

Міністерство освіти і науки України

Національний університет «Києво-Могилянська академія»

Факультет економічних наук

Кафедра фінансів

Кваліфікаційна робота

освітній ступінь - бакалавр

на тему: **«ВПЛИВ МОНЕТАРНИХ ІНСТРУМЕНТІВ НА РОЗВИТОК
ФОНДОВОГО РИНКУ»**

Виконав: студент 4-го року навчання,
спеціальність 072
«Фінанси, банківська справа та
страхування»

Гадзовський Євгеній Геннадійович

Керівник: Лук'яненко І.Г.
Д-р економ. наук, професор, зав.
Кафедри фінансів

Рецензент _____
(прізвище та ініціали)

Кваліфікаційна робота захищена
з оцінкою «_____»

Секретар ЕК _____ Донкоглова Н.А.
«____» _____ 2021 р.

Київ 2021

ЗМІСТ

ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1	ТЕОРЕТИЧНІ
АСПЕКТИ ТА ОСНОВНІ ХАРАКТЕРИСТИКИ ФОРМУВАННЯ ТА	
СТАНОВЛЕННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ ЯК СКЛАДОВОЇ СИСТЕМИ	
ДЕРЖАВИ.....	6
1.1 Сутність та 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.	13
Висновки до розділу 1	20
РОЗДІЛ 2	22
ОСОБЛИВОСТІ СТАНОВЛЕННЯ ТА РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ	
УКРАЇНИ	22
2.1. Стан та особливості функціонування фондового ринку України на різних етапах економічного розвитку.....	22
2.2 Основні ризики недорозвиненого фондового ринку для української економіки	29
2.3 Напрями щодо подолання основних ризиків та дисбалансів на фондовому ринку України та перспективи його розвитку.	31
Висновки до розділу 2	35
РОЗДІЛ 3	38
ЕМІРИЧНИЙ АНАЛІЗ ВПЛИВУ ОСНОВНИХ МОНЕТАРНИХ	
ІНСТРУМЕНТІВ НА СТАН РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ	38
3.1. Визначення основних факторів впливу на стан розвитку фондового ринку.	38
3.2. Моделювання впливу факторів на розвиток фондового ринку.	43
3.3. Напрямки регулювання станом фондового ринку України.	51
Висновки до розділу 3	54

ВИСНОВКИ	55
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	58
ДОДАТКИ.....	63

ВСТУП

Актуальність теми. Залучення інвестицій в Україну є одним з ключових завдань на сьогоднішній день. Фондовий ринок – це важлива ланка цього процесу, а відповідно і економічного розвитку країни. Нерозвинений національний ринок цінних паперів в еру глобалізації є неприпустимим для держав з перехідною економікою сучасного світу. В світлі подій поступової інтеграції України в Європейський Союз, впровадження прозорого, ліквідного механізму фондового ринку є важливою умовою для того, щоб наша держава вийшла на один рівень з західноєвропейськими сусідами. Саме тому при написанні роботи було проаналізовано праці таких західних авторів як V. F. Garcia, L. Liu, R. Rigobon, B. Sack Maurer, Tim D. та T. Nitschka, 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.

Відповідно до аналізу останніх публікацій та наукової літератури, вивченню причин низької розвиненості українського фондового та засобів їхнього усунення свої праці присвятили такі автори: Д. І. Дема, Романенко О.Р, Білик О, Калинець К.С, Лук'яненко І.Г, Поддєрьогіна Я. А., Р.Семко, Мельник Р. А., Третьякова О. В., Харабара В. М., Грешко Р. І та ін.

Незважаючи на значну кількість наукових праць та емпіричних досліджень щодо розвитку фондового ринку в різних країнах світу, а також визначення основних інструментів монетарної політики для можливого його стимулювання та запобігання розвитку кризових явищ, дана проблематика все ж таки потребує поглибленого дослідження особливо з врахуванням останніх тенденцій та новацій на фондових ринках, зокрема і українському.

Метою даної роботи є дослідження процесу становлення фондового ринку України та емпіричний аналіз впливу монетарної політики на його розвиток з врахуванням останніх тенденцій та новацій.

Відповідно до мети, основними **завданням дослідження** є:

- дослідити теоретичні підходи до пояснення впливу монетарної політики на розвиток фондових ринків;
- провести моделювання та на його основі виявити інструменти монетарної політики, що найбільше впливають на розвиток фондового ринку;
- надання практичних рекомендацій відповідно до виявлених закономірностей у ході інтерпретації результатів моделювання.

Об'єктом дослідження є фондовий ринок України.

Предметом дослідження є процеси становлення та розвитку фондового ринку.

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

Новизною даної кваліфікаційної роботи є емпіричне дослідження залежності розвитку фондового ринку від інструментів монетарної політики, зокрема в умовах ще недостатньо досліджених реалій останньої світової кризи, спричиненої пандемією вірусу COVID-19, та реакцію українського фондового ринку на неї. Отримані результати можливо буде використовувати для послаблення негативних наслідків від майбутніх криз, зокрема застосування західних практик на вітчизняному ринку.

Для написання даної роботи використовувались такі літературні, наукові та електронні джерела як монографії за досліджуваною тематикою, наукові статті, інтернет-сайти фондових бірж та Національної комісії з цінних паперів та фондових ринків й нормативно-правові акти, що стосуються фондового ринку.

Обсяг і структура. Кваліфікаційна робота має таку структуру: вступ, 3 розділи, висновки та список джерел. Вона містить 16 рисунків, 4 таблиці та 6 додатків.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ТА ОСНОВНІ ХАРАКТЕРИСТИКИ ФОРМУВАННЯ ТА СТАНОВЛЕННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ ЯК СКЛАДОВОЇ СИСТЕМИ ДЕРЖАВИ

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

В економічній системі кожної країни існує фінансова підсистема. Якщо розглядати її як самостійну систему, то вона в свою чергу має доволі складну структуру, яку можна відобразити у вигляді узагальненої схеми, наведеної на рис. 1.

Вона представляє собою сукупність різних сфер фінансових відносин, що різняться способами акумуляції та призначенням застосування грошових ресурсів. У держав на кшталт України ця система тільки формується і є досить динамічною, до неї входять такі основні складові: державні фінанси, фінанси суб'єктів господарювання (юридичних осіб), фінанси домогосподарств (сімейні), міжнародні фінанси, фінансовий ринок та страхування. Останні двоє є забезпечувальною сферою фінансової системи.

В свою чергу кожна ланка фінансової системи має свої підскладові. Фінанси суб'єктів господарювання є фундаментальною ланкою фінансової системи, адже комерційні підприємства генерують значну частину ВВП та є найбільшим джерелом надходжень до державного бюджету через податок на прибуток. У некомерційних же основною метою діяльності є не отримання прибутку, а задоволення потреб громадян, вони фінансуються через бюджет, членські внески, спонсорвання, іноді є частинами комерційних підприємств, куди ті спрямовують частину свого прибутку.

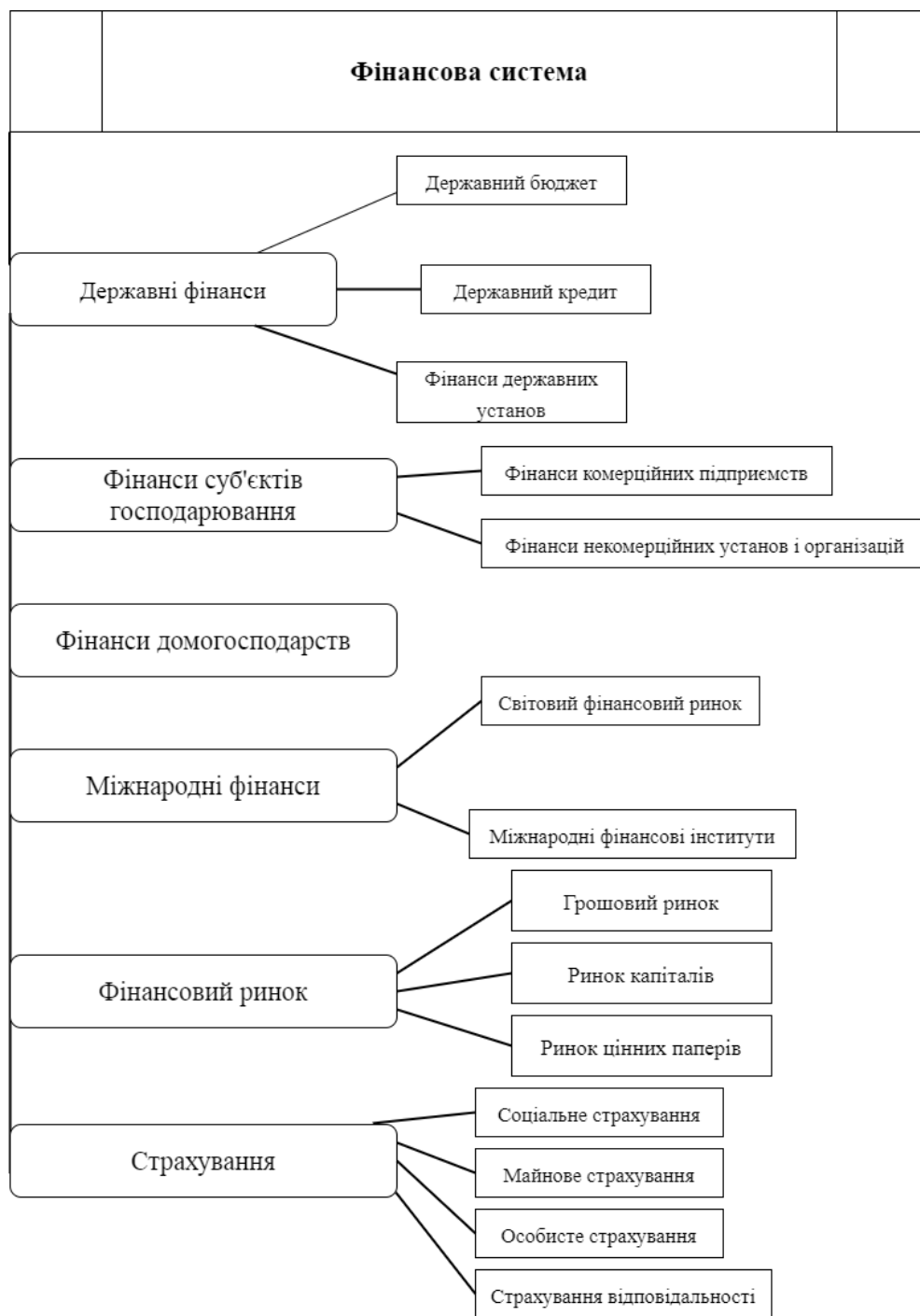


Рис. 1.1. Структура фінансової системи

Джерело: складено автором на основі [7]

Державні фінанси включають в себе бюджети різних рівнів, які складають бюджет держави, державний кредит, фінанси державних підприємств та організацій, державні цільові фонди. Ця складова фінансової системи забезпечує узгодження прагнень громадян та сфер економіки. Акумуляуючи доходи до бюджету, завдяки податковим пільгам держава може стимулювати

розвиток підприємництва, надходження іноземних інвестицій в країну, збільшувати для населення привабливість товарів місцевого виробництва, а не імпортованих. Через такі податкові пільги держава недоотримує певні кошти на всі свої заплановані видатки, внаслідок чого виникає бюджетний дефіцит, для покриття якого і існує така ланка державних фінансів як державний кредит.

Міжнародні фінанси уособлюють перерозподільні відносини між організаціями з різних країн. Для максимальної ефективності й взагалі можливості існування таких відносин існують міжнародні фінансові інституції та міжнародні фінансові ринки.

Сфера страхування формує фонди фінансових ресурсів, які згодом можуть використовуватись при настанні страхових випадків у фізичних чи юридичних осіб, що такі фонди і сформували своїми страховими внесками. Страхові фонди можуть використовуватись і як інвестиційні, допоки вони не знадобляться для виплати страхових компенсацій їхнім клієнтам.

«Фінансовий ринок – це сукупність економічних відносин, пов'язаних з розподілом фінансових ресурсів, купівлею-продажем тимчасово вільних грошових коштів та інших фінансових інструментів [8, с. 9]»

Фінансовий ринок, як і звичайний, є місцем, де зустрічаються попит та пропозиція, але товаром на ньому є не звичайні товари чи послуги, а фінансові ресурси. Він поділяється на ринок грошей, ринок капіталів та ринок цінних паперів.

Спрощено структуру фінансового ринку можна уявити собі як певний ланцюжок, який відображено на рис. 1.2.

На ринку грошей придбання та продаж фінансових ресурсів здійснюється на короткий термін, як правило до одного року. Цей ринок є найліквіднішим та найменш фінансово-риковим, відповідно і дохідність на ньому є порівняно невисокою.

