

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

Національний університет "Києво-Могилянська академія"

Факультет економічних наук

Кафедра фінансів

Магістерська робота

ОСВІТНІЙ СТУПІНЬ - МАГІСТР

на тему: «Вплив монетарних інструментів на розвиток фондового ринку в
умовах підвищених ризиків»

Виконав: студент 2-го року навчання,

Спеціальності

072 «Фінанси, банківська справа та страхування»

Гадзовський Євгеній Геннадійович

Керівник: Лук'яненко І. Г.

доктор економічних наук, професор

Рецензент _____

Магістерська робота захищена

з оцінкою «_____»

Секретар ЕК _____

«__» _____ 2023 р.

Київ - 2023

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ТА ОСНОВНІ ЗАКОНОМІРНОСТІ ФОРМУВАННЯ ТА СТАНОВЛЕННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ.....	6
1.1 Сутність і структура фондового ринку та його місце в фінансовій системі держави	6
1.2 Порівняльний аналіз українського фондового ринку та фондових ринків інших країн в контексті їх впливу на економічний розвиток.....	12
Висновки до розділу 1	22
РОЗДІЛ 2. ВПЛИВ МОНЕТАРНИХ ІНСТРУМЕНТІВ НА СТАН ФОНДОВОГО РИНКУ В УМОВАХ ПІДВИЩЕНИХ РИЗИКІВ	25
2.1. Теоретичні аспекти впливу монетарних інструментів на стан розвитку фондового ринку.....	25
2.2 Функціонування фондового ринку в умовах підвищених ризиків. Порівняння вітчизняного та світового досвіду.....	29
Висновки до розділу 2	50
РОЗДІЛ 3 ЕМІРИЧНИЙ АНАЛІЗ ВПЛИВУ ВІЙСЬКОВИХ ДІЙ НА СТАН УКРАЇНСЬКОГО ФОНДОВОГО РИНКУ	52
3.1. Визначення основних факторів впливу на стан розвитку фондового ринку. Дослідження впливу повномасштабної війни	52
3.2. Моделювання факторів впливу на фондовий ринок при виникненні значних ризиків	57
3.3. Визначення ключових напрямків відновлення фондового ринку України.....	65
Висновки до розділу 3	68
ВИСНОВКИ	70
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	74

ВСТУП

Актуальність теми. У сучасному світі, що наповнений підвищеними ризиками, досить актуальною постає проблематика значних флуктуацій на фінансових ринках, зокрема фондовому. В цьому світлі національні фінансові регулятори, маючи певний набір інструментів, мають ефективно використовувати їх для стабілізації ринків, їх виходу на рівень функціонування до виникнення ризиків, що спричинили флуктуації, та сприяти їхньому подальшому розвитку. Все частіше події, що викликають підвищені ризики, виникають у масштабах та формах небачених раніше, чим ставлять регулятору все нові й нові виклики для згладжування спричинених наслідків. Використання монетарних інструментів є одним з основних способів врегулювання флуктуацій у арсеналі регуляторів, а тому їх застосування потребує більш глибокого вивчення з огляду на постійне виникнення нових видозмінених ризиків.

Саме тому при написанні роботи було проаналізовано праці таких західних авторів як Carl Kaysen [23], William D. Nordhaus Stoeckel [23], Le Bris, D [27], Andrew Brune [28], A., Yousaf, I [32], які досліджували як фондові ринки окремих країн західного світу, так і чинники, що впливають на їхній розвиток, а також поширення впливу згаданих чинників на фондові ринки країн-сусідів.

Для дослідження даної проблематики було також детально опрацьовано наукові праці українських вчених, зокрема таких авторів як Міщенко В. І. [9], Сало, І. В.[10], Лук'яненко І. Г. [15], Д'Суза Д.[22], Віблій П. [25], що досліджували як вплив підвищених ризиків на окремі країни, так і методи їх згладжування, а також вживання заходів для запобігання виникнення подібних подій у майбутньому.

Детальний аналіз праць як українських, так і західних науковців та фахівців дозволив зробити висновок, що дана проблематика потребує більш глибоко вивчення та опрацювання з огляду на сучасні прояви кризових явищ у світовій та зокрема у вітчизняній економіці.

Метою даної роботи є дослідження процесу впливу монетарних інструментів на відновлення фондового ринку в умовах проявів підвищених ризиків та його подальшого розвитку а також визначення основних напрямків відновлення фондового ринку України, зокрема після закінчення військових дій.

Основними **завданнями дослідження** є:

- Узагальнити праці вітчизняних та закордонних авторів щодо впливу підвищених ризиків на фондові ринки України та західних країн
- Проаналізувати теоретичні аспекти впливу монетарних інструментів на стан розвитку фондових ринків, зокрема в умовах підвищених ризиків
- Визначити адекватні методологічні основи дослідження
- Провести поглиблений статистичний та емпіричний аналіз впливу військових дій на стан українського фондового ринку
- Визначити основний монетарний інструментарій для подолання впливу проявів кризових явищ та розробити адекватний економічний інструментарій оцінювання впливу основних факторів на стан фондового ринку України в умовах підвищених ризиків
- Розробити рекомендації щодо основних напрямків відновлення вітчизняного фондового ринку України з урахуванням можливих ключових ризиків

Об'єктом дослідження є фондові ринки, що піддавались впливу підвищених ризиків.

Предметом дослідження є прояви кризових явищ, що мають вплив на розвиток фондового ринку.

Основними методами, використаними в роботі, є системно-структурний, аналітичний та статистичний, ретроспективний та метод статистичного моделювання.

Новизною даної кваліфікаційної роботи є поглиблене емпіричне дослідження залежності розвитку фондового ринку від інструментів монетарної політики, зокрема в умовах підвищених ризиків, а також розробка рекомендації щодо основних напрямків відновлення вітчизняного фондового ринку в післявоєнний період

Для написання даної роботи використовувались такі літературні, наукові та електронні джерела як монографії за досліджуваною тематикою, наукові статті, інтернет-сайти Національної комісії з цінних паперів та фондових ринків й світових фондових бірж.

Обсяг і структура. Кваліфікаційна робота має таку структуру: вступ, 3 розділи, висновки та список джерел. Вона містить 19 рисунків та 4 таблиці.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ТА ОСНОВНІ ЗАКОНОМІРНОСТІ ФОРМУВАННЯ ТА СТАНОВЛЕННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ

1.1 Сутність і структура фондового ринку та його місце в фінансовій системі держави

Фінансова система складається з різних сфер фінансових відносин, які відрізняються способами накопичення та призначенням використання грошових ресурсів. У країнах, таких як Україна, ця система ще формується та динамічно розвивається. До її складу входять державні фінанси, фінанси суб'єктів господарювання (юридичних осіб), фінанси домогосподарств (сімейні), міжнародні фінанси, фінансовий ринок та страхування.

Кожна складова фінансової системи ділиться на підскладові. Фінанси суб'єктів господарювання є фундаментальною складовою системи, оскільки комерційні підприємства є найбільшими джерелами доходів до державного бюджету завдяки сплаті податку на прибуток, більше того вони генерують значну частину ВВП [1].

До складу державних фінансів входять складові, такі як бюджети на різних рівнях, державний кредит, фінанси державних підприємств та організацій, а також державні цільові фонди. Це важлива ланка фінансової системи, яка сприяє узгодженню інтересів населення та різних сфер економіки. Завдяки збору доходів у бюджет, держава може стимулювати розвиток підприємництва, залучення іноземних інвестицій та збільшення виробництва товарів місцевого виробництва. Але через податкові пільги держава може недоотримати частину доходів, що призводить до бюджетного дефіциту, який потрібно покривати за рахунок державного кредиту. У світлі останніх подій, через повномасштабну збройну агресію російської федерації

український бізнес зазнав значних прямих та непрямих збитків у своїй господарській діяльності. Для полегшення його функціонування та зниження податкового навантаження державою була прийнята низка заходів, а саме відсоток з обороту ФОПів, що перебувають на системі оподаткування єдиним податком тепер складає 2%, замість 5% у мирний час. Більше того, тимчасово було скасовано акцизи та знижено ПДВ для пального, введено тимчасовий дозвіл для фізичних осіб-підприємців не платити ЄСВ, введено можливість для бізнесів з річним оборотом до 10 млрд грн платити лише 2% від обороту, скасовані були податки з імпорту [3].

Хоч дані пом'якшувальні заходи і були введені тимчасово, проте завдяки ним український бізнес продовжує функціонувати, відновлювати свою діяльність на звільнених територіях нашої держави та відновлювати інвестиції у власний розвиток, створюючи робочі місця та генеруючи надходження до місцевих та державного бюджету.

Міжнародні фінанси включають в себе перерозподільні відносини між організаціями з різних країн та можуть бути забезпечені міжнародними фінансовими інституціями та ринками. Це дозволяє досягнути максимальної ефективності у взаємодії між організаціями з різних країн та стимулює розвиток міжнародної торгівлі та інвестицій.

Фінансова сфера страхування створює фонди фінансових ресурсів, які можуть бути використані для виплати страхових компенсацій клієнтам в разі страхових випадків. Ці фонди формуються за рахунок страхових внесків фізичних та юридичних осіб. Крім того, страхові фонди можуть бути використані як інвестиційні до тих пір, поки не будуть потрібні для виплати компенсацій.

«Фінансовий ринок – це сукупність економічних відносин, пов’язаних з розподілом фінансових ресурсів, купівлею-продажем тимчасово вільних грошових коштів та інших фінансових інструментів [4, с. 9]».

Фінансовий ринок - це місце, де зустрічаються попит і пропозиція на фінансові ресурси. Його можна розділити на три основні сегменти: ринок грошей, ринок капіталів та ринок цінних паперів.

На ринку грошей купівля і продаж фінансових ресурсів здійснюється на короткий термін, зазвичай до одного року. Цей ринок є найбільш ліквідним і менш ризиковим, тому дохідність на ньому зазвичай є порівняно невисокою. Як правило, ним користуються для швидкого залучення або ж розміщення вільних грошових ресурсів, якщо існує ймовірність, що їх необхідно буде швидко повернути в операційну діяльність.

Ринок капіталів призначений для проведення операцій з кредитними ресурсами на тривалий термін, і його діяльність керується за допомогою облікової ставки центрального банку. Цей ринок є основним джерелом інвестиційних ресурсів, і він має меншу ліквідність, тому є більш ризикованим, але може забезпечити вищий прибуток від інвестування.

Ринок цінних паперів є ще однією складовою фінансового ринку. В цьому випадку, об'єктом торгівлі є цінні папери, які випускаються підприємствами або державою і гарантують повернення позичених коштів. Фондовий ринок є місцем проведення операцій на ринку цінних паперів.

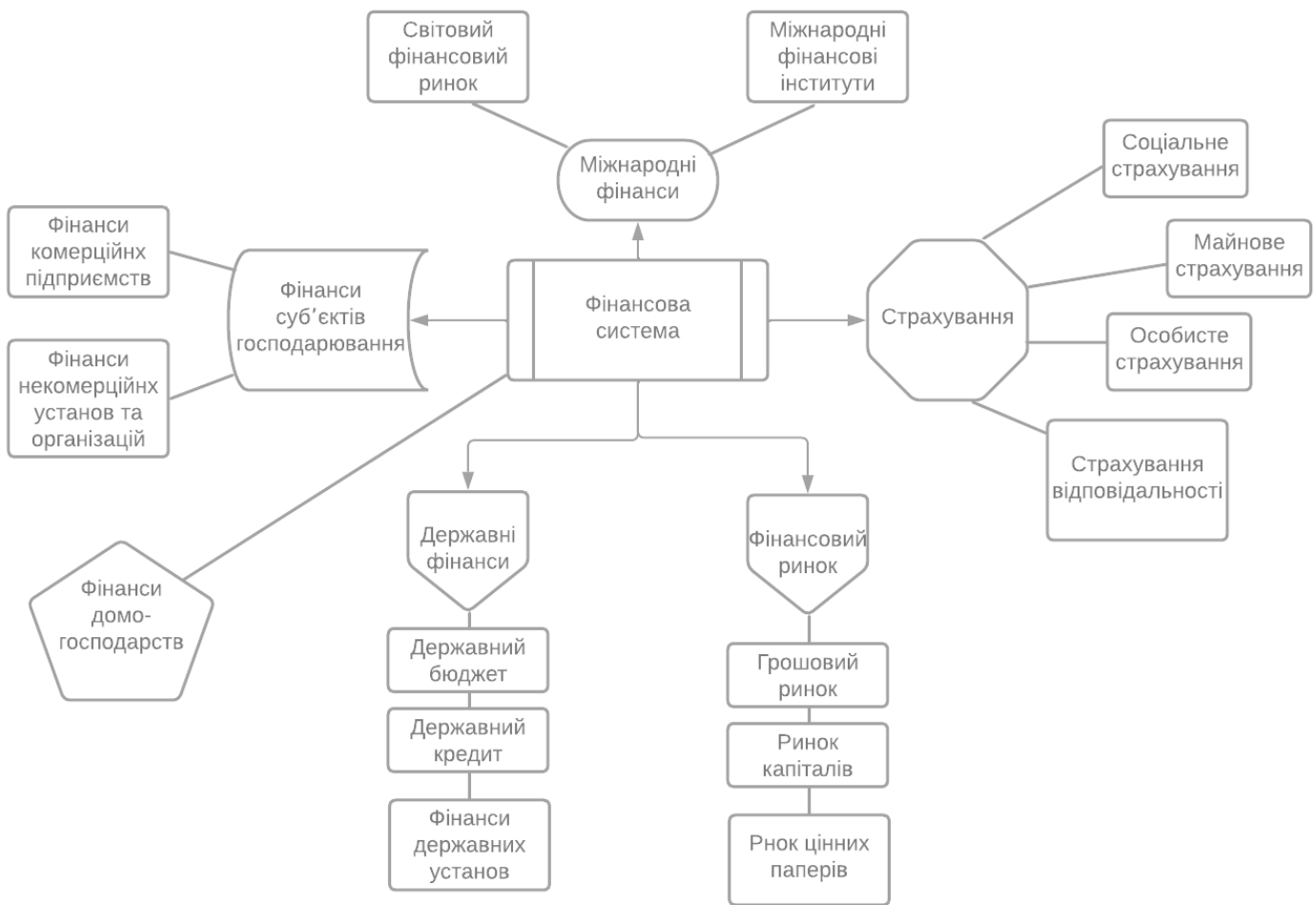


Рисунок 1.1 Структура фінансової системи країни

Складено автором на основі [4]

Структура фондового ринку включає в себе функціональні та технічні установи, призначені для забезпечення безперебійної роботи ринку та торгів цінними паперами (Рис. 1.2). Серед функціональних установ можна виділити фондові біржі та позабіржові організації, які мають за мету забезпечення високої якості торгів та підтримання довіри учасників ринку. Крім того, приватні торговельні системи та брокерські організації, що належать до категорії альтернативних торгових систем, також займаються організацією торгів та забезпеченням ліквідності цінних паперів.

Технічні установи спеціалізуються на обліку власників іменних цінних паперів, їхньому зберіганні, розрахунках за купівлю-продаж та інформаційному обслуговуванні. Такі установи включають реєстраторів власників іменних корпоративних цінних паперів, трансфер-агентів, депозитарні та клірингові установи. Основною метою цих установ є забезпечення своєчасної оплати та поставки цінних паперів новим власникам, а також перереєстрація прав власності на ці папери [4].



Рисунок 1.2 Структура фінансової системи країни

Складено автором на основі [4]

Існують спеціальні установи, що відповідають за зберігання цінних паперів – депозитарії. Вони поділяються на два типи: депозитарії-

зберігачі та депозитарії-опікуни (custodians). Перші просто забезпечують збереження паперів, тоді як опікуни можуть виконувати функції платформи для купівлі-продажу цінних паперів, а також консультувати клієнтів та розробляти портфелі інвестицій. Нерідко опікуни є комерційними установами, що несуть додаткові ризики в операціях на фондовому ринку. Фондовий ринок є найбільш поширеним місцем для купівлі-продажу цінних паперів [4].

Завдяки розвитку передових технологій, з'явилися віртуальні брокери, програмне забезпечення та термінали для торгівлі, які дозволили швидко та точно передавати інформацію, забезпечили загальнодоступність та легкий доступ до неї. Це призвело до збільшення кількості учасників на біржах та зростання обсягів торгівлі. Однак, швидкий розвиток технологій має й негативні риси: фінансові піраміди та бульбашки стають більш масштабними й спустошливими, а кризи, що виникають на одних фондових ринках, починають активніше перекидатись на інші ринки через їхню високу інтегрованість та взаємопов'язаність.

Більше того, фондовий ринок у наш час є продуктом високих технологічних перетворень, що приводить до виникнення нових викликів для законодавчих та регулюючих органів різних держав. Нові види цінних паперів, які з'являються, не завжди можна класифікувати на основі традиційних критеріїв, і тому виникає потреба у нових організаціях та інституціях, які будуть створювати інфраструктуру для інвесторів, зацікавлених у проведенні операцій з подібними цінними паперами. Поява нових інфраструктурних організацій приводить до збільшення конкуренції між ними, так як вони борються за клієнтів та намагаються створити ефективніші, зручніші та більш ощадливі технології, які привернуть інвесторів своїми привабливішими умовами.

1.2 Порівняльний аналіз українського фондового ринку та фондових ринків інших країн в контексті їх впливу на економічний розвиток.

