка кредитних активів стає необхідною передумовою ефективного фінансового управління. У цьому контексті метод дисконтованих грошових потоків є найпоширенішим підходом до оцінки вартості портфеля кредитів [1].

Оцінка справедливої вартості кредитного портфеля є особливо актуальною для України в умовах економічної нестабільності, воєнного стану та трансформації банківського сектору. Зміна макроекономічного середовища, коливання ставок, валютні ризики та підвищення кредитних втрат змушують фінансові установи більш точно підходити до оцінки своїх активів. Крім того, впровадження міжнародних стандартів фінансової звітності (МСФЗ), зокрема IFRS 9 та IFRS 13, вимагає від українських банків і небанківських фінансових установ переходу до сучасних методик, таких як дисконтування грошових потоків із урахуванням ризиків [2].

З огляду на вимоги до ринкової оцінки активів і посилення ролі ризик-менеджменту, оцінка справедливої вартості кредитного портфеля набуває все більшого значення. Це стосується як облікової політики відповідно до міжнародних стандартів, так і процесу управління резервами та ліквідністю. Застосування ринкових підходів дозволяє установам не лише формувати об'єктивну звітність, а й розуміти вплив змін середовища на вартість активів [3].

Основною методологією при визначенні справедливої вартості є метод доходів — дисконтування очікуваних грошових потоків із урахуванням ризиків. У рамках цього методу виділяють два основні підходи: Entry та Exit (рис. 1).

Entry-підхід базується на припущенні, що всі ризики та витрати враховуються не в самих грошових потоках, а через ставку дисконтування. Ця ставка включає в себе кредитний ризик, витрати фінансування, операційні витрати, а також вартість капіталу. Для оцінки використовують порівняння маржі на момент видачі кредиту (ефективна ставка) та поточної ринкової маржі для аналогічних інструментів. Такий підхід не потребує детального моделювання очікуваних збитків, тому є простішим у реалізації, однак менш чутливим до змін окремих факторів, що можуть суттєво впливати на вартість.



Рисунок. 1 Блокова схема зв'язку між Entry та Exit підходом до оцінки кредитного портфелю

Exit-підхід, на відміну від Entry, передбачає, що всі ризики, включаючи втрати, витрати обслуговування портфелю та відновлення, моделюються безпосередньо в грошових потоках. Це дозволяє більш глибоко аналізувати чутливість до різних чинників, проте вимагає повного набору даних та аналітичних припущень. Залежно від структури портфелю, оцінка може проводитись двома методами: unlevered — коли дисконтування проводиться за ставкою фінансування портфелю, та levered — де враховуються припущення щодо рівня боргового фінансування і відповідна вартість капіталу [4].

У практиці також часто застосовуються змішані варіанти, коли частина ризиків враховується в потоках, а інша — у ставці дисконту (рис. 2). Такий підхід дозволяє гнучко адаптувати модель до обсягу та якості доступної інформації.

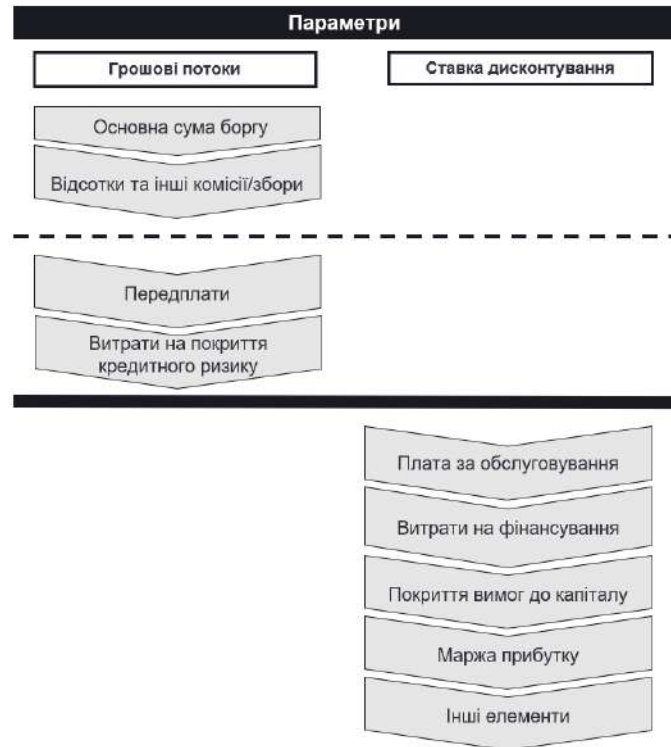


Рисунок 2. Розподілення ризиків між розрахунком грошових потоків та ставкою дисконтування

Оцінка кредитного портфеля за методом дисконтованих грошових потоків залишається найбільш гнучким і обґрунтованим підходом до визначення справедливої вартості фінансових активів. Вибір конкретного підходу — Entry чи Exit — повинен базуватись на доступності якісних даних, аналітичних можливостях установи та рівні деталізації, якого вимагає внутрішня або зовнішня звітність. Entry-підхід є простішим в реалізації, менш ресурсоємним і підходить для портфелів, де повна інформація щодо очікуваних втрат та операційних витрат недоступна або оцінюється приблизно. Натомість Exit-підхід надає глибше розуміння структури грошових потоків, дозволяє враховувати індивідуальні характеристики портфеля, у тому числі очікувані кредитні збитки, плату за

обслуговування, вартість фінансування та покриття вимог до капіталу. Це робить його незамінним для повноцінного ризик-аналізу та сценарного моделювання.