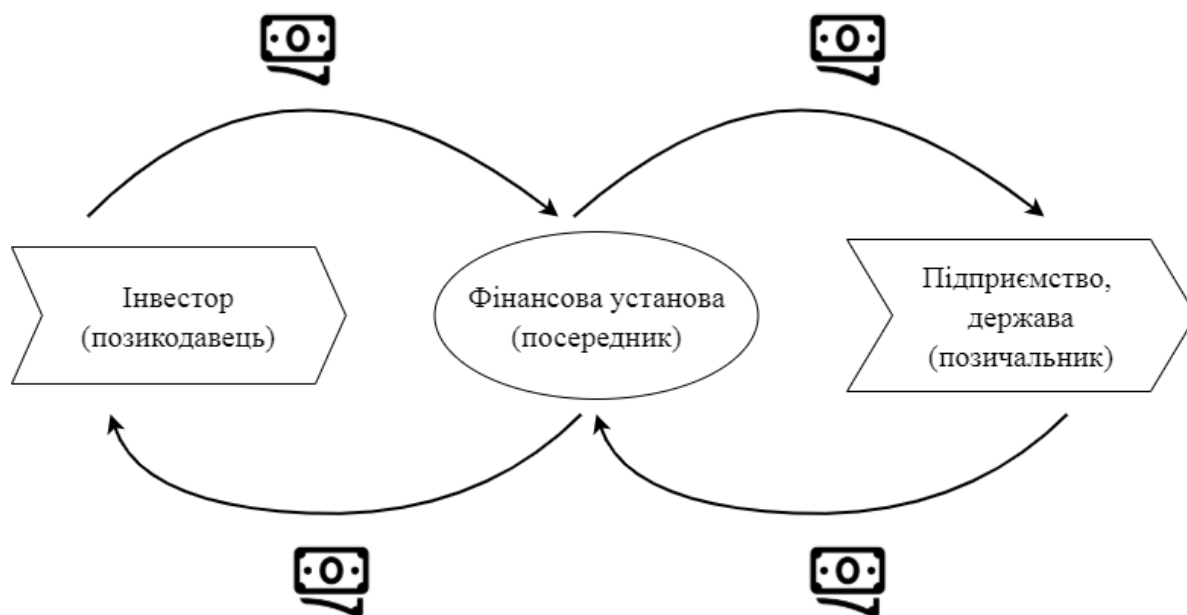


Рис. 1.2. Спрощена структура фінансового ринку

Джерело: складено автором на основі [8]

Ринок капіталів призначений для операцій з кредитними ресурсами на більш тривалий термін і керується за допомогою облікової ставки центрального банку. Цей ринок є основним джерелом інвестиційних ресурсів. Йому притаманна нижча ліквідність, а тому і більша ризиковість, прибуток від надання коштів відповідно теж буде вищим.

Ще однією складовою фінансового ринку, яку деякі наковці вважають складовою ринку капіталів, є ринок цінних паперів. На ньому об'єктом операцій є емітовані підприємствами чи державою цінні папери, які гарантують повернення позичених коштів. Місцем здійснення операцій є фондовий ринок.

Цінні папери є дуже зручним інструментом для позичальника, адже, на відміну від банківської позики, за гроші, отримані від лістингу акцій компанії на біржі, не потрібно сплачувати відсотки, а лише віддати частинку компанії у володіння інвестору. Є переваги і для інвесторів: банк пропонує фіксовану ставку для депозитних вкладень, яка протягом терміну вкладення буде залишатись такою ж або навіть падати, бо банк залишає право зміни ставки по депозиту за собою. Вкладаючи ж в акції компанії, інвестор прогнозує її ріст, розвиток та, відповідно, зростання ціни на акції, при чому, на відміну від

банківського вкладення, цей ріст є нефіксованим та необмеженим і часто може перевищувати банківську ставку в 5-10 разів при порівняно невеликих ризиках.

За визначенням Закону України, «фондовий ринок (ринок цінних паперів) - сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів)» [5].

За О. Білик, класифікувати фондовий ринок можна за такими критеріями (Рисунок 1.3):

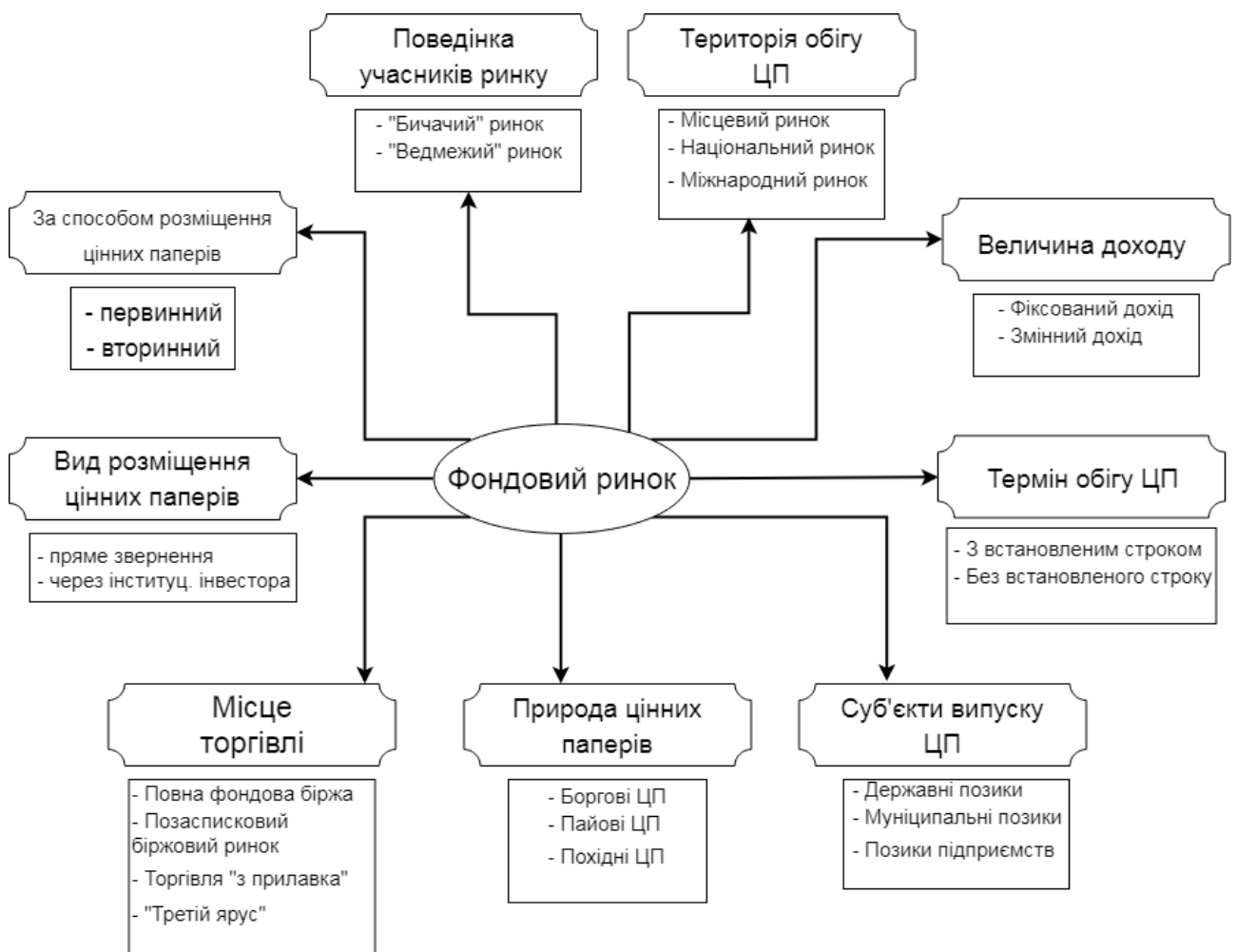


Рис. 1.3. Структура фондового ринку за О. Білик

Джерело: складено автором на основі [9, с. 22-23]

До структури фондового ринку належать функціональні та технічні установи. Задачею функціональних є забезпечення роботи самого ринку, торгів цінними паперами. Такими установами є фондові біржі та позабіржові організації (Рисунок 1.4). Їхньою метою є забезпечення безперебійності торгів, підтримання торгів на професійному рівні та підтримання довіри учасників

торгів. Приватні торговельні системи та брокерські організації також відповідають за організацію торгів та підвищення ліквідності цінних паперів. Їх об'єднують під умовним терміном «альтернативні торгові системи».



Рис. 1.4. Установи, що забезпечують функціонування фондового ринку

Джерело: складено автором на основі [10, с.114-117]

Технічні установи займаються обліком власників іменних цінних паперів, розрахунками з купівлі-продажу цих паперів, їхнім зберіганням та інформаційним обслуговуванням. Представниками таких установ є реєстратори власників іменних корпоративних цінних паперів, трансфер-агенти, депозитарні і клірингові установи та інші. Їхньою головною метою є перереєстрація прав власності на папери, своєчасна оплата та поставка цінних паперів новим власникам [10, 114-117]. Функції таких реєстраторів можуть делегуватись іншим інституціям: трансфер-агентам, які займаються передачею прав власності від продавця до покупця, кліринговим агентствам, які слідкують за дотриманням вимог купівлі-продажу цінних паперів, перевіряють наявність цінних паперів та грошей на рахунках своїх клієнтів, переміщення цінних

паперів з рахунків продавців на рахунки покупців та передають інформацію відповідним інститутам.

З вищенаведеного випливає логічне питання: а де ж зберігати придбані цінні папери? Для цього існують спеціальні установи – депозитарії. Традиційно вони поділяються на два типи: депозитарії-зберігачі та депозитарії-опікуни (custodians). Перші виконують прості функції зі збереження ваших цінних паперів. Кастодіани ж, або опікуни, можуть бути як депозитарієм для депозитарію, так і виконувати функції платформи, з якої користувачі мають змогу купувати цінні папери, але після купівлі зберігатимуться вони в самому депозитарії, їм також належить функція консультування клієнтів та портфельного інвестування. Як правило, звичайні депозитарії не є комерційними установами, тоді як опікуни, або кастодіани ще й як комерційні, до того ж несуть в собі ризики, пов'язані з операціями на фондовому ринку.

Найбільшим поширеним місцем для купівлі-продажу цінних паперів є фондовий ринок. У країнах, де він гарно розвинений, сформувались непрості умови для лістингу компаній, наприклад, для того, щоб акції компанії котирувались на нью-йоркській фондовій біржі, необхідно, щоб чиста вартість матеріальних активів була не меншою \$18 млн., дохід до виплати податків за останній рік — \$2,7 млн, мінімальна кількість акціонерів, які володіють 100 акціями і більше, — не менше 2 000 осіб, мінімальний дохід до сплати податків у поточному році, мінімальний прибуток за 2 попередні роки, вартість акцій у публічному володінні, мінімальна сумарна вартість акцій та мінімальний обсяг торгів акціями за останніх 6 місяців. Тобто невеличким компаніям доступ до лістингу на такому «гіганті» закритий. Натомість існують так звані позаспискові біржові ринки, вимоги до торгівлі на яких є значно спрощенішими. Як правило, на таких ринках торгуються ще малі маловідомі компанії. Має місце також і «третій ярус», його різниця від позаспискової торгівлі полягає в тому, що на ньому діють такі ж правила з торгівлі, як і на біржі.

З розвитком передових технологій почали з'являтися такі собі віртуальні брокери, програмне забезпечення, термінали для торгівлі, які забезпечили швидку та точну передачу даних, їхню загальнодоступність та легкість доступу до інформації. Завдяки цьому значно зросла кількість учасників на біржах, зросли об'єми торгівлі. На жаль, є й негативні наслідки швидкого розвитку технологій: більш спустошливими й масштабними стали фінансові піраміди та бульбашки, а кризи, що виникали на одних фондових ринках стали активніше перекидатись на інші фондові ринки.

Наразі фондовий ринок загалом продовжує свій тренд високотехнологічних перетворень, все нові й нові виклики виникають перед законодавчими та регулюючими органами різних держав, адже з'являються кардинально нові види цінних паперів, які треба класифікувати на прикладі традиційних, але часом це буває не так вже й просто. Із появою нових видів цінних паперів, з'являються й нові організації та інституції, які прагнуть створити інфраструктуру для людей, які вирішать в них інвестувати. Через це виникає все більше таких інфраструктурних організацій, які в гонитві за клієнтами, конкурують між собою, і вимушені створювати нові більш ефективні та економні технології, щоб привернути інвесторів до себе вигіднішими умовами.

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

У країнах з розвиненою ринковою економікою фондові ринки вже пройшли нелегкий шлях від становлення до розвитку, тоді коли Україна лиш починає його. Саме тому аналіз та втілення найвдаліших прикладів міжнародного досвіду є запорукою ефективного та швидкого розвитку ринку цінних паперів. Український фондовий ринок є низькорозвиненим через роздробленість системи управління та регулювання, функції та повноваження розпорочені між різними установами, що тільки ускладнює його нормальний

розвиток. Разом з тим Україна вже взяла курс на Європейський союз, що означатиме переважання використання його з досвіду з поправкою на національні відмінності та особливості законодавства.

Історично склалось, що для країн Європи та Японії посередником для залучення коштів є банк (банкоцентрична модель), а для таких країн, як Сполучені Штати Америки, Англія, Австралія - фондовий ринок (фондова). Для перших джерелом грошей є банківський кредит, для останніх же - розміщення акцій та корпоративних облігацій на фондовому ринку.

При цьому, варто зазначити, що США найшвидше розвинулися і це все завдяки їхньому способу залучення коштів. У зв'язку з цим цьому не тільки зростає країна, а фондовий ринок є добре зарегульованим та розвиненим. До того ж, банківські кризи, які відбулись у 90-х роках ХХ століття, поставили під сумнів доцільність використання банкоцентричної моделі залучення коштів (у яких посередником є банк).