Фондові ринки в країнах з розвинутою ринковою економікою мають значний досвід становлення та функціонування, що відрізняється від початкового етапу розвитку, що більше притаманний українському ринку. Щоб ефективно та швидко розвивати ринок цінних паперів в Україні, необхідно проаналізувати та впровадити найкращі міжнародні практики цієї сфери. Наразі український фондовий ринок зараз є порівняно менш розвиненим через фрагментованість управління та регулювання, а також розподіл функцій та повноважень між різними установами, що дещо ускладнює його нормальний розвиток. Однак наша держава вже взяла курс на приєднання до Європейського союзу, що означає для нашого ринку використання європейського досвіду та норм з урахуванням національних особливостей та законодавства [5, 183-185].

Історично склалося, що банки були і є головними посередниками для залучення коштів в країнах Європи та Японії. Така форма організації набула назви банкоцентрична модель. Тоді як у країнах, таких як Сполучені Штати Америки, Великобританія та Австралія, цю роль відіграють фондові ринки, саме тому така форма організації отримала назву фондова модель. У перших країнах основним джерелом фінансування є банківські кредити, тоді як у останніх ними є емісія акцій та корпоративних облігацій на фондовому ринку.

Слід відзначити, що США досить швидко розвинули свій фінансовий ринок не в останню чергу завдяки ефективному способу залучення коштів через фондову модель. Це сприяло виходу їхнього фондового ринку на

високий рівень розвитку, що включає в себе достатню зарегульованість, високий рівень ліквідності, широкий спектр фінансових інструментів та значну кількість учасників. Крім того, банківські кризи, що виникли у 90-х роках XX століття, ставили під сумнів доцільність використання банкоцентричної моделі, де банки виступали посередниками для залучення коштів. Більше того, навіть у теперішні часи банки у Сполучених Штатах продовжують банкрутувати, тимчасово заморожуючи, а інколи й з безповоротно забираючи кошти своїх вкладників. Останніми прикладами банківських банкрутств є Signature bank, Silvergate, Silicon Valley Bank, First Republic Bank. Через таку хвилю банкрутств, для уникнення «ефекту доміно», що поширився б Європою, уряду Швейцарії довелось навіть докапіталізувати один з найбільших швейцарських банків Credit Suisse.

Банкоцентрична модель не виключає існування фондових ринків, але головним посередником для фінансово-інвестиційних операцій у ній є банк, який може поєднувати традиційні банківські операції з операціями на фондовій біржі. Фондова модель ринку, з іншого боку, надає фондовому ринку головну роль у відносинах між позикодавцями та позичальниками, і при ній як правило звичайні банки не займаються біржовими операціями, адже цю функцію виконують спеціалізовані інвестиційні банки.

Останнім часом, внаслідок процесів глобалізації, спостерігається комбінування двох моделей. Наприклад, в США, де фондовий ринок має значний вплив, стимулюється розвиток банківського сектору, тоді як у континентальній Європі все більше значення набуває фондова біржа. Ця комбінація моделей отримала назву "змішана" [5, 183-185].

Варто відзначити, що аналіз організації фондового ринку у США показує його лідерство у світі, адже його частка, що складає майже половину

світового ринку. Високий рівень розвитку, ліквідності та прозорості цього ринку забезпечується чітким та досконало узгодженим державним регулюванням. Сама система організації торгів складається з двох рівнів: перший рівень - це державне регулювання Комісія з цінних паперів та бірж (SEC) та органи регулювання на рівні штатів), другий рівень - це саморегулюючі організації безпосередніх учасників торгів, такі як фондові біржі (див. Рисунок 1.3).

Система регулювання фондового ринку США



Рис. 1.3. Система регулювання фондового ринку США

Джерело: складено автором на основі [5, 183-185]

З метою регулювання та контролю угод з купівлі-продажу цінних паперів, що укладаються на фондовому ринку США, була створена розмежована депозитарно-клірингова система, яка передбачає участь багатьох установ і забезпечує максимальну прозорість даних для сторін угоди.

Варто відзначити, що до 1999 року звичайні банки обмежувалися участю на ринках державних цінних паперів та гарантуванням випуску муніципальних облігацій, що були підтримані місцевими органами влади. В той же період інвестиційні банки мали повний доступ до фондових ринків. Однак у 1999 році було внесено поправки до закону "Про банки", які послабили обмеження для звичайних банків, розвиваючи змішану модель. Зокрема, було дозволено банкам здійснювати операції з цінними паперами фінансових установ, проводити андерайтинг та гарантувати випуск цінних паперів. В результаті відбулася централізація клірингових установ, наприклад, інформація про угоди трьох з семи фондових бірж надходила до однієї організації - National Securities Clearing Corporation (NSCC).

Другий рівень організації торгів (CIF) представлений саморегульованими фондовими біржами. Наразі в США функціонує лише 7 бірж, порівняно з 38 у 1930-х роках. Це пов'язано з тим, що як зазначено раніше, глобалізація сприяла розвитку банків у США та переходу до змішаної моделі. Це надало Сполученим Штатам статус світового фінансового центру, оскільки гроші з різних країн надходили у вигляді інвестицій до цієї країни, роблячи країни-інвестори залежними від циклів економіки США. На той час ринок нерухомості швидко розростався, а фінансові установи надавали пільгові кредити з низькими відсотковими ставками, що також стимулювалось державою. Глобалізація призвела до послаблення регулятивної ролі держави в

фондовому ринку на користь банків, які надавали кредити без належної перевірки платоспроможності громадян та створювали фінансові інструменти з надійним рейтингом AAA, хоча фактичний рейтинг інвестиційної надійності був значно нижчим. Держава не мала напрацьованих методів оцінки ризиків цінних паперів і повністю довіряла банкам в цьому питанні. В певний момент фінансові інструменти надули бульбашку економіки занадто сильно, ціни на нерухомість зростали двозначними темпами. В цей же час стало все більш очевидним стало те, що банки некоректно оцінювали ризики. Інвестори, які придбали ці фінансові інструменти, зрозуміли, що позичальники не здатні виконати усі взяті на себе зобов'язання, і на ринку поступово почались продажі згаданих інструментів. Криза, спричинена неплатежами за іпотечними кредитами та, як наслідок, знецінення похідних фінансових інструментів, що почалась в США, швидко поширилася і на інші країни, оскільки вже на той момент вони були тісно сплетені угодами з придбання здавалося б дуже привабливих інструментів у американських банків. Таким чином, глобалізація негативно вплинула на світову економічну систему, і поглиблена через неї криза знизилася капіталізацію фондового ринку США на 43% порівняно з 2007 роком. Першопричиною стало те, що держава послабила свій контроль над системою на користь банків. Таким чином змішана модель стала одним із чинників потужної економічної кризи в США, і країна змушена була визнати, що найефективнішим розвитком фондового ринку буде забезпечення такого ж сильного контролю з боку державних органів, як це було раніше [5, 183-185].

Ще одним прикладом для вивчення може бути Німеччина, оскільки її модель фондового ринку є протилежною до США, банкоцентричною. У Німеччині майже всі операції на фінансовому ринку проводяться через банки, водночас існують страхові компанії та інші фінансові посередники. Це привело до формування найбільш концентрованої мережі банків у країні,

наразі їх кількість перевищує 2400. Близько 55% усіх банків в Німеччині є кредитними кооперативами, більшість з яких є невеликими фінансовими установами. Обсяг німецького фондового ринку значно менший, ніж у США, оскільки компанії традиційно задовольняють свої фінансові потреби через банківські установи.

Всі операції з купівлі-продажу цінних паперів здійснюються через депозитарно-клірингову систему, власником якої є Німецька фондова біржа (див. рис. 1.4).

Система регулювання фондового ринку Німеччини

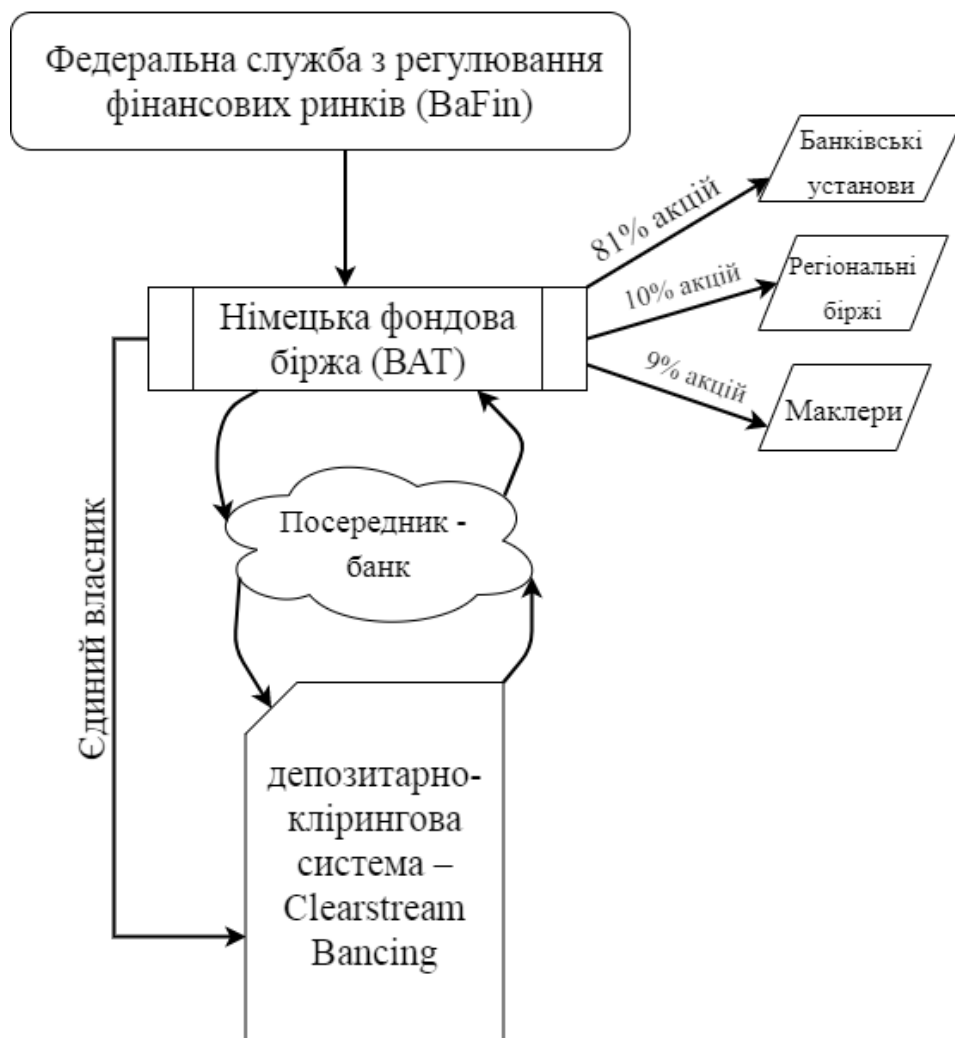


Рисунок 1.4. Система регулювання фондового ринку Німеччини

Джерело: складено автором на основі [5, 186-187]

Система укладення угод повністю комп'ютеризована, а всі угоди здійснюються з цінними паперами, які зберігаються у центральному депозитарії (за винятком іменних акцій та окремих облігацій).

Глобалізація сприяла розвитку фондового ринку в цій країні, з цією метою була запроваджена програма-стратегія "Фінансовий майданчик країни". У 2002 році було створено єдиний орган, що регулює діяльність банків, ринків цінних паперів та страхових компаній - Федеральну службу з регулювання фінансових ринків (BaFin) [5, 186-187].

Досвід Німеччини є ближчим до України, оскільки в українських умовах банки теж відіграють значну роль у забезпеченні фінансування підприємств. Однак, на відміну від України, у двох вищезгаданих країнах з високорозвиненим фондовим ринком, спільним фактором є наявність єдиного регулюючого органу, завдяки якому ринки успішно функціонують.

Говорячи про Францію, її фондовий ринок є прикладом змішаної моделі (див. рис. 1.5). Він займає четверте місце в світі за капіталізацією. Його найбільш активний розвиток відбувся в 1990-х роках і продовжується дотепер. Досвід Франції був використаний ринками цінних паперів Польщі, Чехії, Угорщини та інших країн.

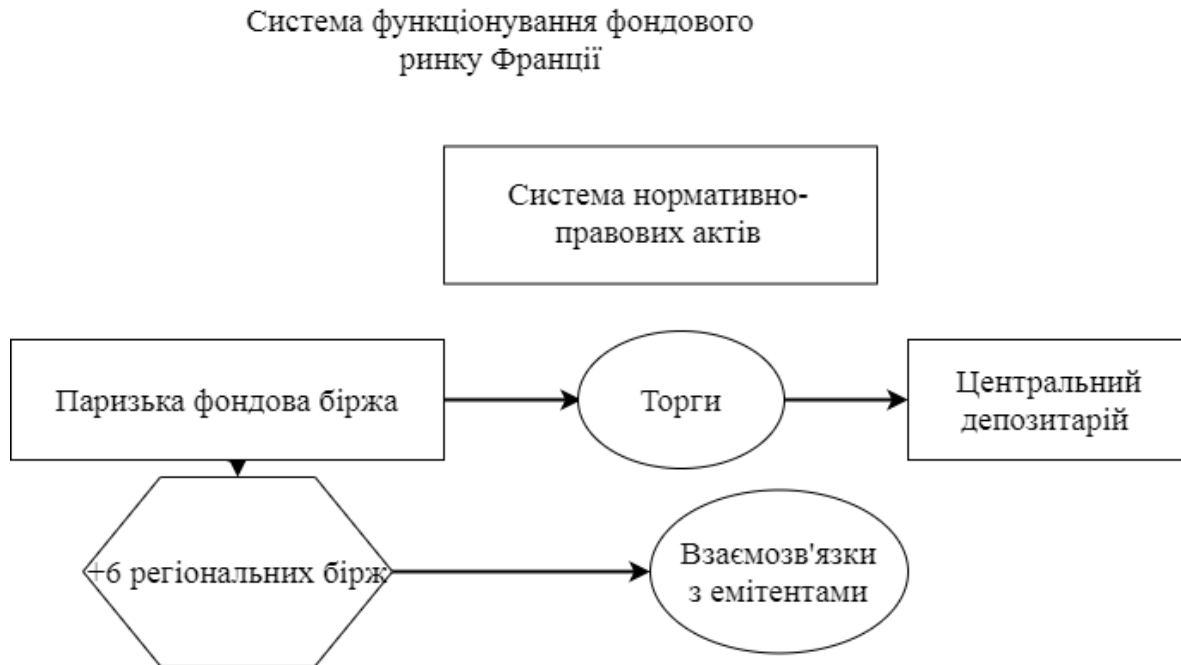


Рисунок 1.5. Система регулювання фондового ринку Франції

Джерело: складено автором на основі [5, 188-189]

У 1980-х роках було прийнято ряд законодавчих актів, що сприяли розвитку фондового ринку відповідно до директив Європейського Союзу. Згодом інформацію про цінні папери було переведено в електронну форму, і переведено на збереження в Центральний депозитарій Франції.

Основним та найбільшим торговим майданчиком на французькому фондовому ринку є Паризька фондова біржа, де відбуваються операції з купівлі-продажу цінних паперів. У додаток до цього, є ще 6 регіональних бірж, які обслуговують емітентів. Ці біржі є відкритими акціонерними товариствами, а їхні акції належать банкам, страховим компаніям та іншим фінансовим установам.

Особливий інтерес для України становить досвід розвитку фондового ринку в Польщі, оскільки він, подібно до нашої країни, почав свій розвиток після розпаду Радянського Союзу у 1991 році шляхом приватизації

підприємств та первинного розміщення акцій на біржі. Для контролю цього процесу була створена комісія з цінних паперів і бірж.

Поляки взяли за основу французьку модель фондового ринку, що передбачала достатньо гнучкий державний контроль і можливість залучення банків до торгівлі цінними паперами. Вони також впровадили необхідні нормативно-правові засади, що відповідають стандартам Європейського Союзу. Такий підхід є одним з ключових факторів успішного функціонування ринку цінних паперів. Найбільшою біржою в Польщі є Варшавська біржа, яка також є головною у моноцентричній біржовій системі країни [5, 189].

Наразі до її структури входять три майданчики для проведення торгів: основний ринок, альтернативна торгова система, яку ще називають New Connect, та система для випуску, розміщення та проведення торгів борговими цінними паперами для державних одиниць та комерційних підприємств (рис. 1.6).

Підводячи підсумки розглянутих вище моделей організації фондових ринків обраних країн, можна зробити висновок, що спрямована дія державних інституцій, які виступають законодавцями фондового ринку, є важливим фактором для його швидкого всебічного розвитку, навіть у випадку, якщо модель залучення капіталу у країні є банкоцентричною. Це підтверджують приклади наших західних сусідів, зокрема Німеччини, Польщі та Франції.