У підсумку, грамотне застосування відповідного підходу до оцінки кредитного портфеля стає стратегічним інструментом управління активами, ризиками та капіталом фінансової установи.

Список використаних джерел

1. IFRS Foundation. (2011, оновлення 2023). IFRS 13: Fair Value Measurement. Отримано з <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-13-fair-value-measurement/>
2. EY. (2023). Measuring fair value of financial instruments: Approaches and challenges. Отримано з https://www.ey.com/en_gl/ifrs/measuring-fair-value-of-financial-instruments
3. Basel Committee on Banking Supervision. (2000). Credit Risk Modelling: Current Practices and Applications. Bank for International Settlements. Отримано з <https://www.bis.org/publ/bcbs49.htm>
4. Damodaran, A. (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (3rd ed.). Wiley Finance.

Якуненко К. В.

Старший викладач кафедри фінансів НаУКМА

Романюк А. О.

Студент 4 р.н., НаУКМА

ОСОБЛИВОСТІ ДИВІДЕНДНОЇ ПОЛІТИКИ ПУБЛІЧНИХ КОМПАНІЙ ТЕХНОЛОГІЧНОГО СЕКТОРУ: ПРИКЛАД США

Технологічні компанії США, які ще нещодавно уникали виплати дивідендів, нині забезпечують суттєву дивідендну дохідність своїм акціонерам. Постає прикладне й теоретичне питання: які саме фінансові чинники визначають рівень дивідендів у секторі ІТ, де поєднуються швидке зростання, значні залишки ліквідних коштів і висока частка нематеріальних активів. У фокусі — перевірка ролі прибутковості, ліквідності, розміру компанії, інвестиційних можливостей (P/V), інтенсивності CAPEX, інерції виплат (лаг дивідендів) та віку фірми у формуванні дивідендів на акцію.

Емпіричною базою слугує панель 46 публічних ІТ-компаній США за 2010–2024 рр. (690 спостережень «компанія-рік»). Оцінено модель з фіксованими ефектами фірми та року і робастними до гетероскедастичності похибками; залежна змінна — дивіденди на акцію (DPS). Для зменшення впливу викидів DPS, P/V та лаг DPS попередньо логарифмовано; всі безперервні змінні стандартизовано (z-scores), тож кожен коефіцієнт відображає реакцію DPS на зміну пояснювача на одне стандартне відхилення. Діагностика: гетероскедастичність підтверджено тестом Бреуша–Пагана ($\chi^2 = 27.31$, $p < 0.001$) — застосовано робастні похибки; серійної кореляції не виявлено (Durbin–Watson ≈ 2.05 ; LM $p > 0.45$); мультиколінеарність помірна (VIF переважно 1.41–3.91; максимум 6.32 для віку). Перевірки стаціонарності (ADF, KPSS) дають змішану картину, що враховано при інтерпретації. Джерело даних — Bloomberg Professional.

Ключові результати:

- Прибутковість має статистично значущий негативний зв'язок з дивідендами ($\beta = -2.226$; $p = 0.0002$), що відображає пріоритет реінвестування в ІТ;

- Ліквідність істотно підвищує виплати ($\beta = 0.200$; $p = 0.0113$);

- Інвестиційні можливості (P/B) стримують дивіденди ($\beta = -0.389$; $p = 0.0497$);

- Лаг попереднього дивіденду є найбільшим за впливом ($\beta = 0.565$; $p < 0.0001$), що відповідає сильному «згладжуванню» (приблизно 56–57% торішньої виплати переходить у поточний рік);

- Вік компанії позитивний і значущий ($\beta = 0.143$; $p = 0.0249$), узгоджуючись із теорією життєвого циклу; (vi) CAPEX/TA має позитивний, але незначущий коефіцієнт ($\beta = 2.439$; $p = 0.1170$).

- Якість моделі: R^2 (within) = 0.514, R^2 (overall) = 0.426; F-критерії (звичайний і робастний) свідчать про загальну значущість специфікації.

Висновки: Загалом, результати вказують на те, що в секторі ІТ дивідендна політика найбільш чутлива до внутрішньофірмових змін у ліквідності, історії виплат і зрілості бізнесу, тоді як високі показники прибутковості та P/B частіше асоціюються з утриманням прибутку на розвиток.