Банкоцентрична модель не відкидає існування фондових ринків, але основним посередником для фінансово-інвестиційних операцій є банк, який, до речі, може поєднувати традиційні банківські операції з операціями на фондовій біржі. Фондова ж модель фондового ринку гарантує йому основну роль у відносинах позикодавець-позичальник, при чому звичайні банки не мають доступу до біржових операцій, натомість цим займаються спеціалізовані інвестиційні банки.

Останнім часом, завдяки процесам глобалізації, спостерігаються процеси комбінування двох моделей. Так у США, де значно переважає фондовий ринок, стимулюють розвиток банків, а в континентальній Європі все більшого значення починає набувати фондова біржа, така модель дістала назву «змішана».

При цьому, аналіз організації фондового ринку США дозволяє зазначити, що він є найбільшим у світі, а його частка у світовому ринку сягає близько половини. Запорукою такого високого рівня розвитку, високої ліквідності й прозорості є чітке та злагоджене, суворе державне регулювання. Сама система

організації торгів представляє собою два рівні: перший – це державне регулювання (комісія з цінних паперів та бірж (SEC) та органи регулювання вже безпосередньо у штатах, другий – саморегулюючі установи безпосередніх учасників торгів, а саме фондові біржі (Рисунок 1.5).

Система регулювання фондового ринку США



Рис. 1.5. Система регулювання фондового ринку США

Джерело: складено автором на основі [11, с. 183-185]

Для врегулювання та контролю угод з купівлі-продажу цінних паперів, що укладаються на фондовому ринку США було законодавчо створено розмежовану систему депозитарно-клірингову систему, яка передбачає велику кількість даних установ, що супроводжують такі угоди та забезпечують максимальну прозорість даних для сторін операції.

Слід зазначити, що до 1999 року звичайні банки могли тільки брати участь в ринках державних цінних паперів й гарантувати випуск муніципальних облігацій, забезпечених гарантією місцевої влади, брати участь в укладенні угод з нею. В той же час інвестиційні банки мали повний доступ до фондових ринків. У 1999 було прийнято низку поправок до закону «Про банки», які послаблювали обмеження для традиційних банків, розвиваючи змішану модель. Серед змін найпомітнішим був дозвіл банкам здійснювати операції із цінними паперами фінансових установ, робити андерайтинг та гарантувати випуск ЦП [11, 183-185]. Разом з цим почала бути помітною централізація клірингових установ. Наприклад, інформація про угоди трьох фондових бірж (з семи) надходила до однієї організації - National Securities Clearing Corporation (NSCC).

Другий рівень організації торгів CIF представляє собою саморегульовані фондові біржі. Наразі у США діє 7 бірж, у 1930-х роках їх було 38. Як вже було сказано вище, глобалізація сприяла розвитку банків в США та перехід до змішаної моделі. Через це Сполучені Штати набули статусу так званого світового банку, бо гроші з усього світу стікались у вигляді інвестицій в країну і таким чином робило країни-інвестори залежними від економіки країни-гіганта. Гроші, інвестовані у виробництво, призвели до значного перевищення попиту на виробничі товари над пропозицією. На той час значних темпів росту набував ринок нерухомості, а фінансові установи пропонували пільгові кредити з низькими відсотковими ставками, держава ж тільки стимулювала це. Адже через глобалізацію роль держави в регулюванні фондового ринку розмивалась на користь банків, які в свою чергу роздавали кредити без належної перевірки платоспроможності громадян та формували з них фінансові інструменти з рейтингом надійності AAA, хоча реальний рейтинг був значно нижчим. Держава ж не мала чітких методів для оцінки ризиків даних цінних паперів та повністю довіряла в цій справі оцінці банків. В якийсь момент дані фінансові інструменти роздули економіку занадто сильно, стала очевидною неправильна оцінка ризиків банків. Люди, що купили дані фінансові інструменти, зрозуміли,

що реально позичальники не в змозі виплатити свою заборгованість, і на ринку почалась паніка. Криза, що охопила США, досить швидко перекинулася і на інші країни, адже ті не могли в повній мірі повернути інвестовані кошти. Таким чином глобалізація зіграла злий жарт з оптимістично налаштованими інвесторами та знизилася капіталізацію фондового ринку США на 43% порівняно з 2007р. А все це сталося через те, що держава ослабила свій контроль над системою на користь банків, тобто змішана модель призвела до нищівної кризи в США і країна була змушена визнати, що найефективніше фондовий ринок продовжуватиме свій розвиток за умови такого ж сильного контролю з боку державних органів, який мав місце раніше [11, 183-185].

Що з цього досвіду може винести Україна? Наразі український фондовий ринок є погано регульованим через знову ж таки розпорошеність функцій та обов'язків між великою кількістю органів та організацій. Рішенням цієї проблеми може бути створення єдиного регулюючого державного органу, якому були б делеговані всі права з управління та реформування ринку.

Ще однією країною для перейняття досвіду може бути Німеччина, адже модель фондового ринку в країні є діаметрально-протилежною США, а саме банкоцентричною. Майже всі операції на фінансовому ринку в Німеччині здійснюються через банк, але мають місце також страхові компанії та інші фінансові посередники. За рахунок цього там сформувалась найбільш концентрована мережа банків – понад 2400. Близько 55% усіх банків Німецької Федеральної республіки є кредитними кооперативами, більша частина яких є дрібними фінансовими установами. Зрозуміло, що німецький фондовий ринок є значно меншим за обсягами, ніж американський, адже потребу компаній у грошах в основному задовольняють саме банківські установи.

Всі операції з купівлі-продажу здійснюються через депозитарно-клірингову систему, єдиним власником якої є Німецька фондова біржа (рис. 1.6.).

Система регулювання фондового ринку Німеччини

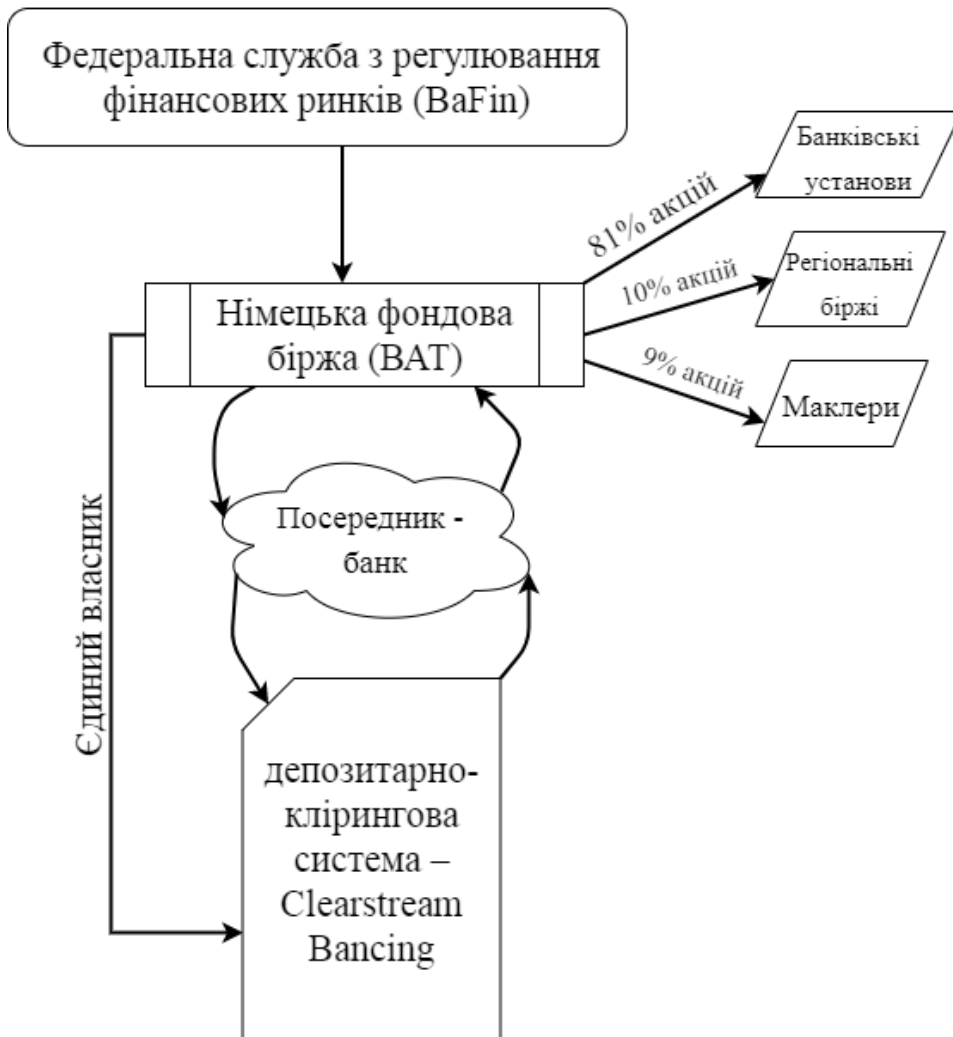


Рисунок 1.6. Система регулювання фондового ринку Німеччини

Джерело: складено автором на основі [11, с. 186-187]

Система є повністю комп'ютеризованою, а всі цінні папери, по яких укладаються угоди, зберігаються у центральному депозитарії (крім іменних акцій та окремих облігацій).

Завдяки глобалізації, там, протилежно до Сполучених Штатів, почали розвивати фондовий ринок, було розгорнуто програму-стратегію «Фінансовий майданчик країни». У 2002 році в країні, подібно до США, було створено єдиний орган, регулюючий одночасно діяльність банків, ринків цінних паперів та страхових компаній - Федеральну службу з регулювання фінансових ринків (BaFin). [11,186-187]

Досвід Німеччини є ближчим до України, тому що вітчизняні банки так само займають значну ланку в кредитуванні підприємств. Тим не менш, вже у двох досліджених країнах з високим рівнем розвитку фондового ринку, завдяки створеному єдиному регулюючому органу, ринки відмінно розвиваються, а не чекають неузгоджених наказів від державних організацій та не стають у своєму розвитку, як це відбувається у нас.

Французький фондовий ринок є прикладом змішаної моделі (рис. 1.7.). Він займає четверте місце в світі по капіталізації. Найбільш бурхливий його розвиток прийшовся на 90-ті роки ХХ століття та продовжується дотепер. Досвід Франції перейняли ринки цінних паперів Польщі, Чехії, Угорщини та ін. У 1980-х роках було прийнято низку законодавчих актів про фондовий ринок, що і почало його розвиток у Франції відповідно до директив Європейського Союзу. Згодом дані про цінні папери перевели у електронну форму, зараз вони зберігаються в Центральній депозитарії Франції.

Найбільшою та основною на французькій фондовій біржі є паризька фондова біржа, на якій і здійснюється торгівля цінними паперами. Решта – 6 бірж є регіональними та обслуговують емітентів. Вони є відкритими акціонерними товариствами, а їхні акції належать банкам, страховим компаніям та іншим фінансовим установам. [11,188-189]

Система функціонування фондового ринку Франції

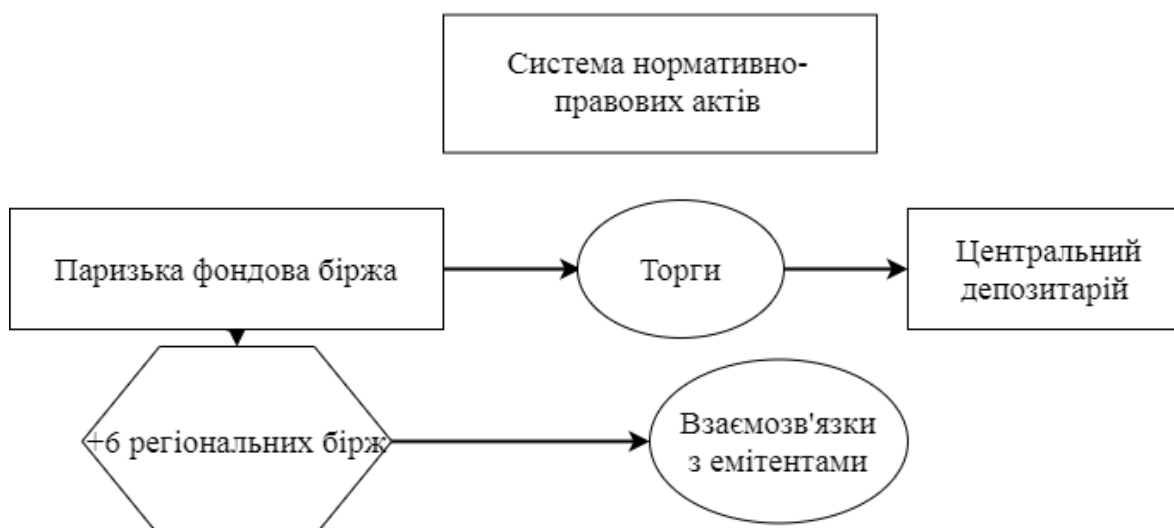


Рисунок 1.7. Система регулювання фондового ринку Франції

Джерело: складено автором на основі [11, с. 188-189]

Досвід розвитку фондового ринку в Польщі є найбільш вартим уваги для України, адже там він, так само як і в нашій країні, почався з розпадом Радянського Союзу, у 1991 році з початком приватизації підприємств та первинним розміщенням їхніх акцій на біржі. З метою контролю цього процесу було створено комісію з цінних паперів і бірж.