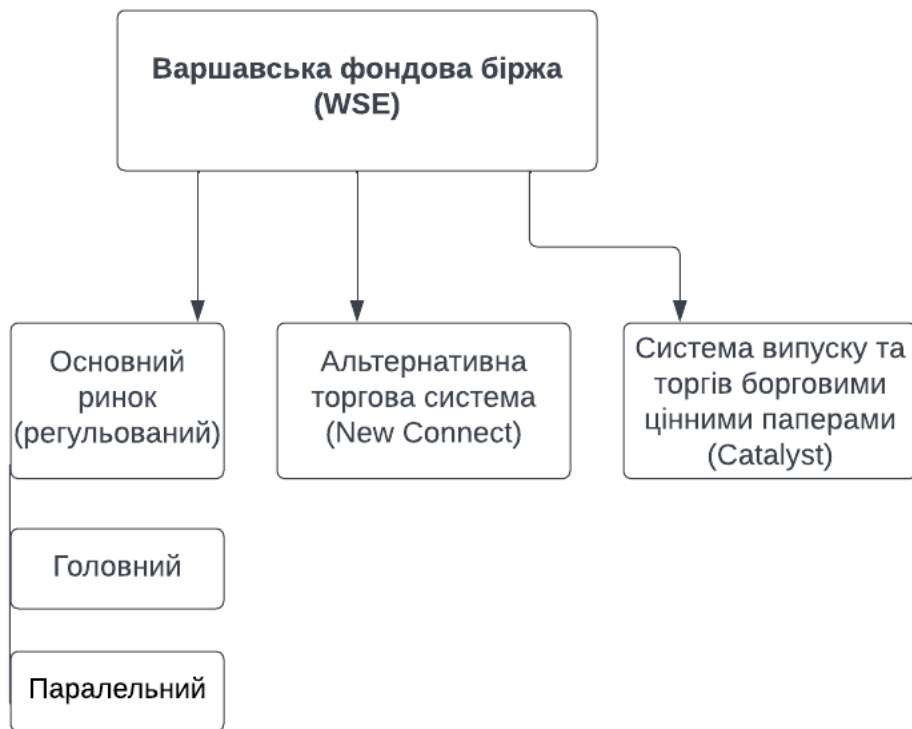


Рисунок 1.6. Система функціонування Варшавської фондової біржі

Джерело: складено автором на основі [6]

Навіть при тому, що запорукою високого рівня розвитку фондового ринку є чітка систематизованість регуляторних заходів з боку відповідальних інституцій, втручання держави у ринкові відносини має бути обмеженим і застосовуватись лише для вчасного попередження наслідків впливу підвищених ризиків, проведення профілактичних заходів та подолання флуктуацій, що виникають через зазначені ризики. Саме тому державі слід делегувати функцію управління ринком та відстежувати його розвиток, вчасно попереджаючи утворення фінансових пірамід або роздування бульбашок, що за умови втрати інвесторами коштів можуть підривати їхню довіру до ринку загалом.

Висновки до розділу 1

Таким чином, фондовий ринок - це механізм, що забезпечує взаємовигідні відносини між інвесторами та емітентами цінних паперів. Це дозволяє розвивати не тільки підприємства, що завдяки ньому залучають додатковий капітал, але й позитивно впливає на розвиток країни в цілому. Розвинений фондовий ринок сприяє зростанню ВВП, адже через ефективніше залучення та використання підприємством фінансових ресурсів збільшується його випуск готової продукції чи послуг, задовольняючи все більше попиту та продукуючи нові робочі місця та приваблюючи іноземних інвесторів до участі у фондовому ринку. Завдяки розширенню випуску та збільшенню виручки, збільшуються надходження у державний бюджет, що позитивно впливає на розвиток нашої країни.

Крім того, розвинений фондовий ринок допомагає перерозподіляти кошти між різними сферами економіки, адже інвестори прагнуть максимально ефективного використання їхніх коштів. Таким чином країна стає стабільнішою з макроекономічної точки зору завдяки збалансованому розвитку усіх галузей та достатній кількості капіталу для їхнього розвитку. Нерозвинений фондовий ринок стримує економічний розвиток, оскільки, перш за все не може бути забезпечена цілковита ефективність використання особистих коштів домашніх інвесторів, а також іноземних, для яких в першу чергу у гонитві за вищими дохідностями на ринках, що розвиваються, важливими є регуляторне законодавство у сфері захисту інвесторів, а також ліквідність обраного ринку.

Недостатньо розвинений фондовий ринок породжує ризик витоку капіталу за кордон, оскільки досвідчені інвестори можуть реєструватись на інших біржах та вкладати кошти в цінні папери іноземних компаній, що

опосередковано розвиватиме країни, які спромоглись створити кращі умови для інвесторів та компаній-емітентів. Кожна гривня, яка витікає з України до інших країн, могла б бути потенційно інвестована у вітчизняні підприємства.

Крім того, деякі вітчизняні компанії не знайшовши необхідних варіантів для залучення капіталу, розглядають можливість виходу на міжнародні фондові біржі. Наприклад, холдинги "Миронівський хлібопродукт" та "Ferrexpo" пройшли процедуру лістингу на Лондонській фондовій біржі й залучили необхідний для подальшої діяльності капітал саме там.

Опираючись на світовий досвід, можна зробити висновок, що для розвитку фінансового ринку країни, не залежно від його моделі, необхідно чітко визначити та розмежувати управлінські функції між регуляторними органами. Крім того, слід закріпити ці функції нормативно-правовими актами, що у випадку нашої країни відповідатимуть загальноприйнятим Європейського Союзу та стануть ще одним кроком на зустріч та сприятиме інтеграції України до нього. Країни, що досліджувалися у цьому контексті і мають схожу на українську банкоцентричну модель залучення грошових ресурсів (Німеччина, Франція, Польща), є наглядними прикладами того, що при таких умовах фондовий ринок може успішно працювати і розвиватись, відхиляючись від згаданої моделі на користь змішаної. У всіх цих країнах спостерігається чіткий розподіл функцій між інституціями, обмежене втручання держави та переважають ринкові механізми врегулювання флуктуацій.

Для вітчизняного ринку цінних паперів надзвичайно важливим та наочним є досвід Польщі, особливо з огляду на подібне положення, в якому опинились обидві країни після розпаду Радянського Союзу, а також їхню географічну та ментальну близькість. Проведене дослідження підтверджує, що для успішного розвитку фондового ринку найоптимальніше мати чітко

функціонуючі інституції, що забезпечують ефективне операційне функціонування, та обмежене втручання держави. При цьому доцільним є використання юридичної бази, яка вже успішно працює у Європейському Союзі, замість створення з чистого листа паперу власної законодавчої бази. Якщо будуть дотримані ці рекомендації, співробітництво з міжнародними інституціями та активна популяризація національного фондового ринку як засобу залучення капіталу, можна передбачати його стрімкий розвиток вже у перспективі найближчих років.

РОЗДІЛ 2. ВПЛИВ МОНЕТАРНИХ ІНСТРУМЕНТІВ НА СТАН ФОНДОВОГО РИНКУ В УМОВАХ ПІДВИЩЕНИХ РИЗИКІВ

2.1. Теоретичні аспекти впливу монетарних інструментів на стан розвитку фондового ринку.

Для успішної реалізації стратегії подальшого удосконалення фондового ринку в Україні, надзвичайно важливим є проведення аналізу інструментів монетарної політики держави, які безпосередньо або опосередковано впливають на його розвиток. Визначення найбільш значущих факторів дозволить спрямувати зусилля на їх вдосконалення та реалізацію ефективної монетарної політики, спрямованої на покращення стану ринку цінних паперів в Україні.

Монетарна політика представляє собою комплекс заходів, які здійснює центральна монетарна інституція країни (для нашої держави це Національний банк України) для регулювання грошово-кредитної ситуації в державі та забезпечення стабільності цін для населення [8, 2]. Одним із основних інструментів монетарної політики є облікова ставка центрального банку, зміна якої дозволяє впливати на вартість капіталу у країні.

Облікова ставка є ключовим монетарним інструментом, який використовується центральним банком для регулювання грошово-кредитної політики в країні. Це своєрідний сигнал для банків та інших учасників ринку про вартість залучених та позикових коштів. Крім того, центробанк може встановлювати коридор процентних ставок, що викликає необхідність фінансових установ не виходити за ці межі. Цей ефект досягається за

допомогою трансмісійного механізму, який передає зміни облікової ставки до вартості кредитів та депозитів [1].

Це пояснюється дією трансмісійного механізму. Трансмісійний механізм впливу означає ефект зміни облікової ставки центральним банком на фінансовий сектор та економіку в цілому. Перш за все, зміна облікової ставки прямо впливає на зміну відсоткових ставок комерційних банків та інших учасників грошово-кредитного ринку. Це призводить до зміни вартості капіталу в країні, що впливає на обсяги споживання, заощаджень та інвестицій (включаючи іноземні), які, в свою чергу, мають вплив на заробітні плати та загальний рівень цін. Рівень розвитку фондового ринку є одним з критеріїв ефективності процентного каналу [9, 32-34].

Під впливом зміни облікової ставки на фінансових ринках відбуваються зміни цін на фінансові активи, що може привести до ефекту балансу - збільшення балансу підприємств і збільшення їхньої забезпеченості для отримання позик. Це збільшує ліквідність фінансових ринків та стимулює підвищення споживання домогосподарств за рахунок зростання заробітних плат. Крім того, це може привести до ефекту багатства, коли збільшення прибутків підприємств призводить до зростання вартості їхніх акцій. Цей ефект зумовлений не тільки фундаментальними факторами, але і очікуваннями інвесторів щодо подальшого розвитку діяльності. Такі зміни викликаються зміною облікової ставки, яка є важливим монетарним інструментом [9, 32-34].

Зі зміною облікової ставки відбуваються зміни в цінах на фінансові активи, що призводить до зміни розмірів балансів підприємств, і це явище відоме як ефект балансу. Завдяки ефекту балансу (зазвичай, збільшенню балансу) підприємства можуть запропонувати більшу заставу своїм кредиторам та отримати більш вигідні позики, що сприяє збільшенню активності на фінансових ринках шляхом пожвавлення економічної

активності та підвищення їхньої ліквідності. За рахунок зростання заробітних плат та ефекту балансу можна зробити висновок, що споживання домогосподарств (найнятих працівників та власників підприємств) збільшується відповідно до їхніх доходів. Це явище відоме як ефект багатства. Даний ефект приводить до збільшення прибутків підприємств і, відповідно, до зростання вартості їхніх акцій, що визначається як фундаментальними факторами, так і спекулятивними очікуваннями інвесторів на подальші успіхи в діяльності [15].

Таким чином можемо припустити, що чим нижча в країні облікова ставка, тим дешевшій в ній гроші, і тим більше учасників виходять на фондовий ринок в пошуках вищої дохідності, ніж її можуть запропонувати депозитні ставки на банківські депозити або державні боргові цінні папери.

На практиці, найкращим підтвердженням доволі суттєвого впливу облікової ставки на стан фондового ринку є динаміка облікової ставки Федеральної резервної системи США (Рис. 2.1). На графіку можна помітити, що під час виникнення кризових ситуацій в економіці, зокрема у 2000-2001 роках, 2007-2008 роках і 2020 році, Федеральна резервна система США різко знижувала облікову ставку з метою забезпечення економіки ліквідністю та доступними джерелами фінансування. Після того ж, як починала зростати інфляція, а ринок – перегріватись, ставку поетапно підвищували до докризових рівнів.

На наведених рисунках можна чітко прослідкувати зворотню залежність між значенням ключової ставки та значенням фондового індексу. Наприклад, помітним є останнє падіння індексу у зв'язку з поступовим підвищенням облікової ставки до значення у 5%.

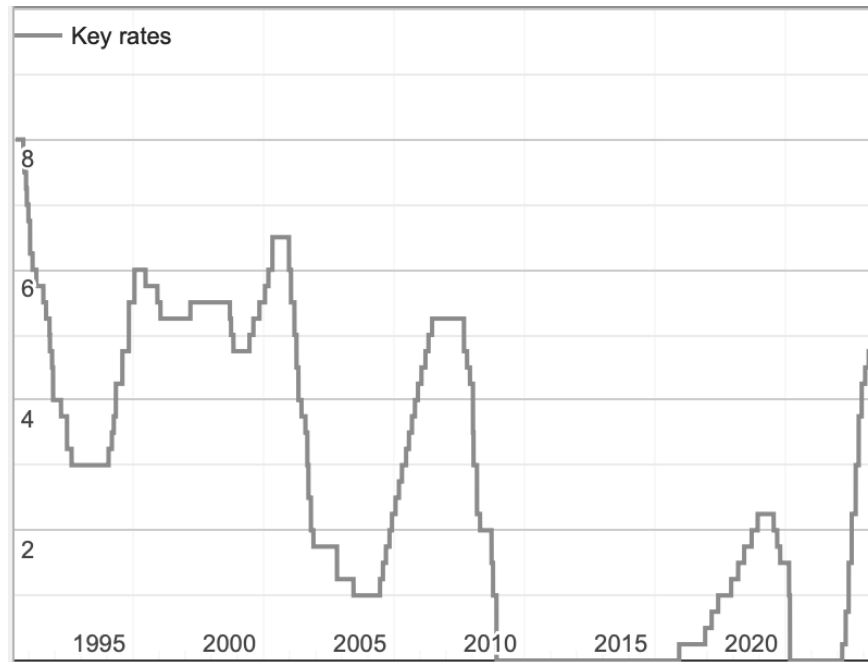


Рисунок 2.1 Динаміка облікової ставки США з 1993 по 2023 рік

Джерело: складено автором на основі [16]

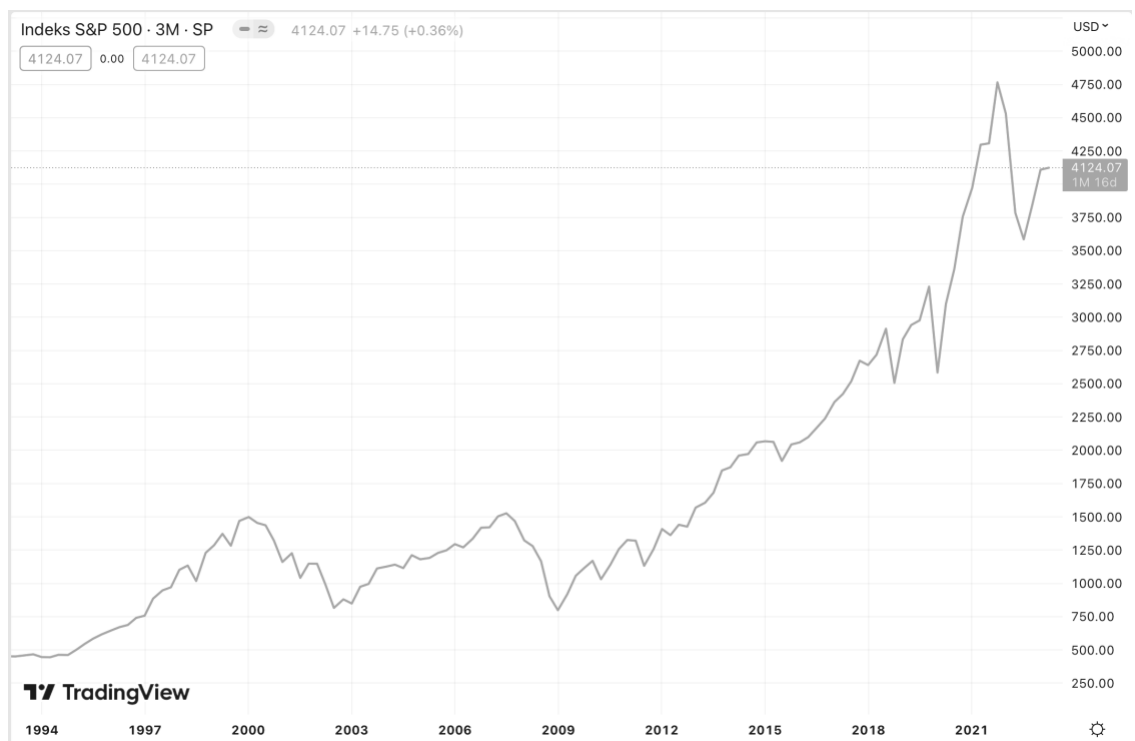


Рисунок 2.2 Динаміка значень індексу S&P500 з 1993 по 2023 рік

Джерело: складено автором на основі [17]

Зокрема, завдяки таким втручанням у попередні періоди, економіка Сполучених Штатів досить швидко відновлювалась, досягала докризових показників і перевершувала їх.

Також існують інші інструменти монетарної політики, що мають вплив на стан фондового ринку такі як валютні інтервенції, що передбачають вихід монетарної інституції на валютний ринок та зміну пропозиції іноземної валюти шляхом її розміщення або навпаки - викупу, встановлення обов'язкових резервів для банків, операції РЕПО, купівля та продаж державних цінних паперів та операції своп [11].

2.2 Функціонування фондового ринку в умовах підвищених ризиків. Порівняння вітчизняного та світового досвіду.

Підвищеним ризиком у випадку України є початок російської військової агресії, а саме 24 лютого 2022 року, коли росія розпочала повномасштабне вторгнення до України.

Розглянімо спершу дії, що були впроваджені регуляторами одразу після початку повномасштабного вторгнення. Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку було прийнято рішення про тимчасове призупинення обігу, викупу та розміщення для усіх цінних паперів, окрім критично необхідних для продовження функціонування національного

фінансового ринку: ОВДП та ОЗДП – тобто необхідних для продовження обслуговування національного та зовнішнього державного боргу [18].

Таким чином було фактично призупинено роботу більшості організацій, що обслуговували інфраструктуру фондового ринку та не були дотичні до згаданих вище фінансових інструментів.

Національний Банк України у свою чергу:

- обмежив зняття готівки до 100 тисяч гривень на день
- заборонив банкам видачу коштів у іноземній валюті з особистих рахунків клієнтів
- призупинив роботу валютного ринку України, проте клієнтам надана можливість продавати іноземну валюту
- зафіксував офіційний курс долара на позначці 29.25 грн за долар США
- призупинив здійснення транскордонних безготівкових валютних платежів
- призупинив можливість емісії банків-емітентів квазі-готівкових коштів та їх обігу [11].

Пізніше, у липні 2022 року обмінний курс долара США до гривні було зафіксовано на новому рівні – 36.57 грн. Ще згодом фізичні особи отримали можливість купувати валюту через розміщення строковго депозиту в іноземній валюті щонайменше на 3 місяці.