Список використаних джерел

1. Bloomberg Professional. URL: <https://www.bloomberg.com/professional/>

GLOBAL EXPERIENCE IN IMPLEMENTING THE ESG CONCEPT

The rapid spread of environmental, social, and governance (ESG) principles across global financial markets reflects the growing consensus that investment decisions must take into account not only short-term returns but also long-term sustainability. The origins of ESG can be traced back to socially responsible investment (SRI) practices of the late twentieth century, but the decisive institutionalization of ESG occurred after 2004, when the United Nations Global Compact first popularized the term. Since then, ESG has transformed from a voluntary niche into a mainstream paradigm influencing regulatory frameworks, investment flows, and corporate strategies worldwide.

Global experience shows that ESG implementation has followed a phased trajectory. Initially, governments and financial institutions gradually introduced sustainable finance principles, followed by the development of specific products and institutions such as green bonds, ESG mutual funds, and sustainability-focused banks. By the 2020s, ESG had become institutionalized, with financial policies and management strategies aligned to the Sustainable Development Goals (SDGs). According to international surveys, by 2022 there were nearly 400 sustainable finance policies globally, with G20 members accounting for the majority. This demonstrates how ESG integration has moved beyond voluntary corporate disclosure toward a regulatory priority supported by both developed and emerging economies.

The scale of ESG-related assets confirms this global shift. Bloomberg Intelligence reported that global ESG assets surpassed USD 30 trillion in 2022 and are expected to exceed USD 40 trillion by 2030. Europe remains the dominant region, holding more than USD 3 trillion in sustainable funds by 2021, ten times the level of the United States. Forecasts suggest Europe will maintain a 45% global share by 2030, while Japan, Canada, and Australia are projected to expand their relative weight due to favorable

economic and regulatory conditions. These figures illustrate how ESG investing has moved from a marginal activity to a structural component of global capital markets.

Practical experience also highlights the diversification of ESG strategies. Institutional investors apply positive and negative screening, thematic investment, integration of ESG data into financial analysis, shareholder engagement, and impact investing. For example, funds such as Vanguard ESG U.S. Stock ETF (ESGV) or Fidelity Sustainability Index Fund apply transparent criteria to exclude companies engaged in controversial industries like fossil fuels, tobacco, or weapons, while prioritizing firms with high sustainability scores. These approaches, supported by robust indices from providers such as MSCI or Sustainalytics, allow investors to align portfolios with ethical values and long-term risk management. However, global practice also demonstrates persistent challenges: lack of unified reporting standards, methodological divergence among ESG rating agencies, and difficulties in balancing short-term profitability with long-term ESG objectives.

Another significant component of the global ESG framework is the development of green bonds. Since their introduction, issuance volumes have expanded from USD 37 billion in 2014 to more than USD 580 billion in 2021, led by European countries. The funds raised are directed toward renewable energy, clean transport, water management, and climate adaptation projects. Green bonds have become a widely accepted tool for financing environmental initiatives, supported by EU taxonomy standards and independent external verification. The experience of the United States, China, Germany, and France as leading issuers shows how green finance is gaining momentum not only in advanced but also in rapidly developing markets.

The international experience with ESG proves that sustainable finance is no longer a secondary concern but a strategic axis of financial development. The success of ESG integration lies in its ability to mobilize capital for climate and social goals while maintaining financial returns. Yet, challenges remain. Investors and policymakers must address the lack of standardization in ESG ratings, prevent “greenwashing,” and design

strategies that reconcile shareholder expectations with sustainability imperatives. Despite these obstacles, global evidence suggests that ESG has already reshaped investment logic, making responsibility and sustainability an integral part of financial decision-making. This transformation, visible across Europe, North America, and Asia, indicates that ESG is not a passing trend but a cornerstone of the financial system of the twenty-first century.

References

1. Bloomberg Intelligence. (2022). URL: <https://www.bloomberg.com/company/press/global-esg-assets-predicted-to-hit-40-trillion-by-2030-despite-challenging-environment-forecasts-bloomberg-intelligence/>
2. Eurosif. (2021). European SRI Study. URL: https://www.eurosif.org/news/eurosif-report-2021/?utm_source=chatgpt.com
3. OECD. (2020). ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. URL: https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2020/09/esg-investing-practices-progress-and-challenges_8a73d683/b4f71091-en.pdf?utm_source=chatgpt.com
4. PwC. (2021). The economic realities of ESG. URL: https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/assets/pdf/gis-2021-eu-final.pdf?utm_source=chatgpt.com
5. MSCI (2022). ESG Ratings Methodology. URL: <https://www.msci.com/documents/1296102/34424357/MSCI+ESG+Ratings+Methodology.pdf>