За основу поляки взяли французьку модель фондового ринку з не надто строгим державним контролем та залученням банків до торгів. Було запроваджено відповідне нормативно-правове забезпечення, згідно з нормативами ЄС, що і є однією з запорук успішного функціонування ринку цінних паперів. Найбільшою біржою в Польщі є Варшавська біржа. [11, 189]

Підсумовуючи вище наведені моделі організації ринків цінних паперів обраних держав, можемо зазначити, що злагоджена дія державних інституцій, які є законодавцями фондового ринку, є запорукою його пришвидшеного розвитку, навіть при умові належності країни до банкоцентричної моделі залучення капіталу. Прикладами, які найкраще підтверджують це твердження, виступають щонайменше описані вище наші західні сусіди: Німеччина, Польща та Франція. Водночас, втручання у ринкові відносини має відбуватись лише при гострих необхідностях (як наприклад у 2007-2008х роках під час глобальної світової кризи), адже, як правило, держава є менш ефективним управлінцем, ніж ринок, а тому має делегувати йому цю функцію та спостерігати осторонь, недопускаючи при цьому роздування бульбашок або ж утворення фінансових пірамід, які лише підривають довіру населення до ринку.

Висновки до розділу 1

Отже, фондовий ринок – це механізм, який забезпечує взаємовигідні відносини між інвесторами та емітентами цінних паперів, завдяки якому розвиваються не тільки підприємства-позичальники, а й країна в цілому, адже

зростає її ВВП, більше грошей надходить у державний бюджет у вигляді податків та більш цікавою вона стає для закордонних інвесторів. Більше того, кошти розподіляються не тільки у відносинах інвестор-підприємство, а й між різними сферами економіки, врівноважуючи її таким чином та роблячи країну більш стабільною з макроекономічної точки зору, що і є її головною задачею. Нерозвинений фондовий ринок стримує економічний розвиток, через те, що не надходять іноземні інвестиції та не перерозподіляються кошти. Світовий досвід підказує, що, якою б не була модель фінансового ринку країни, для його розвитку необхідно чітко визначити та розмежувати функції між регуляторними органами, крім того, потрібно обов'язково закріпити дані функції нормативно-правовими актами, які б відповідали уставу Європейського Союзу, адже це тільки сприятиме інтеграції України до нього. Досліджені у цьому розділі країни з подібною до української банкоцентричною моделлю залучення грошових ресурсів (Німеччина, Франція, Польща) є наглядними прикладами, того що при таких умовах фондовий ринок може успішно працювати та розвиватись, тим самим змінюючи згадану модель на змішану. Вони усі мають спільну рису: чіткий розподіл функцій між інституціями, слабе втручання держави і переважання ринкових механізмів. Найбільш актуальним для вітчизняного ринку цінних паперів є досвід Польщі, адже після розпаду Радянського союзу країни опинились майже в однакових положеннях, більше того країна є нашим найближчим сусідом. Дослідження вказує на те, що оптимальним для розвитку фондового ринку є чітка робота інституцій, які забезпечують операційне функціонування, й слабе втручання держави. При цьому найоптимальніше за юридичну базу використовувати нормативно-правові акти та робочі алгоритми, що успішно працюють в Європейському Союзі, а не «заново винаходити велосипед». При дотриманні наведених рекомендацій, співпраці з міжнародними інституціями та популяризації національного фондового ринку як засобу залучення капіталу, його невідворотно чекатиме стрімкий розвиток щонайменше до рівня розвинутих країн.

РОЗДІЛ 2

ОСОБЛИВОСТІ СТАНОВЛЕННЯ ТА РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

2.1. Стан та особливості функціонування фондового ринку України на різних етапах економічного розвитку

З розпадом СРСР Україна стала на шлях формування ринкової економіки. Оскільки на той час починалась поступова приватизація державних підприємств та створювались перші приватні організації, на ринку масово почали з'являтися цінні папери та, відповідно, і попит на них з боку приватних інвесторів та інвестиційних фондів. Разом з прийняттям у 1991 році Закону України «Про цінні папери та фондову біржу» це дало перший поштовх до розвитку українського ринку цінних паперів. Відповідно до цього закону Міністерство фінансів України було вповноважено функціями контролю та регулювання [1].

У період з 1991 по 1994рр його розвиток йшов повільними темпами, з невеликою часткою вторинного ринку та значною роздробленістю функцій та обов'язків між регулюючими органами [12,13].

Згодом, Указом Президента України 12 червня 1995 р. було створено Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку [2]. А Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів» від 1996 року було визначено, що вона займається державним регулюванням фондового ринку України, її функції, права, обов'язки та взаємовідносини з іншими органами, що займались регулюванням фондового ринку [3]. У 1997 році було прийнято Закон "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні", який визначив структуру Національної депозитарної системи, сфери її діяльності та компетенції [4].

Після прийняття вищенаведених нормативно-правових актів почалися більш активні приватизаційні процеси великих національних підприємств, на ринку з'явилися іноземні інвестори, створювалась інфраструктура брокерських компаній, які давали можливість пересічному українцеві купити цінні папери вітчизняних підприємств, відбувся притік закордонного венчурного капіталу [12,13].

Вищий щабель розвитку потребував відповідного інформаційного супроводу, а тому в 1998 році було утворено Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України, або Stock market infrastructure development agency of Ukraine (SMIDA), яке створило інформаційний портал з однойменною назвою, де має консолідуватись та публікуватись уся публічна інформація емітентів, зокрема повідомлення про збори, значні правочини та, що найголовніше, актуальна фінансова звітність [15].

У зв'язку з поживленням вітчизняного фондового ринку постала необхідність у кваліфікованих кадрах для його подальшого функціонування. Саме тому у 1997 році було утворено вищий навчальний заклад «Український інститут фондового ринку, що функціонує при Київському національному економічному університеті та має ліцензію на здійснення освітньої діяльності. Важливо відмітити, що інститут акредитовано НКЦПФР як Навчально-методичний центр НКЦПФР. Його основною функцією є підготовка та підвищення кваліфікації усіх спеціалістів, чия діяльність стосується фондового ринку, а саме фінансовий моніторинг, корпоративне управління, професійні учасники ринку, депозитарна діяльність, організатори торгівлі, управління активами тощо [16].

Наступним важливим етапом у регулюванні фондового ринку став Указ Президента України від 23.11.2011 р. про утворення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР). Указом було визначено її основні завдання, обов'язки, права та внутрішню структуру [6].

В липні 2014 року SMIDA було офіційно призначено такою, що відповідає за утримання та актуалізацію даних в інформаційній базі про ринок цінних паперів України [15].

Завдяки злагодженій роботі регуляторів у жовтні 2019 року Президент України підписав Закон «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення функцій державного регулювання ринків фінансових послуг», або так званий закон про «Спліт», яким було фактично ліквідовано одного з трьох основних регуляторів фінансового ринку України – Нацкомфінпослуг – та поділено його повноваження між Національним банком та НКЦПФР. Зокрема, до сфери регуляторних повноважень останньої з 1 липня 2020 року додалися недержавні пенсійні фонди та фонди фінансування будівництва [14].

За даними НКЦПФР, на сьогоднішній день в Україні ведуть свою діяльність 4 фондові біржі:

- АТ "УКРАЇНСЬКА БІРЖА"
- ПРАТ "УМВБ"
- ПРАТ "ФБ "ПЕРСПЕКТИВА"
- ПАТ "ФОНДОВА БІРЖА ПФТС"

За січень-грудень 2020 року обсяг торгівлі біржовими контрактами склав 335,41 млрд грн. Порівняно з аналогічним періодом попереднього року, спостерігається підвищення обсягів торгівлі біржовими контрактами на 10% (на 30 млрд грн). Серед фондових бірж спостерігається такий розподіл обсягу торгівлі біржовими контрактами (рис. 2.1). Протягом 2020 року, на відміну від 2019, не спостерігалось значного підвищення загального обсягу емісії цінних паперів, він знизився на 79млн грн та склав 113.4 млрд грн.

На даний момент на ринку цінних паперів України на фондові біржі «Перспектива» та «ПФТС» приходиться близько 99,28% всього обсягу торгів, вони займають домінанте положення серед інших. Структура фінансових інструментів серед бірж представлена в таблиці 2.1 та для кращої візуалізації заарегована на рисунку 2.2 за основними видами цінних паперів.

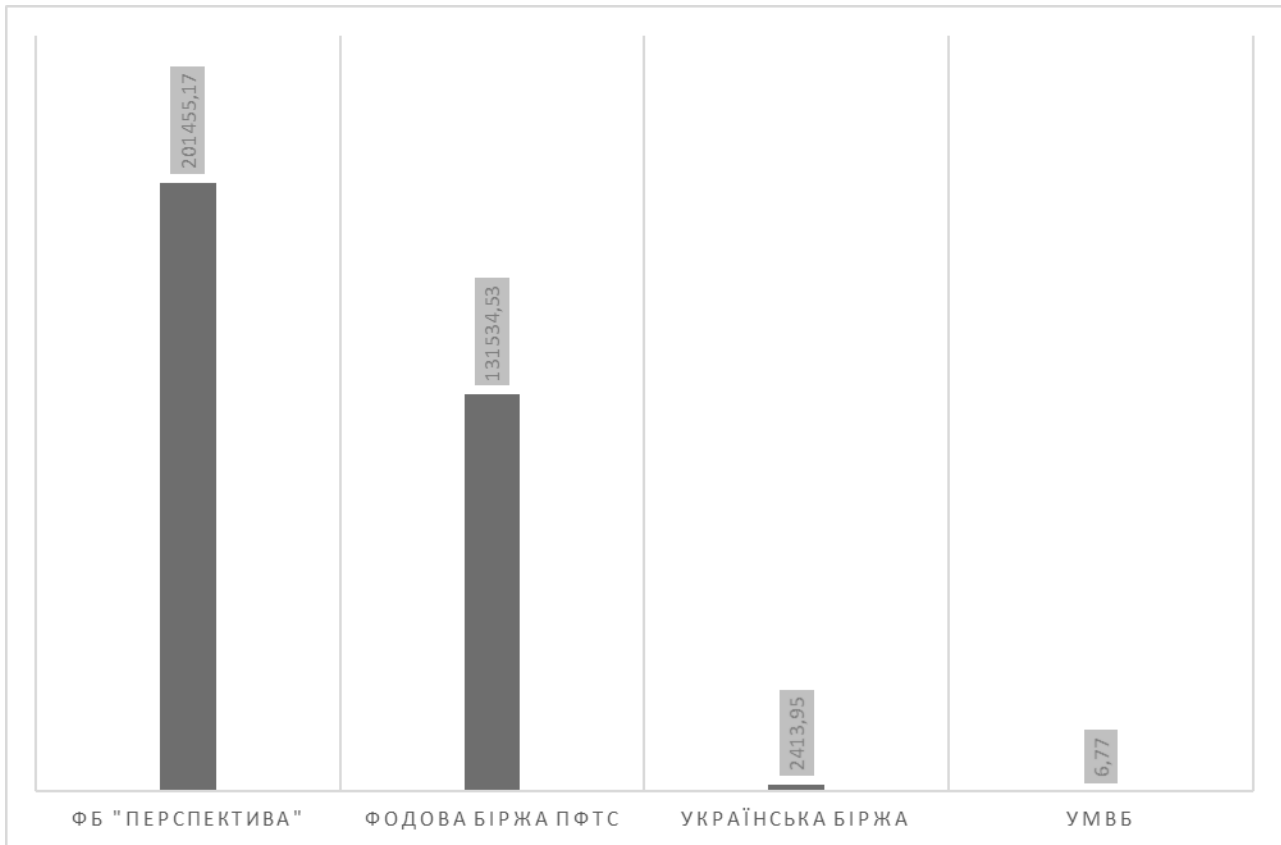


Рис. 2.1. Обсяг біржових контрактів серед організаторів торгівлі за 2020 рік, млн. грн

Джерело: складено автором на основі [14]

Таблиця 2.1

Розподіл обсягів торгівлі біржовими контрактами за організаторами торгів та видами інструментів

	Акція	Акція іноземного емітента	Акція КІФ	Державний депозит	Інвестиційний сертифікат	Облігація внутрішніх державних позик	Облігація внутрішніх місцевих позик	Облігація зовнішніх державних позик	Облігація іноземного держави	Облігація іноземної держави	Облігація підприємства	Оptionний сертифікат	Ф'ючерсний контракт	Загальний підсумок
УБ	191,93	6,75	0,00	0,00	7,45	1998,87	21,38	121,63	5,84	0,00	43,50	0,00	16,60	2413,95
ПФТС	402,20	0,20	3,72	0,00	43,40	125899,61	3440,29	857,95	65,52	4,09	817,55	0,00	0,00	131534,53
УМВБ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	6,77	6,77
ПЕРСПЕКТИВА	0,00	0,00	0,00	2,82	0,00	200755,50	394,83	175,70	0,00	0,00	66,50	59,82	0,00	201455,17
Усього	594,13	6,95	3,72	2,82	50,85	328653,97	3856,51	1155,28	71,36	4,09	927,56	59,82	23,37	335410,42

Джерело: складено автором на основі [14]

За даними НКЦПФР, найбільший обсяг біржових контрактів зафіксовано за державними облігаціями: 333.7 млрд грн, що складає 99,5% від всього обсягу

операцій. Облігації підприємств становлять 0,28%, акції – 0,18%, а деривативи – 0,03%, інвестиційні сертифікати – 0,02%,.. (рис. 2.3) Окрім того, починаючи з 2019 року, НКЦПФР почала звітувати по обсягах торгів акціями іноземного емітента, облігаціях внутрішніх місцевих позик та облігаціях іноземних держав, проте порівняно з попередніми категоріями підзвітних цінних паперів їхня частка є незначною і сумарно складає 0,03%. У 2020 ж до статистичної звітності було додано облігації іноземного емітенту, опціонні сертифікати, ф'ючерсні контракти та окремо виділено акції КІФ (корпоративний інвестиційний фонд).