Також під час дії воєнного стану НБУ тимчасово зміг здійснювати викуп військових ОВДП. За 2022 рік сума таких операцій склала близько 400 млрд грн [11].

У другій половині 2022го було прийнято рішення про обмеження фінансування дефіциту бюджету шляхом емісії, що спричиняло значний попит на іноземну валюту та споживчий імпорт через державні витрати та

погіршення очікувань. У результаті цього, обсяги придбання Національним банком цінних паперів на первинному ринку значно зменшилися.

Реалізація такого значного ризику як повномасштабне воєнне вторгнення може суттєво впливати на економіку країни. Особливо це стосується зовнішньої торгівлі, оскільки зменшення експорту та імпорту може призвести до скорочення виробництва та, як наслідок, зниження ВВП. Згідно з оцінкою Державної служби статистики України, реальний ВВП у 2022 році знизився на 29.1%. Це спричинено цілою низкою факторів таких як окупація великої кількості територій та примусова депортація частини населення на територію російської федерації, здійснення обстрілів усієї території нашої держави, влаштування збоїв у логістичних ланцюжках, блокада портів на узбережжі Чорного та Азовського морів, руйнування багатьох інфраструктурних об'єктів, зокрема найбільш відчутної шкоди було завдано через обстріли енергетичної інфраструктури. Через постійну небезпеку близько 6 мільйонів українських жінок з дітьми були вимушені покинути територію України переїхавши до інших країн-сусідів. Військова агресія спричинила погіршення очікувань підприємств, значне скорочення надходжень інвестицій до України, значне скорочення зовнішньої торгівлі та девальвацію національної валюти [11].

Активні бойові дії несуть значні ризики для неперервності господарської діяльності підприємства, адже вони можуть зазнати серйозних фізичних ушкоджень через обстріли території країни, що бере участь у війні. Часто такі ушкодження призводять до часткової або повної зупинки виробництва, скорочення робочих місць та в найкращому випадку до фізичної релокації підприємства. В найгіршому ж випадку воно припиняє свою господарську діяльність до часів стабілізації зовнішньо-політичної ситуації у регіоні. Окрім

самих підприємств, не є застрахованими від наслідків військових дій і склади, логістичні центри, автопарки та інші частини необхідної для провадження господарської діяльності інфраструктури.

24 лютого 2022 року Торгово-промисловою палатою було юридично зафіксовано настання форс-мажору, що звільняє від відповідальності за раніше взятими на себе зобов'язаннями при умові їх утворення через настання згаданого форс-мажору. Зокрема, таким чином страховики звільняються від зобов'язання покривати страхові збитки при їх утворенні через безпосередній вплив військових дій, наприклад таких як пошкодження чи руйнування нерухомості, автівок та інших об'єктів внаслідок ворожих обстрілів [11].

За даними Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР), у 2022 році загальний обсяг емітованих цінних паперів був удвічі нижчим, ніж у 2021. Було проведено 20 емісій акції загальною сумою 35 млрд грн, що на 7.8 млрд грн менше, ніж у попередньому році (Рис 2.1.)

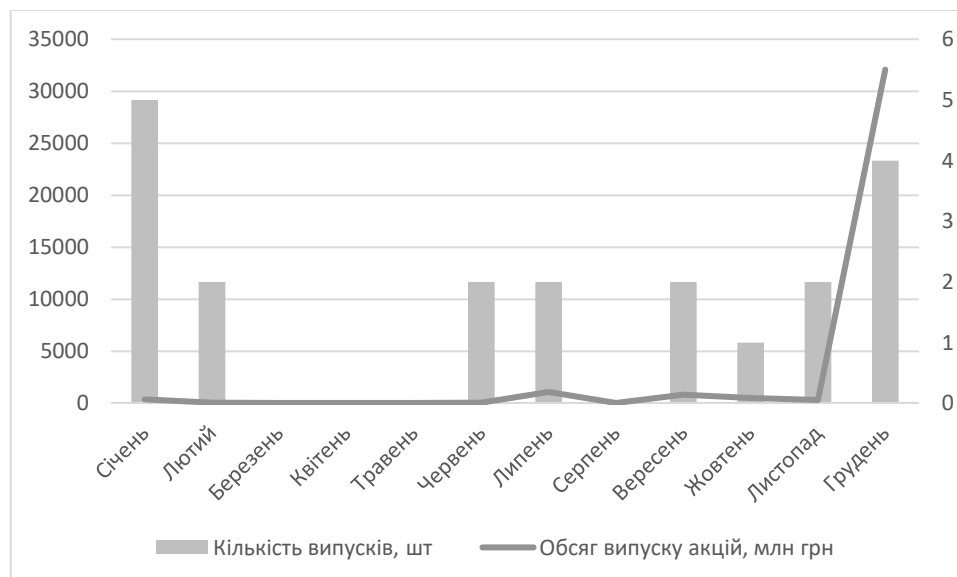


Рисунок 2.1 Кількість випусків акцій та їхній обсяг у 2022 році помісячно

Джерело: складено автором на основі [20]

Як бачимо з графіку, протягом періоду найактивнішої фази бойових дій по усій території країни, а саме з кінця лютого по травень 2022 року, емісій акцій не відбувалось. Це пов'язано як з регуляторним призупиненням цього процесу, так і з суттєвою невизначеністю емітентів щодо подальшої стратегії функціонування.

Більше того, продовжувалось емітування облігацій підприємств як у національній валюті, так і в доларах США. Загалом на суму близько 2 млрд грн, що на 8 млрд грн менше, ніж у 2021 році.

Як можемо бачити з наведеного нижче графіка (Рис. 2.2), обсяг торгів на організованих операторах торгівлі різко впав протягом першим місяців повномасштабної агресії та під кінець року становив лише четвертину довоєнного рівня.

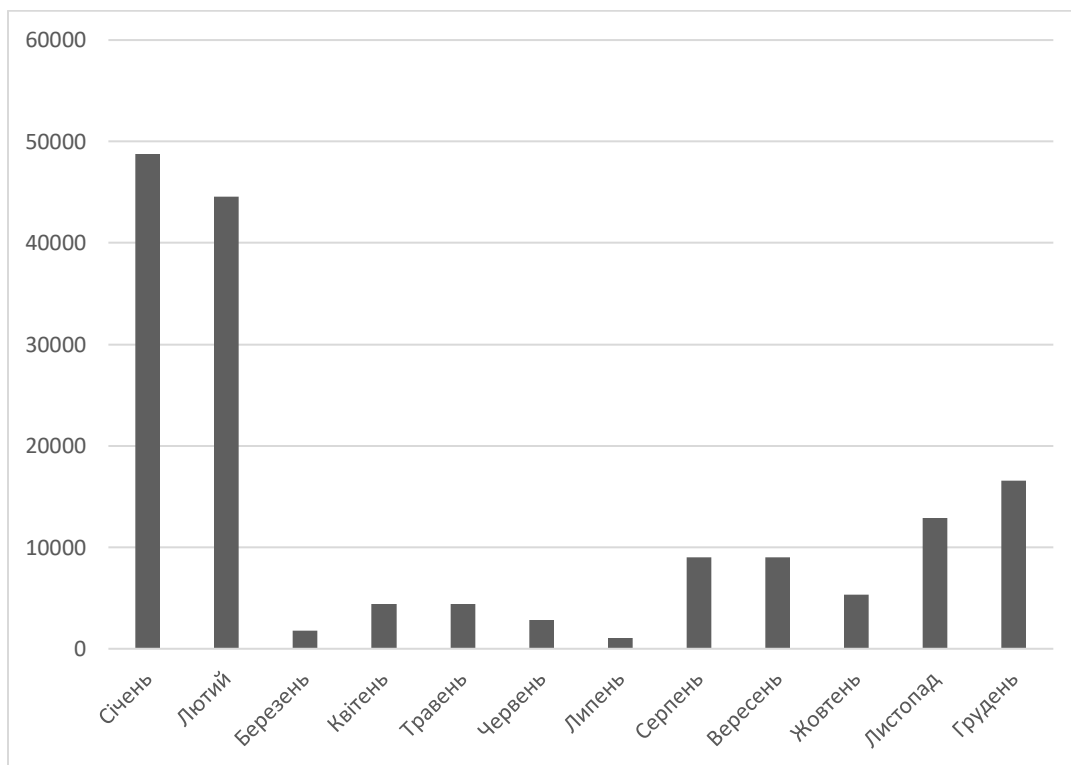


Рисунок 2.2 Обсяг торгів на організованих майданчиках торгівлі у січні-грудні 2022 року, млн грн.

Джерело: складено автором на основі [20]

Більше того, у травні 2022 року НКЦПФР призупинила дію ліцензії біржі УМВБ до кінця дії воєнного стану. За інформацією регулятора, бенефіціарні власники біржі вели діяльність, на яку не мали відповідних ліцензій. Наразі ці факти перевіряють комісією [20].

ОВДП продовжують займати лідируючу позицію серед інших фінансових інструментів за обсягами торгів, що складають 95% від загального обсягу, або 153 млрд грн. В той же час, біржі «ПФТС» та «Перспектива» продовжують займати лідерство та складають 90% від загального обсягу торгів. На наступному графіку можна побачити розподіл обсягу торгів по головних організатор торгівлі та вторинні ринки, які мають найбільший попит. (Рис 2.3)

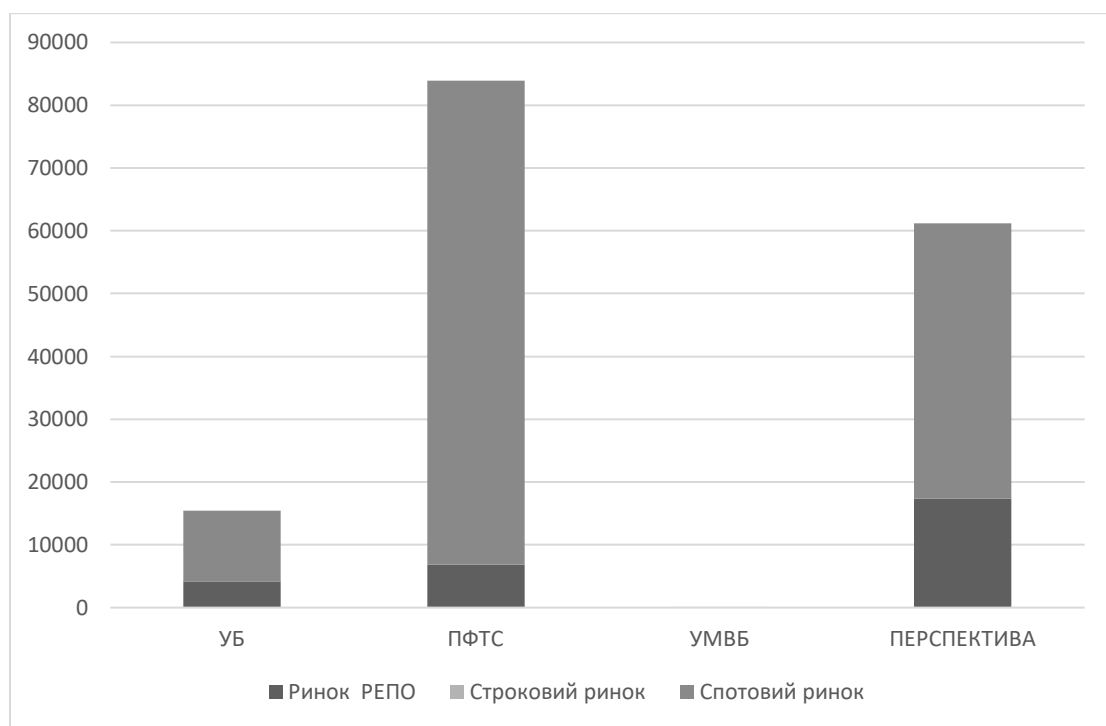


Рисунок 2.3 Обсяг торгів на організованих майданчиках торгівлі у січні-грудні 2022 року у розрізі ринків, млн. грн

Джерело: складено автором на основі [20]

Через призупинення торгівлі акціями, індекс ПФТС змінював своє значення лише двічі з початку повномасштабного вторгнення, адже фактично торги акціями, що входять до його складу, не відбуваються.

Склад індексу ПФТС постійно змінюється, але включає акції провідних компаній з високою капіталізацією, великим обсягом торгів, кількістю угод та іншими факторами, що забезпечують високу ліквідність цінних паперів. Наприклад, у 2011 році індекс включав акції 20 підприємств, таких як Алчевський металургійний комбінат (ALMK), Азовсталь (AZST), Райффайзен Банк Аваль (BAVL), Крюківський вагонобудівний завод (KVBZ), Донбасенерго, Мотор Січ (MSICH), Укрнафта (UNAF) та інших. А станом на другий квартал 2020 року, до складу індексу ПФТС увійшли акції семи емітентів, зокрема Райффайзен Банк Аваль (BAVL), Центренерго (CEEN), Донбасенерго (DOEN), Крюківський вагонобудівний завод (KVBZ), Турбоатом (TATM), Укрнафта (UNAF) та Укртелеком (UTEL) [21].

За умови призупинених торгів на вітчизняному фондовому ринку, можемо проаналізувати реакцію цінних паперів українських емітентів на закордонних біржах, наприклад, акції Миронівського хлібопродукту, що торгується на лондонській біржі (рис 2.4).



Рисунок 2.4 Динаміка котирувань акцій Миронівського хлібопродукту протягом 5 років, тикер MHP.SE.

Джерело: [2]

Як можемо побачити, ціна на акції впала майже удвічі після початку повномасштабної війни та слабо відновлюється, знаходячись біля своїх мінімальних значень.

Миронівський хлібопродукт є аграрно-орієнтованим підприємством, тому для об'єктивності дослідження розглянемо ще акції українського підприємства металодобувної та переробної галузі Ferrexpo, що також котирується на Лондонській фондовій біржі (Рис. 2.5).



Рисунок 2.5 Динаміка котирувань акцій Ferrexpo протягом 5 років, тікер FXPO.L.

Джерело: [2]

З графіку можемо побачити, що акції підприємства впали у ціні більше ніж удвічі після січня 2022 року та наразі знаходяться близько до мінімальних значень за період, не показуючи знаків оновлення висхідного тренду.

Обидва графіки вказують також на те, що інвестори побоюючись повномасштабної агресії, почали продавати акції українських підприємств ще у грудні 2021 – січні 2022 року, коли увесь інфопростір був насичений новинами про акумулювання російських військових на кордоні з Україною.

Розвинений фондовий ринок є ефективним засобом залучення коштів для розвитку підприємств, держави і економіки в цілому. Однак в Україні він ще тільки розвивається, і існують потенційні ризики, які можуть виникнути через неповноцінність ринку. Для того, щоб уникнути цих ризиків, потрібно

знайти способи перетворення вітчизняного фондового ринку на високорозвинений.

Одна з основних проблем вітчизняного фондового ринку полягає у значних труднощах, пов'язаних з процедурою лістингу, низькою ліквідністю та складною процедурою допуску до торгів. Крім того, ринок має низький рівень розвитку інституціональних інвесторів та деривативів, і значна частина торгів відбувається на позабіржовому ринку [11].

Говорячи про світовій досвід, перш за все, варто зазначити, що фондові ринки у своєму русі відображають очікування інвесторів. За умови, що інвестори вважають підприємство таким, що продовжуватиме свою діяльність, а його акції і далі котируватимуться на біржі, незалежно від поточних конфліктів між країнами, існує висока ймовірність відновлення цін після початкового різкого спаду.

Для прикладу візьмемо Сполучені Штати Америки під час початку Другої світової війни у 1939 році, коли після нападу Німеччини на Чехословаччину індекс S&P 500 втратив 25% своєї вартості, при цьому протягом року зміг відновити вже 19% цього падіння. Аналогічно, коли Німеччина напала на Францію у 1940 році, індекс знову зазнав спаду на 25%, але 9,2% цих втрат було компенсовано протягом року [22].

У контексті США фондові ринки, як правило, долають початкові спади, спричинені конфліктом. Певним чином війни можуть приносити користь економікам, які безпосередньо не зачеплені конфліктом, стимулюючи промислове виробництво для задоволення військових потреб тих, хто бере участь у бойових діях. Розвиток нових технологій, деякі з яких можуть бути застосовані в приватному секторі, також часто стимулюється збройним конфліктом [22].

Зазвичай вважається, що витрати на оборону під час воєнних конфліктів мають короткостроковий стимулюючий ефект. Однак Дж. Нордхаус [23] висловлює думку, що, на відміну від прикладів Другої світової війни, Кореї та В'єтнаму, зростання оборонних витрат під час Перської війни 1991 року не супроводжувалося збільшенням ВВП. Війна в Перській затоці призвела лише до 0,3% збільшення оборонних витрат у відсотках до ВВП, що значно менше, ніж у В'єтнамі (1,9%), Кореї (8,0%) і під час Другої світової війни (41,4%) [24].

Поєднання нафтових шоків і збільшення оборонних витрат привело Нордхауса до висновку, що війна з негативними наслідками для цін на нафту призведе до середньорічного зниження ВВП США на 0,8% протягом наступного десятиліття, і цей ефект буде обумовлений саме нафтою. Модель, розроблена McKibbin і Stoeckel (2003) для кількох країн, показала, що війна обійшлася світовій економіці у 2% ВВП до 2005 року. Вони прогнозували менші наслідки для Європи та Японії порівняно з США та Австралією. За нашими даними, ринки США та Європи найбільше постраждали від війни [26].