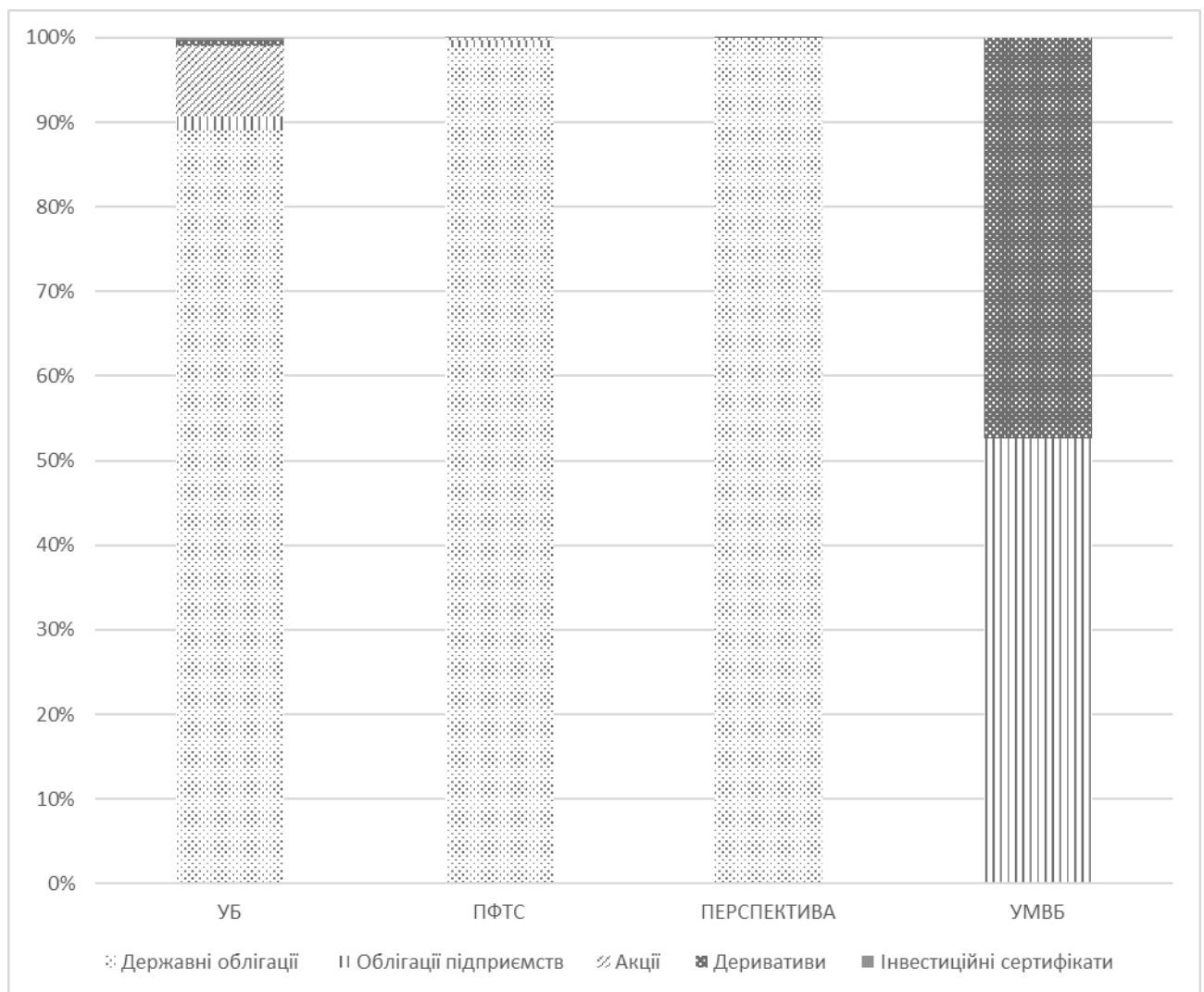


Рис. 2.2. Структура фінансових інструментів за обсягами торгів по біржах за 2020 рік

Джерело: складено автором на основі [14]

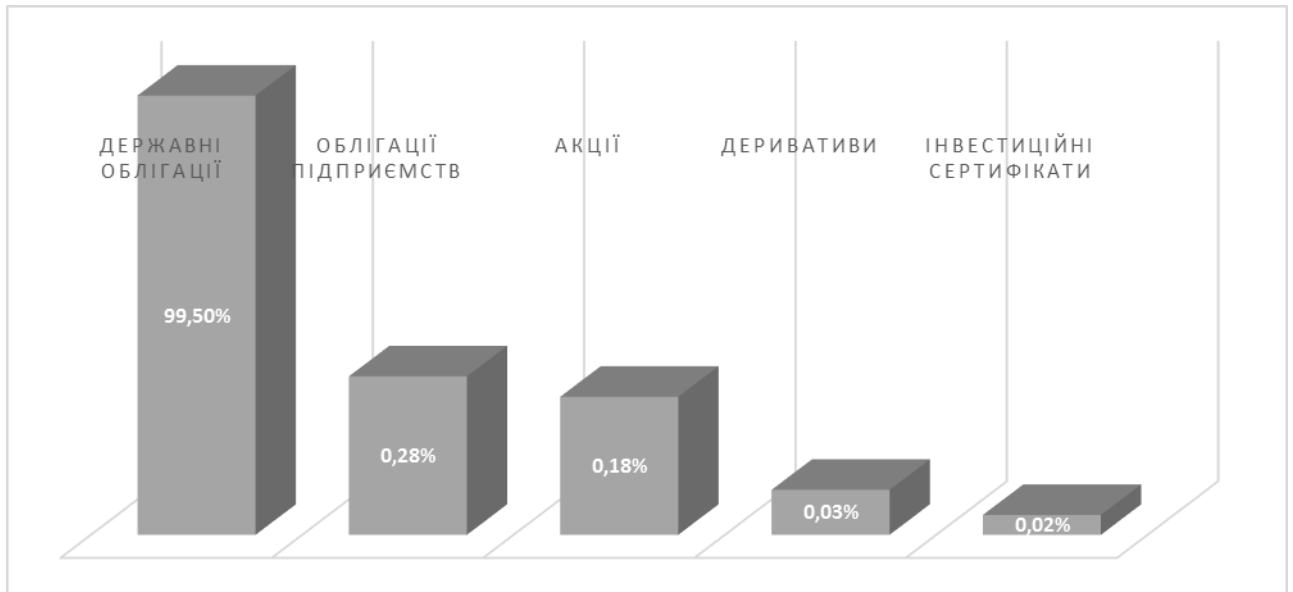


Рис. 2.3. Структура обсягів торгівлі біржовими контрактами від загального обсягу за 2020 рік

Джерело: складено автором на основі [14]

Обсяг операцій на первинному ринку за 2020 рік сягнув 246 млн грн, що складає 0.07% від загального обсягу. Тоді як на вторинному ця цифра досягла 335,16 млрд грн (99,93% від загального обсягу операцій).

З 2007 по 2014 рік обсяг біржових операцій зростав (рис. 2.4). Значний їхній стрибок у 2013-2014 роках спричинений введенням податку на позабіржові операції з першого січня 2013 року [18].

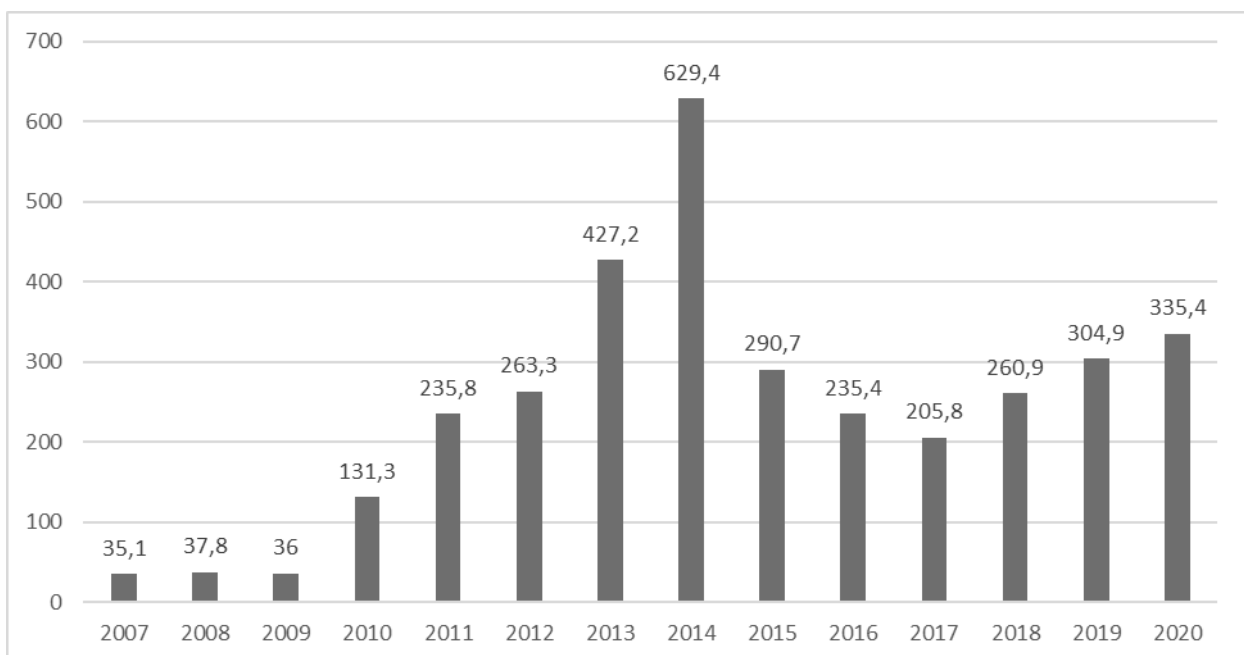


Рис. 2.4. Обсяги торгівлі біржовими контрактами на організованому ринку за 2007 – 2020 рр, млрд грн

Джерело: складено автором на основі [14]

У 2017-2018 роках спостерігається значне підвищення частки організованих торгів: до близько 44% у 2017, порівняно з 11% у 2016. Це пов'язано з тим, що операції з депозитними сертифікатами більше не враховуються для визначення обсягу торгів [14].

Ще в 2016 році в НКЦПФР було зареєстровано 10 фондових бірж, наразі їх залишилось 4 [14].

Через буремні події в Україні внаслідок російської агресії на Сході нашої держави та в АР Крим обсяги біржової торгівлі мали тенденцію до спаду з 2015 до 2017 року включно. 2018 рік зламав цю негативну послідовність та, імовірно, започаткував новий тренд на зростання. Аргументом на користь наведеного припущення є стійке зростання обсягів організованих торгів вже чотири роки поспіль, починаючи з 2017. За останній звітний період, а саме 2020 рік, обсяги організованих торгів показують зростання порівняно з попереднім роком на 10%.

У кожній біржі є власний індекс акцій, завдяки якому можна бачити загальний напрям руху ринку. Розглянемо індекс фондової біржі ПФТС, який бере початок від першого жовтня 1997 року (рис. 2.6).

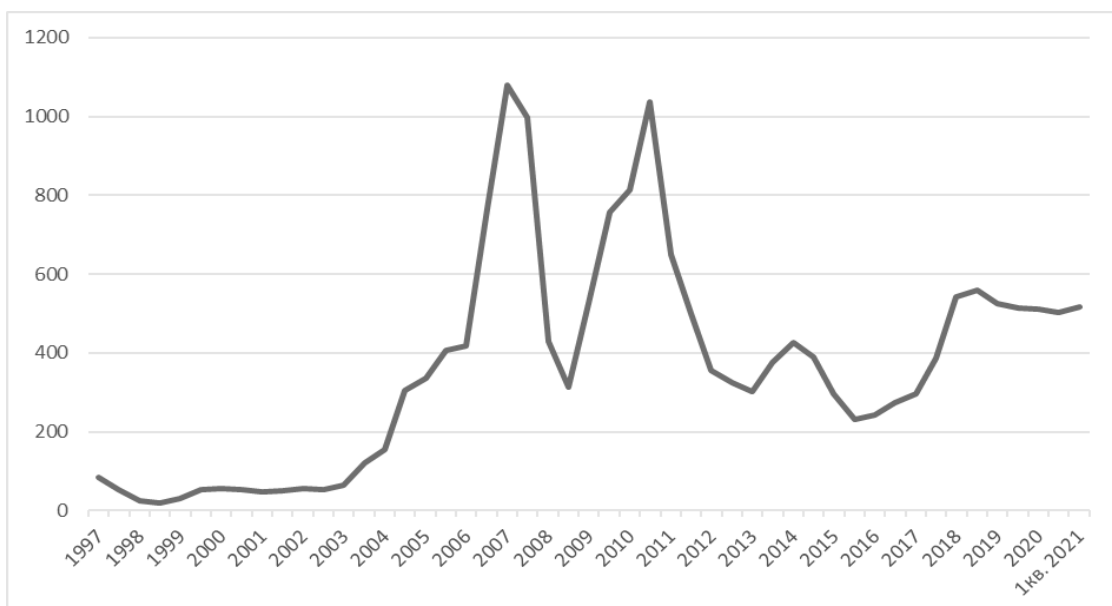


Рис. 2.6. Динаміка індексу акцій фондової біржі ПФТС від 10.1997 до 04.2021

Джерело: створено автором на основі [19]

Кожна точка на графіку представляє середнє арифметичне значення індексу за півріччя (з січня по червень, з липня по грудень), починаючи з 10.1997.

Як бачимо з ілюстрації, українському фондовому ринку не вдалося уникнути наслідків світових криз 2000-го та 2008-го років, що супроводжувались значним зниженням котирувань-складових індексу. Можемо також спостерігати поступове відновлення значень індексу з низів протягом останніх чотирьох років та зародження тренду на зростання до колишніх значень вище 1000 пунктів

Перелік акцій, що входять до його розрахунку, постійно змінюється, та усіх їх об'єднує той факт, що це лідери ринку за капіталізацією, обсягом торгів, кількістю угод та іншими факторами, що зумовлюють високу ліквідність їхніх цінних паперів. Наприклад, напочатку 2011 року індекс включав до свого складу акції двадцяти підприємств, зокрема Алчевський металургійний комбінат (ALMK), Азовсталь (AZST), Райффайзен Банк Аваль (BAVL), Крюківський вагонобудівний завод (KVBZ), Донбасенерго, Мотор Січ (MSICH), Укрнафта (UNAF) та інші.

Станом на другий квартал 2020 року до складу індексу ПФТС входять акції семи емітентів: Райффайзен Банк Аваль (BAVL), Центренерго (SEEN), Донбасенерго (DOEN), Крюківський вагонобудівний завод (KVBZ), Турбоатом (TATM), Укрнафта (UNAF), Укртелеком (UTEL) [32].

2.2 Основні ризики недорозвиненого фондового ринку для української економіки

Розвиток фондового ринку та його інфраструктури з відповідним правовим супроводженням є рушіями економічного зростання країни [12].

Допоки цей ринок знаходиться на початковій стадії свого прогресу, традиційні позикодавці капіталу – банки – використовують своє положення на ринку й значно завищують відсоткові ставки та можуть диктувати додаткові умови позичальникам, які в свою чергу не можуть відмовити, адже просто не мають вибору. Розвинений фондовий ринок складе їм конкуренцію, завдяки якій умови банків стануть вигіднішими як для позичальників, так і для їхніх інвесторів. Наразі ж через інфляцію та брак варіантів для інвестування позикодавці традиційних фінансових установ змушені погоджуватись на мізерні відсотки по депозитах, замість того, щоб мати повноцінний вибір серед повного спектру високоліквідних фінансових інструментів. Добре відомим є факт, що завдяки конкуренції самі конкуренти волею-неволею змушені ставати кращими, щоб обійти своїх супротивників по сфері ринку та завоювати прихильність споживачів. Конкуренція приносить з собою вдосконалення технологій, збільшення ефективності та вищу клієнтоорієнтованість на будь-які ринки. Наприклад в США, де високо розвинені і фінансово-кредитні організації, і фондовий ринок, за даними Інституту Геллапа 52% жителів інвестують в цінні папери, замість того щоб класти гроші на депозит [23]. На сьогоднішній день банки займають майже монопольне становище в сфері надання позик підприємствам для їхнього росту та розвитку, а це означає, що фінансовий ринок в Україні працює неефективно.

Ще одним ризиком нерозвиненого фондового ринку України є значна кількість грошей, що не працює, а знаходиться «під подушками». За різними підрахунками сума таких коштів сягає 26-86 млрд дол. [23]. Це спричинено браком варіантів для інвестування, тому людям нічого не залишається, крім як тримати свої капітали поза економікою. Для України це є великою проблемою, тому що збережені кошти не витрачаються ні на споживання вироблених товарів, ні надаються у вигляді позик тим, кому вони реально потрібні, а ті в свою чергу генерують менше ВВП, ніж потенційно могли б.

Нерозвинений фондовий ринок стримує економічний розвиток: не надходять іноземні капітали через низьку ліквідність та правову забезпеченість.

До того ж, ще й не перерозподіляються кошти. Розвинутий фондовий ринок є запорукою підтримання компанії конкурентоздатною серед її міжнародних аналогів, залучення іноземних інвестицій в країну та збільшення ВВП країни.

До того ж, кошти, що залучає держава за рахунок випуску облігацій, використовуються для покриття дефіциту у бюджеті. На розвиненому фондовому ринку можливість їх купувати мали б пересічні громадяни. Таким чином, відсотки, які сплачує держава за користування грошима інвесторів, залишались би в середині країни і підтримували б купівельну спроможність населення, а не відтікали б з країни закордонним інвесторам. Одними з найбільших покупців облігацій є банки, за рахунок них вони диверсифікують свої інвестиційні портфелі та використовують прибуток від відсотків за облігаціями на ще більше кредитування підприємств, а не споживання. Деякі, звичайно, пропонують своїм клієнтам послуги придбання ОВДП, але окрім того, що ви маєте сплатити за їхні послуги депозитарію, мінімальний поріг входу еквівалентний 1 000 000грн, що є досить великою сумою для пересічного інвестора [24].

Не менш важливим є ризик витоку власного капіталу закордон, адже більш досвідчені інвестори можуть акредитуватись на інших біржах й вкласти гроші в цінні папери іноземних підприємств, тим самим опосередковано принести вигоду іншій державі, а своїй – навпаки шкоду, адже кожна гривня, яка витікає з України в інші країни, могла би потенційно бути вкладеною в українські підприємства.

Більше того, деякі компанії від зневіри починають виходити на міжнародні фондові біржі, як наприклад холдинги «Миронівський хлібопродукт» та «Ferrexpo» пройшли процедуру лістингу на Лондонській фондовій біржі та залучили там необхідний капітал.

2.3 Напрями щодо подолання основних ризиків та дисбалансів на фондовому ринку України та перспективи його розвитку.

Розвинений фондовий ринок є досить ефективним механізмом мобілізації та залучення коштів в розвиток підприємств, держави, а відповідно і економіки. Наразі в Україні він тільки розвивається і, щоб уникнути можливих ризиків, до яких може призвести його неповноцінність, необхідно визначити методи його перетворення на високорозвинений.

Перш за все вітчизняний фондовий ринок характеризується значними складнощами для проходження процедури лістингу, низькою ліквідністю та важкою процедурою допущення до торгів, низьким рівнем розвитку інституціональних інвесторів та деривативів, значне переважання позабіржового ринку [25].

Засобом подолання дисбалансів на фондовому ринку України може бути зменшення кількості бірж до двох-трьох із зосередженням торгів на них. Це дасть можливість сконцентрувати інвесторів на них та не розпорошувати їхню увагу, значно зменшити кількість часу та продуктивних сил, яку НКЦПФР витрачала для моніторингу тіншових та корупційних схем, контролем бірж за дотриманням умов надання доступу до торгів, виставленням публічної інформації та звітів.

Ще одним методом покращення розвитку вітчизняного фондового ринку є вдосконалення нормативно-правової бази, її наслідування та запозичення досвіду у країн Євросони, з приділенням особливої уваги захисту прав інвесторів, адже низька захищеність – це один з факторів, що стримує роздрібних інвесторів та великих закордонних від купівлі українських цінних паперів.

Наразі НКЦПФР поступово імплементує такі рішення західних колег у наше законодавство: 19 квітня 2019 року було зареєстровано першу емісію корпоративних облігацій за новими, європейськими правилами». Першим емітентом стало АТ Таскомбанк. З 6 травня 2019 року комісія почала адаптацію умов біржової торгівлі до європейських правил. Вважається, що такі правила підвищать прозорість укладання угод, встановить справедливі ціни та надасть регулятору можливість оперативніше розпізнавати та реагувати на

маніпулятивні угоди. Серед змін є вимога до сторін позабіржових угод надавати звіт про угоду по факту її укладення, а не по факту виконання умов договору, як було раніше. У джерелі зазначається, що зараз НКЦПФР співпрацює з низкою європейських партнерів, зокрема ЄБРР, Іспанською біржею BME та юридичною компанією Dentos [14].

Незначна поінформованість населення є теж значним дисбалансним чинником на фондовому ринку. Як відомо, люди бояться всього складного та невідомого, саме через це зараз серед учасників торгів так мало роздрібних інвесторів. Вони просто не знають, які перспективи для них як для інвесторів та для країни приносить розвинутий ринок цінних паперів, які ризики виникають порівняно з традиційним банківським депозитом та банально чи гарантується їм повернення коштів. Узагальнено цю проблему можна назвати недостатньою фінансовою грамотністю населення. Наразі проект USAID допомагає з цим Україні, проводячи безкоштовні освітньо-розважальні заходи для студентів та молоді з метою дати їм знання про ведення персонального бюджету та про ефективне використання збережених коштів, зокрема і для інвестування в фондовий ринок, його суть та значення цього для економіки [25].

Водночас, просумовуючи вище сказане, варто зазначити, що існують значні ризики та дисбаланси, пов'язані з недостатнім рівнем розвитку ринку цінних паперів. Як виявилось із дослідження, вони мають більший вплив на функціонування цього ринку для ВВП, ніж позитивні чинники [25]. Саме тому необхідно мінімізувати їх вплив та запобігати їх появі у майбутньому.

Страх у інвесторів також викликають фінансові піраміди, що постійно виникають та лускають на ринку, зокрема B2B Jewelry, що залучила значні суми готівкових коштів довірливих інвесторів в обмін на обіцяні невідповідно високі відсотки доходності, та поступово зникла з ринку. Саме для боротьби з такими схемами у лютому 2021 року у Верховній Раді було зареєстровано законопроект про протидію фінансовим пірамідам та шахрайству. Він покликаний значно покращити взаємодію регулятора та правоохоронних органів, складений згідно з провідними світовими стандартами, а також

включає норми по протидії зловживанням від Європейського союзу. Після прийняття закону передбачається вхід України до меморандуму IOSCO (The International Organization of Securities Commissions), що дасть можливість транскордонної співпраці між регуляторами для запобігання виникненню та протидії фінансовим пірамідам [14].

Також проблемою, що не може бути не розглянутою, є значна розпорошеність функцій та обов'язків серед державних регуляторів. Рішенням цього є чітке визначення прав та зобов'язань одного чи двох органів на законодавчому рівні та ліквідація усіх інших задля уникнення бюрократії, можливих затримок інформації з одного відомства в інше, більшої оперативності та зменшення витрат бюджетних коштів на утримання персоналу та приміщень. Наприклад, делегувати частину повноважень, що стосуються фондового ринку, Національній комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг НКЦПФР.

Після впровадження цих та низки інших дій у рамках програми розвитку фондового ринку України на 2015 - 2017 роки "Європейський вибір - нові можливості для прогресу та зростання" прогнозувалось: «

- Підвищення рівня показника капіталізації лістингових компаній України (в доларах США), та, відповідно, зайняття Україною 30 місця замість 59 місця зі 109 країн.
- Покращення позицій України у рейтингу Світового банку та переміщення з 61 на 30 місце зі 107 країн за показником обсягу торгів. Відповідно, очікується зростання показника відношення обсягу торгів до ВВП та переміщення України з 62 на 30 місце зі 107 країн.
- Підвищення рівня показника S & P індексу фондового ринку за даними Світового банку, що передбачатиме зайняття Україною 40 місця із 82 країн, замість 76 місця у 2013 році.
- збільшення з 311 млрд. грн. до 550 млрд. грн. капіталізації лістингових компаній;
- збільшення з 28 до 50 відсотків частки біржового ринку

- збільшення з 463 до 800 млрд. грн. в рік обсягів торгів цінними паперами на біржовому ринку» [27].

Зокрема, значним позитивним зрушенням у розвитку фондового ринку стало підключення українського фондового ринку до системи Clearstream, що значно полегшило доступ нерезидентів на ринок українських боргових цінних паперів та, як результат, дозволило залучити значні кошти під щоразу менші та ближчі до світових відсоткові ставки.

Варто також зазначити останні найгучніші події, що однозначно дають зрозуміти тенденцію до пришвидшеного розвитку вітчизняного фондового ринку. Перш за все, це первинне розміщення цінних паперів футбольного клубу «Верес» (м. Рівне), який планує залучити таким чином 50 мільйонів гривень через продаж 500 тисяч простих іменних акцій на фондовій біржі ПФТС. У перший день попит вболівальників клубу сягнув 35 мільйонів гривень, що складає 70% від загальної пропозиції. Ця процедура стала можливою завдяки впровадженню Prospectus directive, розробленої в ЄС та покликаної уніфікувати проспекти емісій акцій. Завдяки даній ініціативі стане можливим подальше залучення коштів до власного капіталу українських компаній саме через емісію акцій [28].