Говорячи про вплив на фондовий ринок загалом, існує кілька причин, які можуть впливати на ціну акцій на ньому під час війни в Іраку. По-перше, війна привела до підвищення цін на нафту. По-друге, війна призвела до збільшення витрат на оборону. Це підвищило прибутки підприємств оборонного сектору, але, також призвело до збільшення державного боргу, що збільшило вартість капіталу і, відповідно, знизило оцінку акцій. Збільшення ризику, пов'язаного з війною, також підвищило вартість власного капіталу, оскільки оцінки акцій дуже чутливі до навіть незначних змін у вартості капіталу, а також очікувань інвесторів. По-третє, ця війна призвела до погіршення відносин з деякими торговельними партнерами США, що потенційно може обмежити можливості для торгівлі та іноземних інвестицій у

довгостроковій перспективі. По-четверте, не можна виключити можливості відплати з боку Іраку або збільшення терористичних актів, що матимуть подальший негативний вплив на ціну акцій [24].

Як вже зазначалось, війна збільшує ризиковість інвестування, а тому інвестори будуть очікувати дисконту на цінні папери, щоб компенсувати цей ризик.

Безсумнівно, останнім прецедентом подібного масштабу була Друга світова війна, що пройшла Європою у період з 1939 по 1945 роки. Розглянемо для порівняння, як поводити себе фондові ринки країн, задіяних безпосередньо у військових діях.

Розглянемо кейс Франції у період, коли її територією прокотились . Ціни на фондовому ринку залишалися стабільними до оголошення війни. Здавалося, що ринок не очікував серйозних негативних наслідків від неї. Якщо розглядати період за вісімнадцять місяців до війни, то ціни знизилися приблизно на 10 відсотків як перед Першою, так і перед Другою світовою війною, і залишалися абсолютно стабільними протягом того ж періоду перед франко-пруською війною. Однак, з початком війни ціни різко змінилися. Після швидкої поразки в 1871 році ціни на акції впали на 20 відсотків. На початку Першої світової війни ціни на акції впали приблизно на 15%. Однак сценарій Другої світової війни був зовсім іншим. Через два місяці після оголошення війни, під час "drôle de guerre" (період з вересня 1939 року по травень 1940) і після перемир'я, ціни на акції зростали дуже швидко, з очевидно слабким впливом військової поразки. Це парадоксальне зростання номінальних цін під час Другої світової війни було дуже однорідним до січня 1943 року. Протягом сорока одного місяця, між оголошенням війни і січнем 1943р, лише десять місяців показували падіння цін на акції [27].

У період від оголошення війни до січня 1943 року ціни зросли в чотири рази в порівнянні з початковим рівнем. Після 1943 року тенденція змінилася в протилежну сторону, але до кінця війни загальне зростання залишалось на рівні 2,5. Можна припустити, що за цими глобальними ринковими показниками ховаються унікальні реакції окремих компаній на війну, адже саме вона може стати хорошою новиною для деяких галузей, оскільки передбачає збільшення виробництва певних категорій товарів та очікуваних майбутніх прибутків. Щоб перевірити цю потенційно позитивну реакцію на початок конфлікту (а також негативну реакцію на його завершення), авторами статті [27] були створені два однаково зважені субіндекси. Перший, під назвою "Військові постачальники", включав сталеливарну та алюмінієву промисловість, металургійні шахти та виробників електродвигунів. Другий субіндекс включав всі інші компанії з САС 40. На рисунку 2.6 представлена динаміка цих двох субіндексів протягом двох світових воєн. Це порівняння показує, що індекс "Військові постачальники" не мав кращої реакції ні під час Першої, ні під час Другої світової війни.

Такі незначні різниці субіндексів можна пояснити таким чином: по-перше, цей індекс не є достатньо репрезентативним для оцінки потенційного позитивного впливу війни, оскільки французький фондовий ринок не має жодної окремої компанії, яка спеціалізується виключно на військовій галузі, адже складається з підприємств, що займаються різними видами діяльності, включаючи виробництво зброї або мають опосередкований інтерес до військових витрат. По-друге, більшість металургійних і гірничодобувних підприємств розташовані в районах, прилеглих до німецького кордону, що є найменш сприятливим місцем розташування під час обох світових воєн. З іншого боку, на рівні акцій окремих компаній можна спостерігати позитивну реакцію на початок війни від компаній, які переважно були засновані за

межами Європи, наприклад, Port de Rosario в Аргентині та Банк Індокитаю [27].

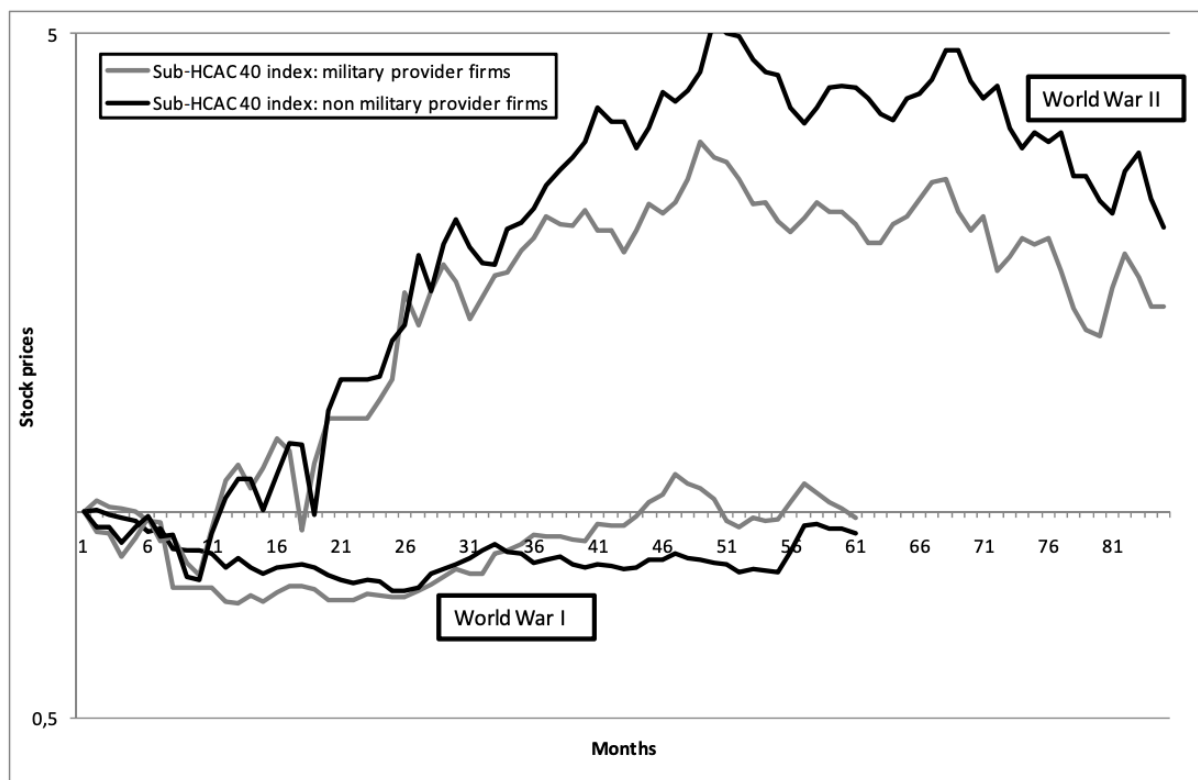


Рисунок 2.6 Динаміка коливань індексу складеного з підприємств, що виробляли зокрема товари військового призначення та невійськового.

Джерело: [27]

Серед трьох війн, що пройшли територією Франції, дві майже повністю супроводжувались втратами; франко-пруська війна спричинила 30-відсоткову реальну втрату як для акцій, так і для облігацій. Роком пізніше втрата вартості акцій становила близько 15%, а облігацій - більше 20%. Наприкінці Першої світової війни зниження реальної вартості становило близько 60% для акцій і близько 70% для облігацій. Через два роки після цього ситуація була ще гіршою: 65% для акцій і 80% для облігацій. Однак, Друга світова війна була іншою: вона включала номінальне зростання, але потужне

падіння за реальними показниками. На піку ціни на акції в 1943 році становили +93% від довоєнного рівня, але наприкінці війни реальна зміна становила -30% і -60% для облігацій [27].

Цікавим фактом є те, що під час двох світових воєн золото показує вражаючі результати. По закінченню Першої світової війни, через два роки, володіння золотими злитками зберігало таку ж реальну вартість, як і до війни. В той час як найвищий ріст акцій в січні 1943 року становив +93%, ріст цін на золото досягав +500%. В кінці Другої світової війни золото продовжувало зростати, зберігаючи зростання на рівні 400% і 20% вже у січні 1949 року. Адже у часи майже безконтрольної емісії грошової маси для фінансування військової машини країн саме золото було одним із способів збереження капіталу [27].

Перейдімо до наступних великих збройних конфліктів сучасності та розглянемо війну у В'єтнамі у 1955-1975 роках. Цікавим спостереженням є те, що навіть не сам значний ризик, а новини про його наближення можуть мати вплив на фондові ринки безпосередньо задіяних держав, а вже через них і на значну кількість інших світових фондових ринків через їхню значну інтегрованість між собою (Рис 2.7). На наведеному нижче рисунку 2.8 можна наочно побачити кореляцію новин про війну у В'єтнамі та значеннями американського індексу Dow Jones.

Наприклад, у період з липня по серпень 1964 припадає пік новин, тоді ж і вказаний індекс, що складається здебільшого з компаній промислового виробництва, реагує корекцією. Утім, як видно з того ж таки рисунку, протягом досліджуваного періоду: з 27.02.1964 по 27.02.1965 року Dow Jones Industrial Average загалом зріс на близько 10%. З цього можемо зробити висновок, що конкретно данний епізод підвищеного ризику не вплинув на глобальний тренд зростання американського індексу [28].

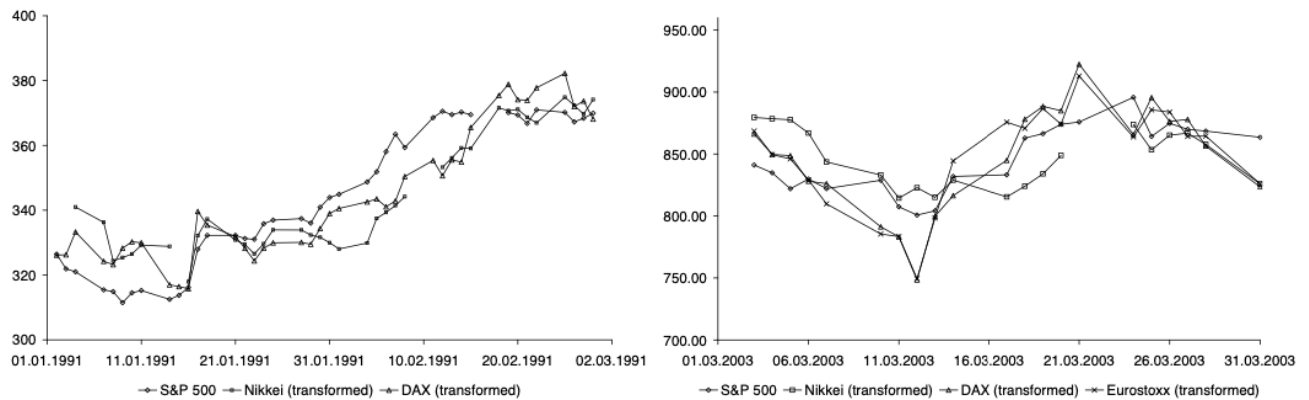


Рисунок 2.7 Порівняння індексів S&P500 (США), Nikkei (Японія), DAX (Німеччина) та Eurostoxx (ЄС) під час війни у Перській затоці (ліворуч) та війни в Іраці (праворуч).

Джерело: [28]

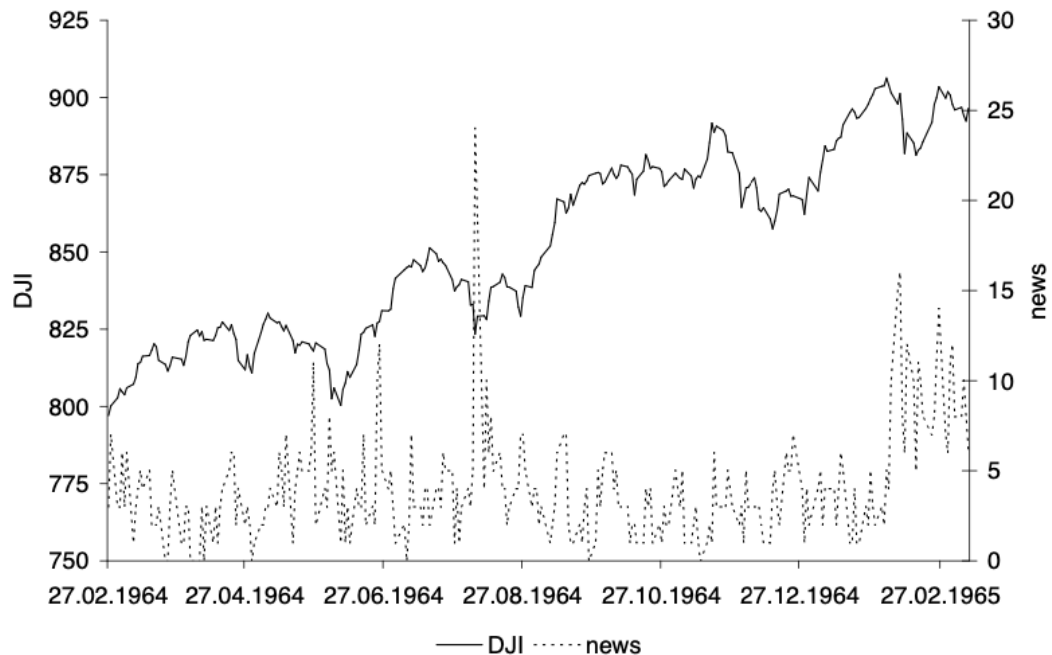


Рисунок 2.8 Динаміка коливань індексу Dow Jones Industrial Average, накладена на кількість новин щодо війни у В'єтнамі.

Джерело: [28]

Дослідження показує цікаву закономірність: з одного боку, спостерігається тенденція до падіння цін на акції, коли ймовірність війни зростає, та до зростання цін, коли з'являються ознаки мирного врегулювання. З іншого боку, початок війни у вже триваючому конфлікті може призвести до зростання цін на фондовому ринку [28].

Це явище стає ще більш складним, якщо врахувати свідчення про несподівані війни (війни без попереднього оголошення такі як залучення США у Другу світову війну, Корейська війна та війна у персидській затоці). У цих випадках ми спостерігаємо тенденцію до зниження цін на фондовому ринку після початку війни. Іншими словами, тенденція до падіння або зростання цін на акції, що входять до складу аналізованих індексів залежить не стільки від самого факту війни, скільки від попередньої динамік, а саме від того, чи була війна несподіваною. Поясненням закономірності, коли одна й та сама війна спочатку знижує ціни на фондовому ринку зі збільшенням ймовірності конфлікту, а потім, нарешті, призводить до їх зростання, може бути постулат, що ціни на фондовому ринку відображають очікування щодо майбутнього економічного розвитку країни. Адже до початку самого збройного конфлікту жодна зі сторін до кінця не розуміє його масштабу та наслідків. З початком же та його розвитком учасники фондового ринку можуть приблизно оцінити очікувані збитки та наслідки для повоєнної економіки обраної країни, саме тому прогнози стають більш точними, а тому більш точно можна оцінювати справедливую вартість активів, що торгуються на фондовому ринку, та робити відповідні операції з ними [28].

2.3 Напрями щодо зменшення впливу підвищених ризиків на вітчизняний фондовий ринок, перспективи його відновлення.

Війна несе за собою лише негативні ефекти для економіки та викликає руйнівні процеси всередині неї, які часто є незворотними. В той час як відновлення економічних показників, як до прикладу ВВП часто потребує значно більшого часу. За уточненим прогнозом Світового банку, ВВП зросте на 0.5% у 2023 з подальшим зростанням на 3.5% у 2024. При цьому показник боргу до ВВП зростає з 78% у 2023 році до 97% у 2024. Значне погіршення рівня життя людей, що пов'язано з повномасштабною війною можна оцінити виходячи з показнику частки населення, що опинились за межею бідності, вона зросла з 5.5% у 2021 році до 24.1% у 2022, повертаючись до значення 15 річного максимуму за цим показником [30].

Важливим елементом відновлення є розвиток пошкодженої та знищеної інфраструктури, адже це те, що допомагає бізнесу задовольняти свої логістичні потреби та безперебійно доставляти готові товари та/чи послуги до споживача.

Окремо варто звернути уваги на підтримку малого та середнього бізнесу, оскільки цей сектор є одним з ключових джерел розвитку економіки, адже забезпечує створення нових робочих місць та є своєрідним драйвером інновацій та кращого клієнтського досвіду у відповідних сферах господарської діяльності.

Заходи з підтримки малого та середнього бізнесу включають:

- дешеве кредитування, що зокрема забезпечувала програма доступних кредитів «5-7-9»;

- впровадження податкових пільг та спрощення процедур реєстрації бізнесу.
- Забезпечення інформаційної підтримки, що полегшує для підприємців-початківців ведення фінансового обліку, працевлаштування найманих працівників, своєчасну та повну сплату усіх податків, юридичну підтримку, отримання необхідних ліцензій для провадження господарської діяльності та інше.

Задля відновлення розвитку фондового ринку, на Весняному діловому форумі було запропоновано низку рішень, що включають

- спрощену процедуру реєстрації роздрібних інвесторів, що планують проводити операції з цінними паперами в межах ліміту у 400 тисяч гривень;
- проведення валютного дерегулювання, що зробить можливим проведення валютних операцій на біржі;
- спрощення процедур для емітентів цінних паперів, що зокрема дозволить збільшити кількість первинних розміщень цінних паперів [29].

Окрім того, для полегшення ведення бізнесу загалом, що сприятиме виходу вітчизняних компаній на фондовий ринок у якості емітентів цінних паперів, необхідно:

- покращити захист корпоративних прав власності
- спростити механізм первинного розміщення цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку
- підвищувати освіченість роздрібних інвесторів для усвідомлення усіх потенційних вигод та ризиків інвестування через фондовий ринок
- імплементувати податкові пільги для компаній-емітентів, що стимулюватиме більшу їх кількість до виходу на фондовий ринок [29].

Крім того, наразі держава залучає кошти через випуск облігацій, які часто використовуються для покриття дефіциту у бюджеті. На розвиненому фондовому ринку роздрібні інвестори мають мати можливість купувати такі облігації за ринковими цінами, не сплачуючи банкам комісію. Це дозволило б державі сплачувати відсотки на куплені облігації в середині країни, підтримуючи таким чином купівельну спроможність населення, а не переміщувати прибуток з країни закордонним інвесторам. Банки також є великими покупцями облігацій та використовують їх для диверсифікації своїх інвестиційних портфелів та подальшого кредитування підприємств. Хоча деякі банки пропонують своїм клієнтам послуги придбання облігацій, але вимоги до мінімальної суми інвестування зазвичай є досить великими для пересічного інвестора, можуть знадобитись додаткові кошти для сплати за послуги депозитарію, а вартість таких облігацій часто є неринковою, адже збільшена на комісію банку. [31].

Для вирішення проблем на фондовому ринку України можливим рішенням є зменшення кількості фондових бірж до двох-трьох та зосередження торгів на них. Це сприятиме зосередженню інвесторів та уникненню розпорошення їхньої уваги. Також це зменшить кількість часу та зусиль, які НКЦПФР змушена витратити на моніторинг тіньових та корупційних схем, контроль за дотриманням умов надання доступу до торгів, а також на виставлення публічної інформації та звітів.

Ще одним способом покращення вітчизняного фондового ринку є удосконалення нормативно-правової бази, її адаптація та запозичення досвіду країн Єврозони, з особливим акцентом на захисті прав інвесторів. Низький рівень захисту - це один з факторів, які обмежують здійснення операцій на ринку цінних паперів в Україні, зокрема з боку роздрібних інвесторів та великих зарубіжних інвесторів. Наразі НКЦПФР поступово впроваджує підхід

західних колег щодо регулювання фондового ринку, зокрема відбулося реєстрування першої емісії корпоративних облігацій за новими, європейськими правилами у квітні 2019 року. [20]

Недостатня фінансова грамотність населення є одним з головних факторів, що обмежує розвиток фондового ринку, оскільки люди бояться складних та невідомих процесів, та не знають достатньо про перспективи і ризики, пов'язані з інвестуванням в цінні папери. Відсутність роздрібних інвесторів на ринку є наслідком цього. USAID зараз допомагає Україні у зменшенні цього дисбалансу, проводячи безкоштовні освітньо-розважальні заходи для студентів та молоді, щоб надати їм знання про ведення персонального бюджету та ефективне використання збережених коштів, в тому числі для інвестування в фондовий ринок та його значення для економіки [20].

Фінансові піраміди, які нерідко з'являються на фондовому ринку та обіцяють надзвичайно високі відсотки доходності, становлять серйозний ризик для інвесторів. Такі схеми, як B2B Jewelry, приваблюють значні суми коштів від довірливих інвесторів, але зникають з ринку, залишаючи вкладників з порожніми руками. У лютому 2021 року Верховна Рада зареєструвала законопроект про протидію фінансовим пірамідам та шахрайству, який має на меті покращити взаємодію між регуляторами та правоохоронними органами, відповідно до провідних світових стандартів. Цей законопроект також містить норми, розроблені Європейським союзом, що сприятимуть боротьбі зі зловживаннями та забезпечать вхід України до меморандуму IOSCO, що дозволить регуляторам з інших країн співпрацювати з метою запобігання та протидії фінансовим пірамідам [20].

Висновки до розділу 2

Останнім часом інвестори зі всього світу стикаються з унікальною комбінацією макроекономічних і політичних проблем. Хоча від початку російського вторгнення в Україну минуло багато місяців, його негативний вплив на світові фінансові ринки та акції компаній у різних секторах продовжується. Зокрема, галузі видобутку корисних копалин, таких як нафта, продовжують відчувати наслідки санкцій проти одного з найбільших експортерів цих ресурсів у світі. У той же час, акції компаній оборонного сектора можна відзначити як вигодонабувачів у цьому конфлікті, який наразі не показує ознак зменшення.

Крім регуляторного стимулювання, держава має можливість активізувати ринок за допомогою монетарних інструментів, які включають облікову ставку та політику кількісного пом'якшення.

Було виявлено, що ціни на фондовому ринку надзвичайно чутливі до ймовірності настання підвищених ризиків, а саме збройних конфліктів між державами. Ця закономірність, підтверджена кількома війнами протягом останнього століття, і свідчить про те, що зростання ймовірності конфлікту призводить до зниження цін на акції, і навпаки. Однак, після початку війни ціни на фондовому ринку не падають, а навпаки, значно зростають. Це спостерігалось у всіх війнах з тривалим періодом інформаційного та новинного супроводу, що їм передувало. Випадки виникнення "неочікуваних" війн демонструють зовсім іншу закономірність: вони, як правило, призводять до зниження цін на фондовому ринку. Ці результати, безумовно, ставлять під сумнів класичні моделі ціноутворення активів [28].

Проте, спільною є тенденція швидкого повоєнного відновлення фондових ринків країн, що були безпосередньо задіяні у збройних конфліктах,

саме тому можемо очікувати збереження цієї тенденції в контексті повномасштабного вторгнення російської федерації.

Особливу увагу слід приділити підтримці малого та середнього бізнесу, оскільки цей сектор виступає важливим джерелом економічного зростання. Він сприяє створенню нових робочих місць і є каталізатором інновацій та поліпшення клієнтського досвіду у всіх галузях економіки. Малі та середні підприємства також можуть виступати емітентами облігаційних цінних паперів, що дозволяє їм залучати кошти на більш вигідних умовах, ніж ті, що пропонують банки в даний час. Це сприятиме більшій прозорості фінансів підприємств в Україні загалом, а також зниженню частки тіньового сектора економіки.

РОЗДІЛ 3 ЕМІРИЧНИЙ АНАЛІЗ ВПЛИВУ ВІЙСЬКОВИХ ДІЙ НА СТАН УКРАЇНСЬКОГО ФОНДОВОГО РИНКУ

3.1. Визначення основних факторів впливу на стан розвитку фондового ринку. Дослідження впливу повномасштабної війни

На рисунку 3.1 можна спостерігати реакцію фондових ринків деяких країн світу у перший день повномасштабного нападу російської федерації. Очевидно, найпотужнішою реакцією відзначився російський фондовий ринок, чий індекс за день втратив близько 30%. Наступними за величиною реакції йдуть фондові ринки Угорщини, Польщі та Туреччини через достатньо значиму пов'язаність їхньої зовнішньої торгівлі з Україною.

Після публічного виступу президента Путіна на російському державному телебаченні, де він оголосив про проведення спеціальної військової операції, російські війська вступили на територію України 24 лютого 2022 року. Цьому передувало 21 лютого 2022 року, коли росія визнала незалежність двох тимчасово окупованих регіонів - Донецької та Луганської областей. З метою оцінки впливу російсько-українського військового конфлікту було припущено, що фінансові ринки реагуватимуть на перші заяви, передбачаючи можливі економічні санкції та потенційний збройний конфлікт між країнами. Тому було проаналізовано реакцію фінансових ринків країн G20 та інших пов'язаних з ними країн саме в цей день. Російська економіка має значні зв'язки з рештою світу через торгівлю товарами та послугами. Це означає, що будь-які зміни в росії можуть вплинути на інші

фінансові ринки. Ця країна, зокрема, є третім найбільшим експортером нафти, а також найбільшим експортером газу та продовольства в Європу та інші сусідні країни. Головними торговельними партнерами росії є Китай, країни Європи та США, реакцію їхніх інвесторів можна побачити на рисунку нижче.

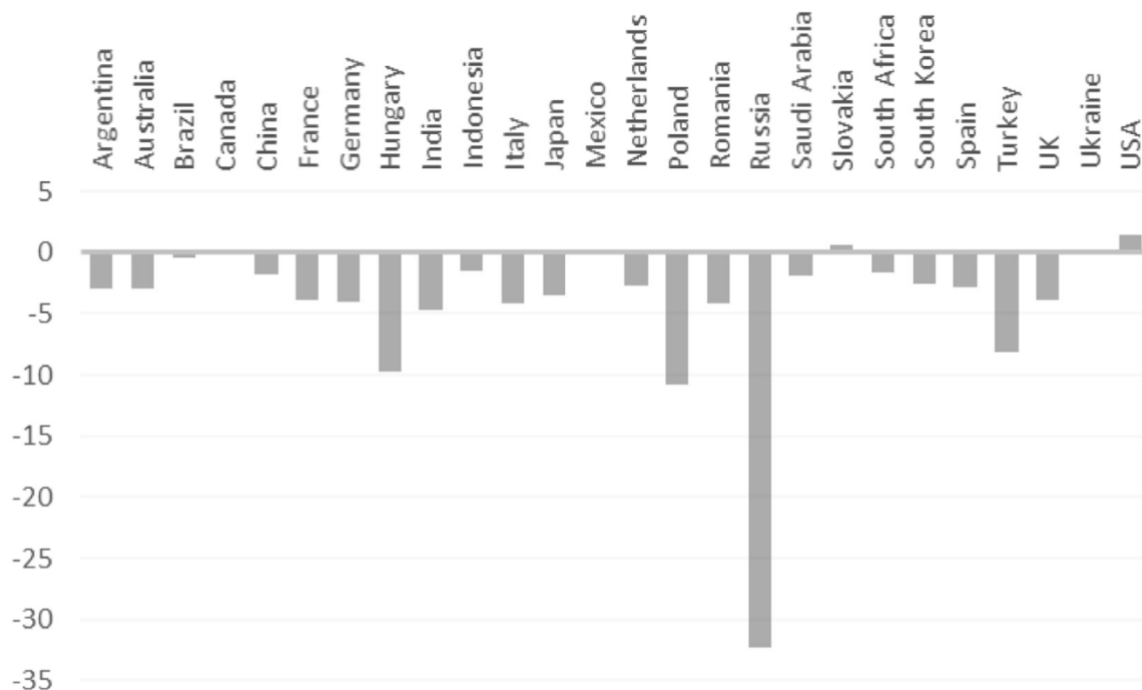


Рисунок 3.1 Реакція індексів провідних країн на початок повномасштабного вторгнення 24 лютого 2022 року

Джерело: [32]

Під час аналізу стану фондового ринку, ми зосереджуємося на кількісних показниках та відсоткових змінах індексів цінних паперів у розглянутих країнах порівняно з попередніми періодами. Індекс фондового ринку є показником, який встановлюється шляхом розрахунку середнього арифметичного або середнього агрегованого значення котирувань акцій

провідних компаній, що представляють певну галузь або економіку загалом і відображають її поточний стан.

Для проведення дослідження було обрано саме цей показник через його здатність відображати загальну тенденцію розвитку великих підприємств у країні, враховуючи ціни на акції цих компаній, що безпосередньо використовуються при розрахунку індексу. Крім того, він також відображає реакцію ринку цінних паперів країни на кризові ситуації. А вони, у свою чергу, можуть бути подолані завдяки наявності інституцій, що забезпечують ринок необхідною ліквідністю для подолання впливу підвищених ризиків, або нездорових проявів перегріву ринку, наприклад, формування фінансових бульбашок.

Фінансова бульбашка є явищем, при якому ринкова ціна цінного паперу значно перевищує його справедливую вартість і має спекулятивний характер, необґрунтований фундаментальними факторами [33].

Крім цього, фондові індекси часто служать індикаторами економічного стану країни для іноземних інвесторів, оскільки вони досить оперативно відображають будь-які позитивні або негативні події на ринку, що впливають на діяльність підприємств, які входять до складу індексу, і тим самим відображають очікування інвесторів.

Методи розрахунку фондових індексів різняться в різних країнах: деякі обчислюють цей показник як середнє арифметичне котирувань акцій підприємств, тоді як інші використовують середньозважені значення, залежно від величини та значимості підприємств в економіці [33].

Наприклад, складові індексу української біржі ПФТС та їхні вагові коефіцієнти для розрахунку середнього зваженого у другому кварталі 2023 року наведено в таблиці 3.1. Його склад час від часу змінюється: деякі перспективні компанії на ринку включають, у деяких збільшують частку акцій,

а так звані компанії «аутсайдери» можуть бути навпаки виключені з розрахунку індексу. Саме тому історію включених до нього цінних паперів протягом попередніх періодів можна знайти на офіційному сайті торгової біржі ПФТС.

Таблиця 3.1

Складові розрахункової бази індексу ПФТС

Параметри ЦП Індексу ПФТС на період 15.04 – 14.07.2021 р.			
#	Назва емітента	Ваговий коефіцієнт	Кількість акцій емітента, які враховуються при розрахунку Індекса
			шт.
1	Райффайзен Банк Аваль (BAVL)	0.20	380 117 493
2	Центренерго (CEEN)	0.20	17 319 909
3	Донбасенерго (DOEN)	0.10	3 343 541
4	Крюківський вагонобудівний завод (KVBZ)	0.12	5 733 978
5	Українські енергетичні машини (колишній Турбоатом (TATM))	0.20	13 322 740
7	Укртелеком (UTEL)	0.18	1 336 558 512

Джерело: Складено автором на основі [21]

Останньою зміною серед складових індексу є виключення компанії Укрнафта з початку 2023 року у зв'язку з примусовим відчуженням цього активу у власність держави, а саме під управління Міністерства оборони України. Таке рішення було прийнято у зв'язку із задіяністю топ-менеджменту компаній у справах по несплаті податків з господарської діяльності в особливо великих розмірах.

Для участі в розрахунку індексу ПФТС обирається 100 тікерів компаній з найбільшою ринковою капіталізацією, що розраховується як добуток ринкової ціни акцій на кількість акцій, що знаходиться в обігу. З отриманого переліку обираються 40 емітентів цінних паперів, по яких було укладено найбільшу кількість контрактів протягом останніх шести місяців. Після чого емітенти ранжуються відповідно до їхньої частки в загальній капіталізації та частки в обсягу укладених контрактів серед обраних 40 компаній, відповідно до формули 3.1[21]:

$$R_i = 0,3 * \frac{Cap_i}{\sum_{i=1}^{40} Cap_i} + 0,7 * \frac{V_i}{\sum_{i=1}^{40} V_i} \quad (3.1)$$

де R_i - показник домінування i -ї акції;

Cap_i - капіталізація i -ї акції, розрахована за добутком кількості акцій у обігу на їхню ринкову ціну;

V_i - сумарний обсяг біржових контрактів, укладених з i -ою акцією за попередні 6 календарних місяців.

За отриманими результатами компанії-емітенти ранжуються у порядку зменшення розрахованого показника та можуть бути внесеними у лист очікування на включення до бази розрахунку індексу.

Після того, як лист очікування сформовано, раз на півроку Голова Правління біржі, прислуховуючись до рекомендацій індексної комісії, приймає рішення щодо включення чи виключення акцій з бази розрахунку індексу. Сам же індекс розраховується за такою формулою 3.2 [21]:

$$Index_T = Index_{(T-1)} * \frac{\sum_{i=1}^M (P_{iT}^t * Q_{iT} * FF_{iT} * W_{iT})}{\sum_{i=1}^M (P_{i(T-1)} Q_{iT} * FF_{iT} * W_{iT})} \quad (3.2)$$

де $Index_{(T-1)}$ - останнє значення індексу, розраховане за попередній торговий день ($T-1$);

P_{iT}^t - ціна i -ої акції, розрахована в момент часу t поточної доби (день T);

$P_{i(T-1)}$ - остання ціна i -ої акції, розрахована в день $T-1$;

Q_{iT} - обсяг акцій i -го емітента, що знаходяться в обігу, шт.;

W_{iT} - ваговий коефіцієнт i -ої акції;

FF_{iT} - коефіцієнт free-float i -ої акції;

M - загальна кількість акцій, що входять до бази розрахунку індексу.

Інформація щодо усіх нинішніх та минулих складових індексу поквартально доступна на сторінці фондової біржі «ПФТС» в мережі інтернет.

3.2. Моделювання факторів впливу на фондовий ринок при виникненні значних ризиків

Метою цього дослідження є емпіричне підтвердження існування зворотної залежності між кількісними значеннями фондового індексу та обліковою ставкою центральної монетарної інституції, а також виявлення інших вагомих факторів, що впливають на ці індекси. Побудована модель має бути здатною ефективно пояснювати залежність між цими факторами, відповідно до теоретичних передумов, і відповідати основним критеріям адекватності.

Результатом моделювання має бути виявлення статистично значущого оберненого впливу облікової ставки, що підтвердить сильну зворотну залежність з фондовим індексом, що і передбачено теоретично. За допомогою побудованої та оціненої на реальних даних економетричної моделі буде можливо достатньо точно прогнозувати діапазон, в якому знаходитимуться значення фондового індексу при заданих параметрах облікової ставки та інших виявлених вагомих факторів, а також проводити сценарний аналіз впливу основних факторів на зміну індексу.

Для проведення моделювання було використано аналітичне середовище «E- views 12». Для оцінки впливу, було побудовано модель лінійної регресії для визначення вагомих факторів впливу на вітчизняний фондовий ринок.