По-друге, допуск до торгів казначейських облігацій США та акцій інвестиційних біржових фондів (exchange traded fund) iShares та Vanek. Загалом на вітчизняному фондовому ринку вже присутні цінні папери 34 іноземних емітентів [14].

По-третє, вкладання недержавними пенсійними фондами України частини активів у цінні папери згаданих раніше іноземних емітентів, зокрема в акції найбільших компаній американського фондового ринку, що входять до списку S&P 500, та в акції потужних інвестиційних біржових фондів [14].

Висновки до розділу 2

Отже, український фондовий ринок пройшов нелегкий шлях становлення від свого зародження до сьогодні, попереду не менш проста його

реорганізація та перезавантаження. З 1991 року по теперішній час була прийнята значна кількість законопроектів, що змінювали один одного по мірі росту ринку. Утворювались також й інституції, що забезпечували розвиток вітчизняного фондового ринку шляхом підтримки його операційної діяльності, підготовки кваліфікованих кадрів та створенням регуляторного простору. Останніми ініціативами є уніфікація його із регуляторними нормами Європейського Союзу, що не лише зекономить час, необхідний для дослідження та створення нормативно-правових актів з нуля, а й сприятиме довгоочікуваній інтеграції України та ЄС. Варто також зазначити, що запуск українського фондового ринку є однією із необхідних умов для зазначеної інтеграції.

Вітчизняний ринок цінних паперів є ланкою тісно взаємопов'язаної світової системи ринків. Як видно з наведених раніше рисунків, його не оминули останні крахи світових фондових ринків: 1999-2000 та 2007-2008рр. Російська агресія на Сході залишила досить помітний негативний слід на українському ринку цінних паперів, адже на окупованій території знаходиться досить багато стратегічних промислових підприємств, зокрема таких, які входять до розрахунку індексу акцій. Обсяги біржових торгів після загострення геополітичної ситуації з 2017 року почали відновлювати своє зростання й поступово зростають вже 4 роки поспіль, задаючи тренд на подальший ріст та перевернення попередніх висот 2014 року.

Нерозвинений фондовий ринок проковує значні неефективності у залученні та використанні капіталу. Це не вигідно як підприємствам, що потребують дофінансування, а й роздрібним інвесторам, адже таким чином їхні потенційні прибутки будуть більшими за традиційні депозитні ставки, які з подальшим розвитком та стабілізацією економіки наблизатимуться до нуля. Через неналежний розвиток українського фондового ринку, інвестори змушені розміщувати свої вільні кошти на зарубіжних ринках та фінансувати таким чином іноземні корпорації. Дослідження показують, що українці мають значні запаси вільних грошових коштів, які потенційно можуть працювати на

вітчизняному ринку цінних паперів. Яскравим прикладом цього може слугувати перше в Україні первинне розміщення цінних паперів футбольного клубу «Верес», щоб вболівальники могли його підтримати, придбавши цінні папери, коли у перший день торгів попит перевищив усі прогнози та сягнув 35 мільйонів гривень. Проведення подібних первинних розміщень дасть можливість перенаправити потоки грошей, які виходять з України на підтримку зарубіжних емітентів, всередину країни. Ця подія, допущення до торгів цінних паперів іноземних емітентів, лібералізація валютного законодавства та закон про спліт – все свідчить про те, що наш фондовий ринок знаходиться в активній фазі розвитку та рухається у напрямку подолання дисбалансів, що раніше були йому притаманні.

РОЗДІЛ 3

ЕМІРИЧНИЙ АНАЛІЗ ВПЛИВУ ОСНОВНИХ МОНЕТАРНИХ ІНСТРУМЕНТІВ НА СТАН РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ

3.1. Визначення основних факторів впливу на стан розвитку фондового ринку.

Аналіз інструментів монетарної політики держави, що прямо чи опосередковано впливають на розвиток фондового ринку, є надзвичайно важливим для імплементації подальшої стратегії дій щодо його удосконалення. Визначення найбільш значимих чинників дозволить сконцентрувати зусилля довкола них та таким чином вести ефективну монетарну політику, направлену на покращення стану ринку цінних паперів в Україні.

Монетарна політика – це сукупність дій центральної монетарної інституції в країні (наприклад, в Україні цю роль виконує Національний банк України), що спрямовані на регулювання грошово-кредитної ситуації в державі, зокрема забезпечення цінової стабільності для населення [26, 2]. Основним інструментом монетарної політики є облікова ставка центрального банку. Змінюючи її, центробанк може змінювати вартість капіталу в країні.

Облікова ставка – це монетарний інструмент, що є своєрідним орієнтиром для банків та інших учасників грошово-кредитного ринку щодо вартості залучених та позикових коштів. Центральним банком встановлюється коридор процентних ставок, за який, при налагодженому функціонуванні банківської системи, банкам фінансово не вигідно виходити [29]. Цьому явищу сприяє дія трансмісійного механізму.

Трансмісійний механізм - це ефект впливу зміни облікової ставки центральним банком на фінансовий сектор та економіку загалом. Перш за все, зміна облікової ставки прямо впливає на зміну відсоткової ставки комерційних банків та інших учасників грошово-кредитного ринку. Внаслідок чого

відбувається зміна вартості капіталу в країні, що впливає на обсяги споживання, заощаджень та інвестицій (в тому числі й іноземних), які в свою чергу впливають зокрема на заробітні плати та загальний рівень цін. Одним з критеріїв ефективності процентного каналу є рівень розвитку фондового ринку [28, 32-34].

Зі зміною облікової ставки змінюються й ціни на фінансові активи, що впливає на розміри балансів підприємств та називається ефектом балансу. Завдяки цьому (як правило, баланс збільшується) підприємства можуть запропонувати більшу заставу своїм кредиторам та отримати більші позики на привабливіших для них умовах, що сприяє підвищенню активності на фінансових ринках за рахунок підвищення їхньої ліквідності. Зі зростанням заробітних плат та ефекту балансу можна зробити висновок, що відповідно доходам збільшується і споживання домогосподарств (найнятих працівників та власників підприємств). Описане явище називається ефектом багатства. Даний ефект приводить до того, що у підприємств збільшуються прибутки і відповідно збільшується вартість їхніх акцій, продиктована щонайменше фундаментальними факторами, до яких часто додаються спекулятивні – очікування інвесторів на подальші дедалі вищі успіхи від ведення діяльності [32].

Можемо також висловити гіпотезу, що чим дешевші в країні гроші, тим більше учасників приходять на фондовий ринок із збереженнями, залученими чи кредитними коштами для отримання більшої дохідності, ніж це пропонують ставки по дохідності ОВДП і по депозитах банківських установ.

На практиці найкращим підтвердженням значного впливу облікової ставки на фондовий ринок є динаміка облікової ставки ФРС Сполучених Штатів Америки (Рис. 3.1). На графіку можемо спостерігати, як щоразу під час виникнення кризових явищ в економіці, а саме у 2000-2001рр, 2007-2008рр та 2020 році, федеральна резервна система США різко знижувала облікову ставку з метою насичення економіки ліквідністю та дешевими грошми.

Зокрема завдяки цьому втручанню у попередні періоди економіка Сполучених Штатів відновлювалась, виходила на докризові показники та перевершувала їх.

Іншими інструментами монетарної політики виступають валютні інтервенції, тобто вихід монетарної інституції на валютний ринок та зменшення або ж збільшення пропозиції іноземної валюти на ринку, встановлення обов'язкових резервів для банків, операції РЕПО, купівля та продаж державних цінних паперів та операції своп [29].

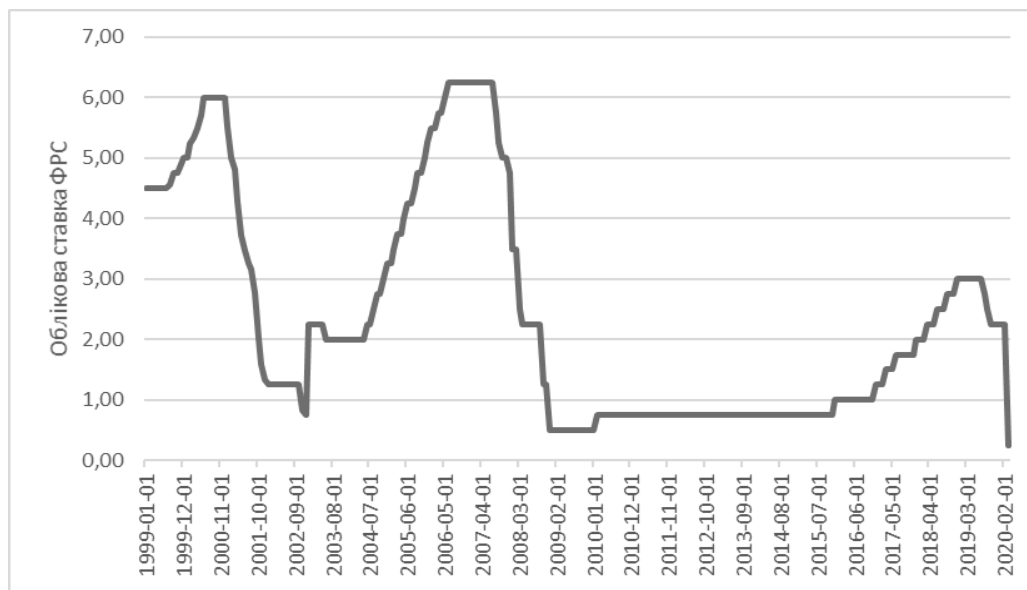


Рисунок 3.1. Динаміка облікової ставки ФРС США у 1999-2020рр., %

Джерело: складено автором на основі [31]

Під станом розвитку фондового ринку маються на увазі кількісні значення індексів цінних паперів у досліджуваних країнах та їхні відсоткові зміни щодо попередніх періодів. Індекс фондового ринку – це показник, який розраховується, як правило, за допомогою визначення середнього арифметичного або середнього агрегованого значення котирувань акцій найбільших компаній, які представляють собою розвиток певної сфери чи всієї економіки загалом та репрезентують її сучасний стан [32].

Для дослідження було обрано саме цей показник, адже його динаміка відображає загальну тенденцію до розвитку великих підприємств у країні, ціни на акції яких входять до розрахунку індексу, та реакцію ринку цінних паперів країни на кризові ситуації, зумовлену як наявністю в країні інституцій, здатних наситити даний ринок необхідною ліквідністю для подолання кризи, так і

наявністю нездорових проявів перегріву ринку – утворення так званих фінансових бульбашок.

Фінансовою бульбашкою називається явище значного перевищення ринкової ціни цінного паперу над його справедливою вартістю, що має спекулятивний характер та необґрунтоване фундаментальними факторами [32]. Крім того, фондові індекси часто виступають саме індикаторами стану економіки країни для іноземних інвесторів, адже миттєво відображають настання будь-яких позитивних чи негативних подій на ринку, які впливають на діяльність підприємств, що входять до складу індексу, а також показують очікування інвесторів.

Методи розрахунку фондових індексів різняться серед країн: деякі розраховують цей показник як середнє арифметичне з котирувань акцій підприємств, інші – як середньозважене на величину та значимість підприємства в економіці [32]. Наприклад, складові індексу української біржі ПФТС та їхні вагові коефіцієнти у 2кв. 2021 року виглядають як це наведено у таблиці 3.1.

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)	0.23	242 006 638
2	Центренерго (CEEN)	0.14	11 072 922
3	Донбасенерго (DOEN)	1.00	3 343 541
4	Крюківський вагобудівний завод (KVBZ)	1.00	5 733 978
5	Турбоатом (TATM)	0.56	9 020 747
6	Укрнафта (UNAF)	0.15	642 117
7	Укртелеком (UTEL)	0.61	817 584 330

Джерело: Складено автором на основі [19]

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[35]:

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

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 [35]:

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

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 впливу факторів на розвиток фондового ринку.

Одним з припущень дослідження є існування оберненої залежності кількісних значень фондових індексів від облікової ставки центральних монетарних інституцій. Відповідно для підтвердження (спростування) даної гіпотези біло проведено емпіричне дослідження оберненої залежності кількісних значень фондових індексів від облікової ставки центральних монетарних інституцій та виявлення супутніх факторів, які мають вагомий вплив на зазначені індекси. Побудована модель має мати високий рівень пояснювальної здатності, показувати логічну залежність між факторами, відповідно до теоретичних суджень та відповідати основним критеріям адекватності.

Отриманим результатом моделювання має бути висока значимість облікової ставки з від'ємним значенням коефіцієнту, що свідчитиме про сильний обернений вплив на фондовий індекс, як це й передбачає теоретичне підґрунтя. Завдяки побудованій та оціненій на реальних даних економетричній моделі можливо буде з достатньою точністю не тільки прогнозувати діапазон, в якому знаходитимуться цільові значення індексу фондового ринку при заданих параметрах облікової ставки та інших виявлених вагомих факторах, але й проводити сценарний аналіз впливу основних факторів на їх зміну .

Дослідження проводилось у програмному пакеті Eviews методом моделювання із використанням панельних даних. Було обрано саме такий метод моделювання, адже він дозволяє збільшити кількість країн, що покращує адекватність моделі та дає можливість оцінити сукупний вплив незалежних змінних на залежну, при цьому ефекти, що не пояснюються моделлю, мають менший вплив на фінальні результати, ніж би вони мали у простій багатofакторній регресії окремо кожного учасника дослідження.