Для дослідження використовувались такі показники, як середньомісячні значення фондового індексу ПФТС, облікова ставка Національного банку України, прямі іноземні інвестиції в Україну, світові ціни на золото (за трійську унцію), та бінарна змінна, що визначає наявність активних бойових дій на території усієї країни. Залежною змінною є значення фондового індексу ПФТС. Дослідження проводилось на основі щомісячних даних з січня 2014 року по червень 2023. Досліджувані країна – Україна.

Формула (3.3) для проведення моделювання виглядає таким чином:

$$PFTS = c + gold(-2) + FDI(-3) + PFTS(-1) + key\ rate(-1) + war(-1),$$

де

gold – ціна у доларах США за трійську унцію золота проби 999

FDI – прямі іноземні інвестиції в Україну

PFTS – індекс найбільшої української фондової біржі ПФТС

key rate — облікова ставка, що встановлюється Національним банком України

war — змінна на позначення початку повномасштабного вторгнення

Саме таке рівняння було отримано після експериментування із лагом кожної змінної та відкиданні незначимих змінних, а також тих, що мали сильну очевидну кореляцію із вказаними показниками, наприклад, індекс споживчих цін.

Таблиця 3.2

Результати моделювання чинників впливу на фондові індекси з використанням панельних даних

Dependent Variable: PFTS

Method: Least Squares

Sample: 2014M02 2018M04 2019M02 2023M06

Included observations: 92

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	88.85648	16.61998	5.346364	0.0000
PFTS(-1)	0.978140	0.017629	55.48495	0.0000
FDI(-3)	0.009871	0.005699	1.732150	0.0868
GOLD(-2)	-0.033868	0.010920	-3.101469	0.0026
KEY_RATE(-1)	-2.538800	0.385557	-6.584762	0.0000
WAR(-1)	42.85406	8.445537	5.074167	0.0000
R-squared	0.986841	Mean dependent var		427.9168
Adjusted R-squared	0.986076	S.D. dependent var		117.1592
S.E. of regression	13.82465	Akaike info criterion		8.153777
Sum squared resid	16436.40	Schwarz criterion		8.318242
Log likelihood	-369.0738	Hannan-Quinn criter.		8.220156
F-statistic	1289.922	Durbin-Watson stat		1.708395
Prob(F-statistic)	0.000000			

Джерело: Складено автором на основі [11],[21], [34]

Отримана модель на 98.6% може бути пояснена обраними показниками та на 1.4% іншими, не включеними в модель показниками, а всі обрані фактори є значимими за умови використання довірчого інтервалу 90%. Одразу також

можемо зробити висновок про відсутність у моделі автокореляції першого порядку, адже значення коефіцієнту Дарбіна-Ватсона 1.71 знаходиться на межі невизначеності між позитивною автокореляцією та її відсутністю. Тому це класичне припущення справджується для даної моделі.

У наступній таблиці 3.3 можемо побачити результати тесту на наявність автокореляції у залишках впродовж до 12го порядку, адже дані для моделювання місячні. З результатів тестування, а саме коефіцієнтів Prob F та Prob. Chi-Square та коефіцієнтах при кожному з 12 лагів, можемо зробити висновок, що сезонність у даних відсутня, адже нема підстав відхилити H_0 (коефіцієнти між залишками дорівнюють нулю), тому кореляції між залишками нульові, а отже і це класичне припущення справджується.

Таблиця 3.3

Результати тесту на наявність автокореляції у залишках у перспективі 12 порядків

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

Null hypothesis: No serial correlation at up to 12 lags

F-statistic	0.678984	Prob. F(12,68)	0.7655
Obs*R-squared	9.201989	Prob. Chi-Square(12)	0.6856

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Sample: 2015M02 2018M04 2019M02 2023M06

Included observations: 86

Presample and interior missing value lagged residuals set to zero.

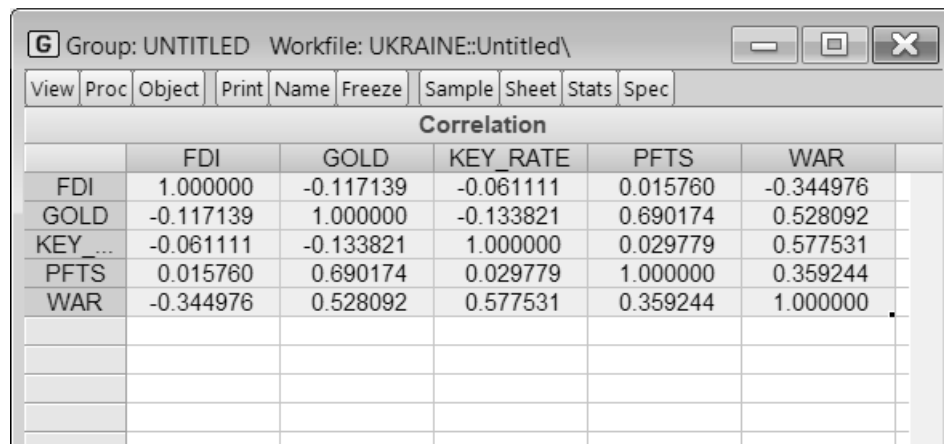
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.219113	20.50854	-0.156964	0.8757
PFTS(-1)	-0.002477	0.026532	-0.093345	0.9259
LOG(FDI(-2))	-0.805884	1.639480	-0.491549	0.6246
GOLD(-2)	0.004640	0.014525	0.319436	0.7504
KEY_RATE(-1)	0.167920	0.423670	0.396347	0.6931
WAR(-1)	-4.044787	8.607687	-0.469904	0.6399
RESID(-1)	-0.082606	0.125829	-0.656493	0.5137
RESID(-2)	-0.018995	0.134850	-0.140859	0.8884
RESID(-3)	0.152969	0.142583	1.072840	0.2871
RESID(-4)	0.253601	0.141637	1.790500	0.0778
RESID(-5)	0.024711	0.136093	0.181571	0.8565
RESID(-6)	-0.003353	0.129149	-0.025965	0.9794
RESID(-7)	0.011871	0.133724	0.088776	0.9295

Продовження таблиці 3.3

RESID(-8)	0.021390	0.131495	0.162665	0.8713
RESID(-9)	-0.057050	0.134737	-0.423416	0.6733
RESID(-10)	-0.106968	0.127027	-0.842089	0.4027
RESID(-11)	-0.096499	0.126237	-0.764421	0.4473
RESID(-12)	-0.045183	0.123115	-0.366995	0.7148
R-squared	0.107000	Mean dependent var	9.87E-14	
Adjusted R-squared	-0.116250	S.D. dependent var	11.51823	
S.E. of regression	12.16933	Akaike info criterion	8.019480	
Sum squared resid	10070.29	Schwarz criterion	8.533180	
Log likelihood	-326.8376	Hannan-Quinn criter.	8.226220	
F-statistic	0.479283	Durbin-Watson stat	1.995534	
Prob(F-statistic)	0.954172			

Джерело: Складено автором на основі [11],[21], [34]

На наступному рисунку 3.2 можемо побачити кореляційну матрицю розглянутих показників. З неї можемо побачити, що між усіма показниками відсутня стійка сильна кореляція, а отже їх можна використовувати як незалежні змінні.



	FDI	GOLD	KEY_RATE	PFTS	WAR
FDI	1.000000	-0.117139	-0.061111	0.015760	-0.344976
GOLD	-0.117139	1.000000	-0.133821	0.690174	0.528092
KEY_...	-0.061111	-0.133821	1.000000	0.029779	0.577531
PFTS	0.015760	0.690174	0.029779	1.000000	0.359244
WAR	-0.344976	0.528092	0.577531	0.359244	1.000000

Рисунок 3.2 Кореляційна матриця для обраних змінних

Джерело: Складено автором на основі [11],[21], [34]

Наступним кроком проведемо тест на відсутність гетероскедастичності у залишках, для цього обираємо тест Вайта у програмному забезпеченні “Eviews”. На Таблиці 3.4 представлений нижче можемо побачити результати проведення вказаного тесту. Оскільки $Prob.F$ та $Prob.Chi - Square < 0,05$, то

є підстави відхилити H_0 (гомоскедастичність), тому залишки є гетероскедастичними, і це не відповідає класичному припущенню.

Таблиця 3.4

Результати тесту на відсутність гетероскедастичності у залишках за допомогою теста Вайта

Heteroskedasticity Test: White
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	3.203623	Prob. F(19,66)	0.0002
Obs*R-squared	41.26088	Prob. Chi-Square(19)	0.0022
Scaled explained SS	213.2217	Prob. Chi-Square(19)	0.0000

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Sample: 2015M02 2018M04 2019M02 2023M06
Included observations: 86
Collinear test regressors dropped from specification

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4926.945	9568.582	-0.514909	0.6083
PFTS(-1)^2	-0.012822	0.007424	-1.727157	0.0888
PFTS(-1)*LOG(FDI(-2))	-0.293051	0.845088	-0.346770	0.7299
PFTS(-1)*GOLD(-2)	0.006768	0.008547	0.791909	0.4313
PFTS(-1)*KEY_RATE(-1)	0.743176	0.281126	2.643565	0.0102
PFTS(-1)*WAR(-1)	-14.17961	31.30162	-0.452999	0.6520
PFTS(-1)	-9.242868	15.04481	-0.614356	0.5411
LOG(FDI(-2))^2	34.65480	57.79117	0.599656	0.5508
LOG(FDI(-2))*GOLD(-2)	0.115254	0.438277	0.262971	0.7934
LOG(FDI(-2))*KEY_RATE(-1)	-11.80094	17.25665	-0.683849	0.4965
LOG(FDI(-2))*WAR(-1)	162.3098	398.4859	0.407316	0.6851
LOG(FDI(-2))	-250.9960	906.3131	-0.276942	0.7827
GOLD(-2)^2	-0.003366	0.003586	-0.938529	0.3514
GOLD(-2)*KEY_RATE(-1)	-0.217973	0.252366	-0.863719	0.3909
GOLD(-2)*WAR(-1)	3.428408	4.927663	0.695747	0.4890
GOLD(-2)	10.00511	11.65457	0.858471	0.3937
KEY_RATE(-1)^2	3.192405	4.031060	0.791952	0.4312
KEY_RATE(-1)*WAR(-1)	-33.48825	130.1115	-0.257381	0.7977
KEY_RATE(-1)	13.73341	375.9506	0.036530	0.9710
WAR(-1)^2	398.8878	18639.90	0.021400	0.9830
R-squared	0.479778	Mean dependent var	131.1270	
Adjusted R-squared	0.330017	S.D. dependent var	455.8289	
S.E. of regression	373.1074	Akaike info criterion	14.88203	
Sum squared resid	9187802.	Schwarz criterion	15.45281	
Log likelihood	-619.9274	Hannan-Quinn criter.	15.11175	
F-statistic	3.203623	Durbin-Watson stat	1.838562	
Prob(F-statistic)	0.000236			

Джерело: Складено автором на основі [11],[21], [34]

Наостанок, проведемо тест на нормальність розподілу залишків. Проаналізувавши візуально розподіл залишків (рис. 3.3), можемо уподібнити її із дзвоноподібною кривою нормального розподілу. Проте, досить товстими є її хвости, а це разом з числовим результатом тесту каже про ненормальність розподілу залишків. Адже $Prob. < 0,05$, тому є підстави відхилити H_0 (нормальність розподілу залишків), тому залишки розподілені ненормально, а це порушення класичного припущення.

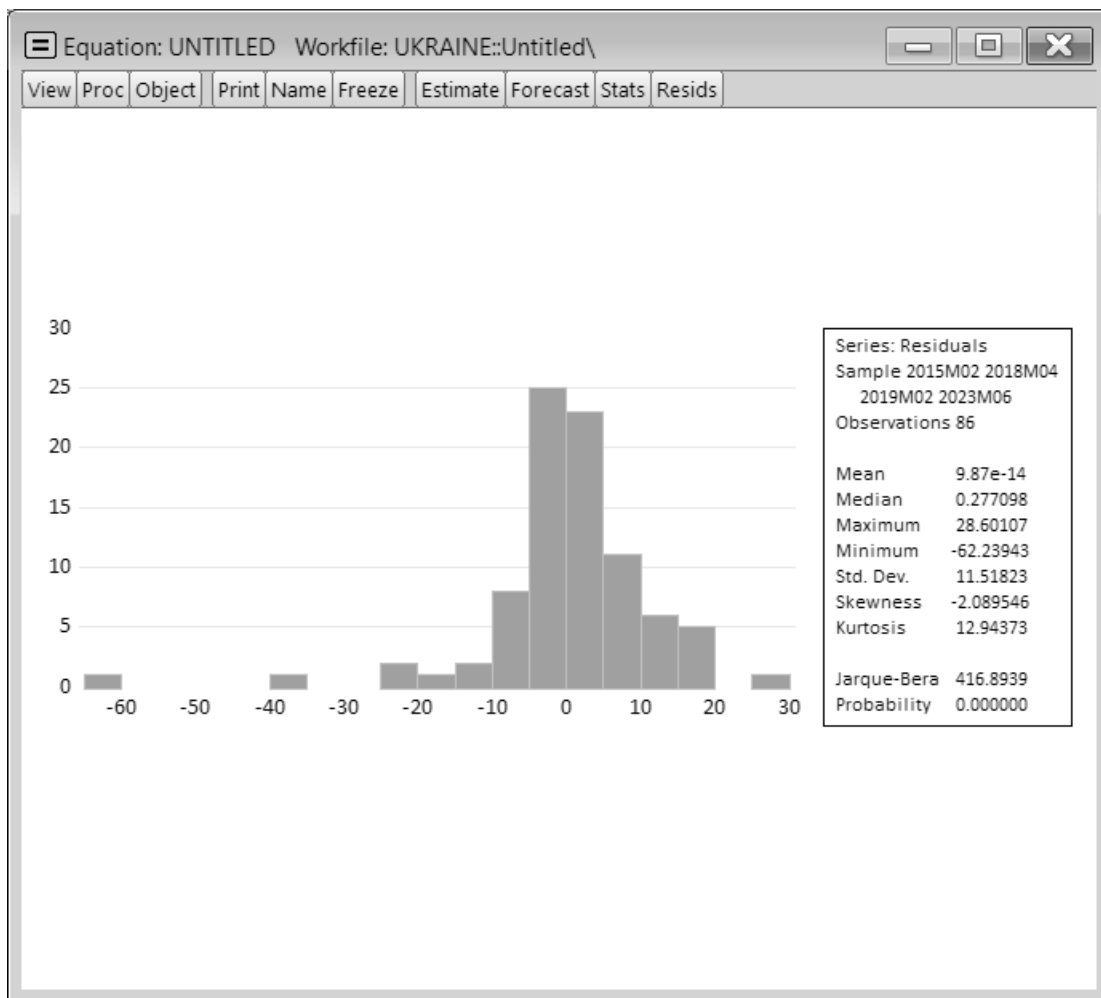


Рисунок 3.3 Тест на нормальність розподілу залишків

Джерело: Складено автором на основі [11],[21], [34]

Таким чином, провівши перевірку моделі на адекватність, можемо перейти до інтерпретації отриманих результатів.

Як вже було зазначено, для підвищення пояснювальної здатності моделі аналізовані фактори було взято із часовим лагом від 1 до 3 місяців, що емпірично дає зрозуміти, наскільки швидко їхня зміна перетворюється у зміну самого індексу. Це можна інтерпретувати як певну часову затримку в реакції фондового ринку на зміну облікової ставки, притоку чи відтоку прямих міжнародних інвестицій та зміні цін на золото. Як індикатор виникнення значних ризиків було взято два фактори: золото, як захисний актив, у який інвестори активно перекладають капітал при очікуванні наближення турбулентних часів на ринку, підвищуючи ціну на нього, та *dummy*-змінну *war* на позначення початку повномасштабного вторгнення, що після лютого 2022 року змінила своє значення з 0 до 1. Також, через досить значний вплив показників індексу на нього ж у минулих періодах було прийнято рішення включити і його з лагом в один місяць до моделі.

Окрім того, для підвищення пояснювальної здатності моделі та покращення її характеристик було прийнято рішення не включати до моделювання період з травня 2018 року по січень 2019 року, адже результати моделювання саме цього періоду мали значний вплив на модель загалом.

Як і передбачалось, регресійне рівняння показало від'ємне значення коефіцієнту для облікової ставки. Це означає, що вона обернено впливає на кількісне значення індексу і що зі зменшенням облікової ставки на 1 в.п., значення індексу збільшиться на 2,53. Коефіцієнт при змінній прямих іноземних інвестицій є додатнім, що логічно, адже чим більше в країні іноземних інвестицій, тим краще розвиваються компанії і, як результат, зростає індекс фондового ринку. Зі збільшенням прямих міжнародних інвестицій на 1 млрд грн, значення індексу збільшиться на 0.01.

Ціни на золото також показали значний вплив в моделі, та підтвердили теоретичні припущення, що зростання цін на золото супроводжується

зниженням цін на біржові індекси та поступовим перетіканням грошей до нього як до захисного інструменту, саме тому воно має зворотній вплив на значення індексу. Більше того, введена *dumpty*-змінна військових дій теж показала значний вплив.

З перелічених вище результатів моделювання можемо зробити висновок, що активна фаза бойових на усій території нашої країни мала вплив на вітчизняний фондовий ринок через зменшення його індексу під впливом наведених чинників.

3.3. Визначення ключових напрямків відновлення фондового ринку України

Завдяки моделюванню, було виявлено, що найбільший вплив на стан розвитку вітчизняного фондового ринку мають облікова ставка, тобто вартість грошей в економіці, та кількість прямих іноземних інвестицій. Перспективним напрямком повоєнного відновлення фондового ринку має стати поступове зниження вартості грошей в економіці. Це запустить не тільки механізми кредитування підприємств та відповідно ділової активності всередині країни, а й стимулюватиме інвесторів шукати способи більш ефективно задіювати власні грошові кошти, аби принаймні нівелювати вплив інфляції на них.

Безумовно, нинішня облікова ставка знаходиться на порівняно високому рівні для стримування інфляційних процесів, а також стабілізації економіки після шоку повномасштабного вторгнення. З часом, коли ситуація поступово стабілізуватиметься, а інфляція візьме курс на повернення до таргету Національного банку, необхідно буде поступово знижувати згадану ключову

ставку. Утім, дієвим механізмом може також бути поступове зменшення ставки на довгострокові позики, адже наразі міжнародні організації субсидують подібні ініціативи з боку регулятора аби бізнес продовжував функціонувати та направляти інвестиції всередину країни. Таке субсидування однозначно позитивно вплине на розвиток вітчизняного фондового ринку, проте з певним лагом, як це вже показали результати моделювання обраних чинників.

Згадана стабілізація економічної системи має стати «зеленим світлом» для відновлення надходження інвестицій з-закордону, адже міжнародні інвестори бачитимуть стан речей та підвищену дохідність, яку пропонує наш ринок з огляду на відносно вищі ризики. Більше того, поява з часом певних позитивних кейсів інвестування в Україну нерезидентами має стати позитивним сигналом для їхніх колег, які побачивши, що це дійсно працює навіть в умовах задіяності частини території країни в активних бойових діях, теж розглядатимуть Україну як місце для направлення інвестицій.

Обов'язковим чинником розвитку ринку через збільшення кількості інвесторів та підвищення ліквідності має стати розвиток супровідної інфраструктури, що:

- полегшить доступ до ринку та безпосередньо торгів біржовими інструментами
- захистить права інвесторів у разі зазіхання на них інших учасників ринку
- покращить інформаційну базу, з якою здебільшого некваліфіковані інвестори виходитимуть на ринок та прийматимуть більш зважені рішення

- полегшить участь у процесі торгів інституційних інвесторів у контексті зниження бюрократичного навантаження, звівши регуляторні процедури комплаєнсу до необхідного мінімуму.

На вітчизняному ринку вже тривають подібні процеси по збільшенню його відкритості, особливо доступ до нього покращився із пропозицією багатьох банків купувати військові облігації прямо із додатку або особистого кабінету користувача. Завдяки цьому держава доотримала від громадян значну кількість грошей у позику, що дозволило підтримати економіку у найважчі часи [35].

Окрім того, процедура купівлі валюти через депозит терміном на щойнаменше 3 місяці – це теж певні полегшення доступу громадян до ринку купівлі валюти, а саме Forex (foreign exchange). Як тільки прийде момент, коли Національний банк вирішить перейти від фіксованого курсу назад до плаваючого, даний механізм може стати зручною частиною інфраструктури, що полегшуватиме доступ до біржових торгів. Цей процес є взаємовигідним для держави та її громадян, адже вийшовши на валютний ринок через свого брокера, наприклад банк, інвестор матиме змогу придбати або продати іноземну валюту по реальній ринковій ціні, не переплачуючи комісійні або ж не користуючись невигідним курсом валют у обмінних пунктах.

Саме тому поступовий розвиток згаданих вище чинників, а також полегшення користувацького досвіду з виходом на біржові торги є ключовими для активного повоєнного відновлення вітчизняного фондового ринку та його виходу на нові етапи розвитку, підвищуючи інтеграцію із європейськими фінансовими ринками.

Висновки до розділу 3

Отже, основним інструментом монетарної політики, який використовують більшість центральних банків світу, є облікова ставка або ставка рефінансування. Ця ставка визначає вартість капіталу в країні через трансмісійний механізм - вплив змін у монетарній політиці на ставки кредитів, що надаються фінансовими установами, а також на депозитні ставки. Крім того, зміна облікової ставки впливає на ціни фінансових активів через ефект балансу, що в свою чергу впливає на фінансові показники підприємств і прямо впливає на їхню кредитоспроможність. Активізація цього ефекту приводить до підвищення обсягу торгівлі цінними паперами підприємств і встановлення справедливих цін на них.

Проведенням моделювання було підтверджено емпірично значущий вплив облікової ставки на стан розвитку фондового ринку під впливом значних ризиків, а також підтверджено, що цей вплив є оберненим та відбувається із часовим лагом у 1 місяць. Зокрема, при зниженні ставки рефінансування центрального банку, як правило, спостерігається зростання основних індексів цінних паперів, що відображає загальну закономірність розвитку фондового ринку країни. Окрім того, за результатами моделювання за допомогою регресійного аналізу було виявлено значущий вплив прямих іноземних інвестицій із часовим проміжком у 3 місяці, на фондові індекси країн та підтверджено пряму залежність між ними. Більше того, виявлено також, що значення індексу знаходиться в оберненій залежності від цін на золото, яке є захисним активом та підвищення цін на яке, як правило, передуює економічним рецесіям.

Одним з можливих заходів монетарної політики, спрямованих на пожвавлення розвитку вітчизняного фондового ринку, є політика кількісного пом'якшення, яка широко застосовувалась розвиненими країнами під час світової фінансової кризи у 2007-2008 роках та кризи, спричиненої пандемією гострої респіраторної інфекції COVID-19. Додатковим заходом, що може сприяти відновленню українського фондового ринку, є залучення фондів страхових компаній та недержавних пенсійних фондів до його діяльності. Як правило, у них накопичуються досить значні суми і їхнє залучення до торгівлі такими низько ризиковими активами як облігації внутрішньої державної позики значно посприяє підвищенню ліквідності, а також збільшенню попиту на щонайменше державні цінні папери.

Таким чином, існують значні можливості для повоєнного відновлення українського фондового ринку, як необхідно використовувати для потенційно швидкого відновлення, залучаючи при цьому іноземних партнерів з їхньою експертизою та релевантним досвідом.

ВИСНОВКИ

Фондовий ринок виступає як механізм, що сприяє взаємовигідним відносинам між інвесторами та емітентами цінних паперів. Цей механізм сприяє розвитку як підприємств-позичальників, так і країни в цілому. За умови розвиненого фондового ринку, він є потужним драйвером росту ВВП країни, завдяки ньому збільшується надходження коштів до державного бюджету у вигляді податків, а також країна стає більш привабливою для іноземних інвесторів. Водночас, недостатньо розвинений фондовий ринок може стримувати економічний розвиток, оскільки він не залучає достатню кількість іноземних інвестицій і ефективно не розподіляє фінансові ресурси.

Ще одним негативним явищем, що супроводжується низьким рівнем розвитку фондового ринку, є витік капіталу вітчизняних інвесторів, які в пошуках вищої ліквідності, захищеності інвесторів та прибутковості розміщують свій капітал на розвинутих зарубіжних ринках. Часто вітчизняні компанії вибирають біржі сусідніх країн для проведення своїх публічних розміщень цінних паперів, оскільки це сприятиме залученню капіталу та збільшенню ліквідності їхніх акцій, а також збільшуватиме довіру серед інвесторів. Відчуженість від фондових бірж свідчить про неефективність концентрації фінансових ресурсів лише в банківському секторі, оскільки самі банки вирішують, кому, в якій кількості та за якою вартістю надавати кредити. Змішана модель, яка поєднує банківські та ринкові механізми залучення грошових ресурсів, стає більш ефективною. Вона дозволяє ринковим відносинам самостійно регулювати вартість ресурсу, дохідність за ним та потенційних отримувачів. Завдяки конкуренції, продукти банківського та фондового секторів виходитимуть на якісно новий рівень із залученням інноваційних технологій та зручності для кінцевого користувача.

Закордонний досвід, отриманий з аналізу західних країн-сусідів, надає цінні поради щодо розвитку фінансового ринку. Проаналізувавши моделі їхньої організації залучення капіталу, незалежно від обраної моделі, для успішного розвитку ринку необхідно чітко визначити та розподілити функції між регуляторними органами. Більш того, необхідно закріпити ці функції у нормативно-правових актах, які відповідають стандартам міжнародних професійних організацій, що вже протягом тривалого часу займаються дослідженням ринку та мають широку експертизу. Такий підхід не лише збільшить можливості України для інтеграції з ними, але й дозволить економити час та ресурси, спростувати міжнародну співпрацю з країнами, які мають розвинені фондові ринки, та обмінюватися досвідом з ними, завдяки наявності уніфікованих правил та законів.

Процес розвитку українського фондового ринку супроводжувався вдосконаленням регуляторного середовища, створенням відповідних інституцій для навчання кваліфікованих кадрів та поліпшенням інфраструктури. Недавно було зроблено значний крок в цьому напрямку шляхом прийняття закону про спліт, який розподілив функції колишньої Національної комісії з фінансових послуг між Національним банком України та Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Цей крок також значно спростив введення цінних паперів іноземних емітентів на ринок та надав можливість недержавним пенсійним фондам здійснювати торгівлю ними.

Напрямки покращення можна згрупувати до п'яти основних: вдосконалення нормативно-правової бази, розвиток біржової інфраструктури, полегшення участі в торгах та допуску емітентів до них, вдосконалення інструментарію ринку з нарощенням його капіталізації та сприятлива монетарна політика держави.

Проте поява значного ризику у вигляді збройної агресії нашої країни-сусіда змусила вітчизняний фондовий ринок відкотитись у своєму розвитку на декілька років назад. Активні бойові дії несуть значні ризики для неперервності господарської діяльності підприємства, адже вони можуть зазнати серйозних фізичних ушкоджень через обстріли території країни, що бере участь у війні. Часто такі ушкодження призводять до часткової або повної зупинки виробництва, скорочення робочих місць та в найкращому випадку до фізичної релокації підприємства. В найгіршому ж випадку воно припиняє свою господарську діяльність до часів стабілізації зовнішньо-політичної ситуації у регіоні. Окрім самих підприємств, не є застрахованими від наслідків військових дій і склади, логістичні центри, автопарки та інші частини необхідної для провадження господарської діяльності інфраструктури.

Повоєнне відновлення є однією з ключових задач регулятора. Це стосується як відновлення економічної системи, так і загалом відновлення пошкодженої нерухомості та інфраструктури у країні, адже це те, що допомагає бізнесу задовольняти свої логістичні потреби та безперебійно доставляти готові товари та/чи послуги до споживача.

Окремо варто звернути уваги на підтримку малого та середнього бізнесу, оскільки цей сектор є одним з ключових джерел розвитку економіки, адже забезпечує створення нових робочих місць та є своєрідним драйвером інновацій та кращого клієнтського досвіду у відповідних сферах господарської діяльності. Потенційно вони можуть ставати емітентами боргових цінних паперів для більш ефективного залучення коштів, на більш вигідних умовах ніж наразі їм пропонують банки. Завдяки цьому, фінанси підприємств в Україні загалом ставатимуть прозорішими, а тіньовий сектор економік матиме тенденцію до зниження своєї частки.

Це дасть можливість вітчизняному ринку збільшити свій інвестиційний потенціал, залучити іноземні кошти та завдяки цьому підвищити його значення в економічному зростанні України, змінити її модель залучення капіталу із банкоцентричної до змішаної, що сприятиме ефективнішому розвитку підприємств та фінансового ринку загалом [33].

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Шкодiна I.B. Вплив полiтики кiлькiсного пом'якшення на розвиток свiтового фондового ринку в умовах глобальної невизначеностi / Шкодiна I.B., Карпова I.B., Иващенко М.В.. // Економiчний часопис-XXI. – 2015. – №1. – С. 4–7.
2. Сервіс котирувань Yahoo Finance [Електронний ресурс] — URL: <https://finance.yahoo.com/>
3. Економiчна правда. «Пiльг вiйна скiнчилась. Держава повертає бiзнесу мирнi правила оподаткування». [Електронний ресурс] — URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2022/12/1/694463/>
4. Дема Д. I. Фiнансовий ринок : навч. посiбник /Д. I. Дема, I. В. Абрамова, Л. В. Недiльська; за заг. ред. Д.І. Деми. – Житомир : ЖНАЕУ, 2017. – 448 с. ISBN 978-966-8706-81-3
5. Калинець К.С. Аналіз свiтового досвiду органiзацiї фондової бiржi в контекстi можливостей його використання в Україні / К.С. Калинець // Регiональна економiка. – 2009. – №3. – С.182–191.
6. Мозговий, Олег, К. Возіанов. "Аналіз умов виникнення та розвитку ринку деривативів Польщі." Ринок цінних паперів України. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку 3-4 (2011): 87-96.
7. Романенко О.Р. Фiнанси: [пiдручник. 4-е вид]. / О.Р.Романенко – К.: Центр Учбової лiтератури, 2009. – 312 с.
8. Розвиток фондового ринку України в контекстi євроiнтеграцiйних процесiв / К. В. Клименко // Економiка та держава. – 2015. – № 8. – С. 63–71.

9. Міщенко В. І. Роль і функції монетарного трансмісійного механізму в забезпеченні цінової стабільності / Володимир Іванович Міщенко. // Фінанси України. – 2015. – №1. – С. 29–46.
10. Сало, І. В. (2006). Розвиток монетарної політики Національного банку України.
11. Національний банк України. [Електронний ресурс] — URL: <https://bank.gov.ua/>.
12. Програма розвитку фондового ринку України на 2015 - 2017 роки "Європейський вибір - нові можливості для прогресу та зростання" [Електронний ресурс] // Ліга закон. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/NT1039.html.
13. Міжнародний валютний фонд. [Електронний ресурс] — URL: <https://www.imf.org/external/index.htm>.
14. Кулініч Т. В. Аналізування фондових індексів як основних показників розвитку ринку цінних паперів окремих економік світу / Т. В. Кулініч, І. Р. Жайворонок. // Вісник Національного університету «Львівська політехніка». – 2019. – №3. – С. 44–50.
15. Лук'яненко І. Г. Монетарна політика та флуктуації на фондовому ринку України / І. Г. Лук'яненко, Р. Б. Семко. // Економіка і прогнозування. – 2012. – №4. – С. 110–122.
16. Country economy [Електронний ресурс] — URL: <https://countryeconomy.com/key-rates/usa>
17. Tradingview [Електронний ресурс] — URL: <https://pl.tradingview.com/chart/?symbol=SP%3ASPX>
18. Головач, М. Ю. (2022). Фінансова безпека ринку цінних паперів в умовах війни.

19. Швед, І. В., & Другова, В. Т. УКРАЇНСЬКЕ СТРАХУВАННЯ ПІД ЧАС ВІЙНИ. Практичні та теоретичні питання розвитку науки та освіти: матеріали V Міжнародної науково-практичної конференції м. Львів, 29-30 квітня 2022 року.—Львів: Львівський науковий форум, 2022.—121 с., 20.
20. НКЦПФР [Електронний ресурс] — URL: <https://www.nssmc.gov.ua/>
21. Фондова біржа ПФТС [Електронний ресурс] — URL: <http://pfts.ua/>
22. Д'Суза Д. Як війна впливає на сучасний фондовий ринок. Investopedia. 2022. URL: <https://www.investopedia.com/solving-the-war-puzzle-4780889>
23. Nordhaus, William D (2002), "The Economic Consequences of a War with Iraq" In Carl Kaysen, Steven E. Miller, Martin B. Malin, William D. Nordhaus and John D. Steinbruner, War with Iraq: Costs, Consequences, and Alternatives. Cambridge, MA: American Academy of Arts and Sciences. pp. 51-86. Available at http://www.econ.yale.edu/~nordhaus/homepage/AAAS_War_Iraq_2.pdf
24. Leigh, Andrew, Justin Wolfers, and Eric Zitzewitz. "What do financial markets think of war in Iraq?." (2003).
25. Віблій, Петро, Юлія Костевич. "Вплив війни на території України на світовий фондовий ринок." Галицький економічний вісник Тернопільського національного технічного університету 80.1 (2023): 39-48.
26. McKibbin, Warwick and Stoeckel, Andrew (2003), "War with Iraq: the compounding effects of oil prices, budgetary costs and uncertainty" Economic Scenarios. 4
27. Le Bris, D. (2012). Wars, inflation and stock market returns in France, 1870–1945. Financial History Review, 19(3), 337-361.
28. Brune, A., Hens, T., Rieger, M. O., & Wang, M. (2015). The war puzzle: Contradictory effects of international conflicts on stock markets. International Review of Economics, 62(1), 1-21.

29. Вокс Україна «Економіка війни. Як утримати економічний фронт» [Електронний ресурс] — URL: <https://voxukraine.org/ekonomika-vijny-yak-utrymaty-ekonomichnyj-front/>
30. World Bank. ECA Economic Update: Week Growth, High Inflation, and a Cost-of-Living Crisis. 2023. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/35927>
31. Придбання ОВДП через АТ КБ «Приватбанк» [Електронний ресурс] — URL: <https://privatbank.ua/ovdp>
32. Yousaf, I., Patel, R., & Yarovaya, L. (2022). The reaction of G20+ stock markets to the Russia–Ukraine conflict “black-swan” event: Evidence from event study approach. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 35, 100723.
33. Гадзовський, Є.Г. "Вплив монетарних інструментів на розвиток фондового ринку." Кваліфікаційна робота, Національний університет «Києво-Могилянська академія», 2021.
34. Investing.com. [Електронний ресурс] URL: <https://www.investing.com/>.
35. Придбання ОВДП через АТ КБ «Приватбанк» [Електронний ресурс] — URL: <https://privatbank.ua/ovdp>