Для дослідження використовувались такі показники, як середньорічні значення фондових індексів (index), середньозважені облікові ставки (Interest), прямі іноземні інвестиції в країни (FDI). Залежною змінною виступили значення фондових індексів досліджуваних країн (index). Дослідження проводилось на основі щорічних даних з першого кварталу 2000 року по 4 квартал 2020. Досліджувані країни - США, Франція, Канада, Швейцарія, Португалія, Іспанія та Австралія, що, згідно з міжнародним валютним фондом (МВФ), класифікуються як високо розвинуті економіки [32].

Таблиця 3.2

Результати моделювання чинників впливу на фондові індекси розвинених країн з використанням панельних даних

Dependent Variable: INDEX
 Method: Panel Least Squares
 Sample (adjusted): 2001Q2 2020Q4
 Periods included: 79
 Cross-sections included: 7
 Total panel (balanced) observations: 553

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.027112	0.018529	55.43269	0.0000
FDI(-2)	0.008887	0.012127	0.732817	0.4640
INTEREST(-4)	-0.030745	0.013274	-2.316214	0.0210

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)
 Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.812425	Mean dependent var	1.005745
Adjusted R-squared	0.777808	S.D. dependent var	0.074222
S.E. of regression	0.034986	Akaike info criterion	-3.724242
Sum squared resid	0.570405	Schwarz criterion	-3.045334
Log likelihood	1116.753	Hannan-Quinn criter.	-3.459000
F-statistic	23.46899	Durbin-Watson stat	1.578305
Prob(F-statistic)	0.000000		

Джерело: складено автором на основі [32,41]

Отримана модель на 81.2% може бути пояснена обраними показниками та на 18.8% іншими, не включеними в модель показниками. Змінна облікової ставки (Interest) при обраному довірчому інтервалі у 95% є значимою, тобто ймовірність помилки при відхиленні нульової гіпотези (що коефіцієнт дорівнює нулю) становить 2.1% і є меншою за критичне значення 5%. Змінна ж прямих іноземних інвестицій (FDI) є незначимою, адже ймовірність, що вона має коефіцієнт відмінний від нуля складає 54% і лежить поза межами довірчого інтервалу. Проведений тест (redundant fixed effects) на необхідність включення фіксованих крос-секційних та часових ефектів до моделі показав ствердний результат – ймовірність того, що фіксовані ефекти незначимі становить 0.0% (Додаток А), а отже, вони значимі і мають бути включеними до моделі. Було також проведено дослідження крос-секційних фіксованих ефектів (рис. 3.2).

Cross-section Fixed Effects						
	CROSSID	Effect				
1	1	0.004415				
2	2	0.006517				
3	3	-0.002688				
4	4	-0.012279				
5	5	-0.006936				
6	6	0.000334				
7	7	0.010638				

Рисунок 3.2 Результати тесту крос-секційних фіксованих ефектів

Джерело: складено автором на основі [32,41]

На основі отриманих даних можемо зробити висновки, що країни під номером 7 (США) та 4 (Португалія) мають відповідно апріорно вищий та нижчий рівень зміни індексу фондового ринку.

Ймовірність F-статистики (prob F-statistic) є меншою 0.1, це означає, що коефіцієнти моделі одночасно не є нулями, а модель є адекватною. Значення тесту Дарбіна-Ватсона (1,578) показує, що в моделі наявна позитивна автокореляція першого порядку.

Також було проведено тест на нормальність розподілу залишків у моделі (Додаток Б).

Згідно з тестом, ймовірність помилки при відкиданні нульової гіпотези (залишки розподілені нормально) становить 0.0%, а отже, ми маємо право її відхилити. Це свідчить про те, що залишків розподілені не нормально. Разом з тим, можемо спостерігати візуальну подібність до нормальної дзвоноподібної кривої розподілу залишків, зображеної на рисунку.

Для більшої значимості та вищої пояснювальної здатності моделі облікову ставку (Interest) було взято із часовим лагом в чотири квартали, а прямі міжнародні інвестиції – в два квартали. Це можна інтерпретувати як певну часову затримку в реакції фондового ринку на зміну облікової ставки та притік іноземних інвестицій.

Результат, отриманий завдяки моделюванню, виглядає таким чином:

$$\text{Index} = 1.0271 + \text{FDI}(-2) * 0.0089 - \text{Interest}(-4) * 0.3008$$

Як і передбачалось, регресійне рівняння показало від'ємне значення для облікової ставки. Це означає, що вона обернено впливає на кількісне значення індексу і що зі зменшенням зміни облікової ставки на 1, значення зміни індексу збільшиться на 0,031. 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. Його було взято із часовим лагом у 2 квартали, що дало можливість підвищити його значимість у моделі. Зі збільшенням зміни прямих міжнародних інвестицій на 1, значення зміни індексу збільшиться на 0.009.

Важливо зазначити, що дані є нормалізованими, тобто для моделювання беруться відношення кожного наступного періоду до попереднього.

Також можемо оцінити, на скільки модель пояснює значення індексу, графічно (Додаток В).

Із рисунку стає очевидним, що змодельовані значення знаходяться близько до реальних, а пояснювальна здатність моделі є достатньо високою.

Для порівняння було також проведено моделювання з цими ж змінними для країн, що класифікуються Міжнародним валютним фондом (МВФ), як такі, що розвиваються, а саме: Бразилія, Казахстан, Португалія, Румунія, Україна, Росія та Польща [32]. Для дослідження використовувались такі показники, як середньорічні значення фондових індексів (index), середньозважені облікові ставки (Interest), прямі іноземні інвестиції в країни (FDI). Залежною змінною виступили значення фондових індексів досліджуваних країн (index). Дослідження проводилось на основі щорічних даних з першого кварталу 2000 року по 4 квартал 2020 року.

Таблиця 3.3

Результати моделювання чинників впливу на фондові індекси країн, що розвиваються з використанням панельних даних

Dependent Variable: INDEX
 Method: Panel Least Squares
 Sample (adjusted): 2000Q3 2020Q4
 Periods included: 82
 Cross-sections included: 6
 Total panel (unbalanced) observations: 434

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.155958	0.048846	23.66551	0.0000
FDI(-1)	-0.028430	0.022813	-1.246200	0.2135
INTEREST	-0.101076	0.040578	-2.490917	0.0132

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)
 Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.659257	Mean dependent var	1.027190
Adjusted R-squared	0.572343	S.D. dependent var	0.131329
S.E. of regression	0.085883	Akaike info criterion	-1.891018
Sum squared resid	2.544697	Schwarz criterion	-1.055762
Log likelihood	499.3508	Hannan-Quinn criter.	-1.561324
F-statistic	7.585151	Durbin-Watson stat	1.608613
Prob(F-statistic)	0.000000		

Джерело: складено автором на основі [32,41]

Отримана модель на 65.9% може бути пояснена обраними показниками та на 36.1% іншими, не включеними в модель показниками. Змінна облікової ставки (Interest) при обраному довірчому інтервалі у 95% є значимою, тобто ймовірність помилки при відхиленні нульової гіпотези (що коефіцієнт дорівнює

нулю) становить 1.3% і є меншою за критичне значення 5%. Змінна ж прямих іноземних інвестицій (FDI) є незначимою, адже ймовірність, що вона має коефіцієнт відмінний від нуля складає 78.7% і лежить поза межами довірчого інтервалу. Проведений тест (redundant fixed effects) на необхідність включення фіксованих крос-секційних та часових ефектів до моделі показав ствердний результат – ймовірність того, що фіксовані ефекти незначимі становить 3.0% (Додаток Г), а отже, вони значимі і мають бути включеними до моделі. Було також проведено дослідження крос-секційних фіксованих ефектів (рис. 3.3).

Cross-section Fixed Effects						
	CROSSID	Effect				
1	1	0.004731				
2	2	0.005312				
3	3	-0.000844				
4	4	0.016854				
5	5	-0.003033				
6	6	-0.023020				

Рисунок 3.3 Результати тесту крос-секційних фіксованих ефектів

Джерело: складено автором на основі [32,41]

На основі отриманих даних можемо зробити висновки, що країни під номером 4 (Україна) та 6 (Польща) мають відповідно апріорно вищий та нижчий рівень зміни індексу фондового ринку.

Ймовірність F-статистики (prob F-statistic) є меншою 0.1, це означає, що коефіцієнти моделі одночасно не є нулями, а модель є адекватною. Значення тесту Дарбіна-Ватсона (1,609) показує, що в моделі наявна позитивна автокореляція першого порядку.

Також було проведено тест на нормальність розподілу залишків у моделі (Додаток Д).

Згідно з тестом, ймовірність помилки при відкиданні нульової гіпотези (залишки розподілені нормально) становить 0.0%, а отже, ми маємо право її відхилити. Це свідчить про те, що залишків розподілені не нормально.

Для більшої значимості та вищої пояснювальної здатності моделі прями іноземні інвестиції (FDI) було взято із часовим лагом в один квартал. Це можна інтерпретувати як певну часову затримку в реакції фондового ринку на притік

інвестицій. Одразу ж можемо помітити відмінність із моделлю високорозвинених країн.

Результат, отриманий завдяки моделюванню, виглядає таким чином:

$$\text{Index} = 1.1560 - \text{FDI}(-1) * 0.0284 - \text{Interest} * 0.1011$$

Як і передбачалось, регресійне рівняння показало від'ємне значення для облікової ставки. Це означає, що вона обернено впливає на кількісне значення індексу і що зі зменшенням облікової ставки на 1 відсотковий пункт, значення зміни індексу збільшиться на 0,019. Коефіцієнт при змінній прямих іноземних інвестицій в даному моделюванні вийшов від'ємним, та з досить низьким значенням й значимістю. Зі збільшенням зміни прямих міжнародних інвестицій на 1, значення зміни індексу зменшиться на 0.0284.

Важливо зазначити, що в цій моделі дані теж є нормалізованими, тобто для моделювання беруться відношення кожного наступного періоду до попереднього.

Також можемо оцінити, на скільки модель пояснює значення індексу, графічно (*Додаток E*).

Із рисунку стає очевидним, що змодельовані значення знаходяться близько до реальних, а пояснювальна здатність моделі є достатньо високою.

Такі відмінності в отриманих результатах моделювання можуть пояснюватись рівнем розвитку країн. З дослідження випливає, що у країнах з економіками, що розвиваються, існує більша кількість факторів, які варто включити до моделі для збільшення її пояснювальної здатності. Обернений вплив притоку прямих іноземних інвестицій може свідчити про їх притік в сектори економіки, де підприємства не є здебільшого акціонерними товариствами, а відповідно і вплив на зміну фондового індексу буде мінімальним та навіть негативним, до того ж, згідно з моделюванням, даний фактор є незначимим.

Для моделювання використовувались середньорічні значення найбільших фондових індексів досліджуваних країн, зокрема для США - S&P 500, для

Німеччини - DAX, для Франції – CAC 40, для Польщі – WIG20, для Росії – RTS та PFTS для України.

Standart & Poor's 500 – це індекс, що належить та розраховується однойменною компанією Standart & Poor's та налічує 500 компаній на американському фондовому ринку, які є лідерами за капіталізацією. Сума їх капіталізацій складає понад 80% ринкової вартості усіх компаній на ринку. Розраховується як сума зважених ринкових капіталізацій усіх компаній, поділена на певний коефіцієнт, який убезпечує кількісне значення індексу від впливу структурних змін у складових індексу [36].

DAX – фондовий індекс, що складається з 30 найбільших за капіталізацією німецьких компаній та розраховується як середньозважене за капіталізацією акцій, що перебувають у вільному обігу [37].

CAC 40 – це французький фондовий індекс, що складається з 40 найбільших за капіталізацією компаній на ринку та розраховується як середнє, зважене на капіталізацію підприємств (що також визначається капіталізацією акцій у вільному обігу) [38].

WIG20 – польський фондовий індекс, що складається з 20 найбільших за капіталізацією компаній та розраховується як середньозважений на ринкову капіталізацію компаній [39].

RTS – індекс, що складається з найбільш ліквідних акцій великих російських компаній, наразі кількість компаній, що входять до розрахунку індексу становить 38 [40].

Отже, було проведено моделювання щодо чинників впливу на розвиток фондових ринків окремих країн, що прийнято визначати за динамікою значень найбільших індексів цінних паперів. Результати дослідження країн з розвинутими економіками підтвердили гіпотези щодо існування сильної оберненої залежності між обліковою ставкою центробанку та значенням індексу, вплив же прямих іноземних інвестицій є прямим, але незначним. При цьому пояснювальна здатність моделі є високою та сягає понад 80%. Моделювання ж на країнах, що розвиваються, показує дещо інші результати:

вже сама пояснювальна здатність є середньою і становить 64%. Вплив облікової ставки залишається оберненим та значимим, коли ж прямі іноземні інвестиції теж впливають обернено з маленьким коефіцієнтом та є загалом незначимими. Це може пояснюватись знаходженням на етапі становлення згаданих ринків та наявністю значної кількості інших факторів, що прямо чи опосередковано впливають на їхній розвиток. Спільним є те, що лібералізація монетарної політики держави, себто зниження облікової ставки, неодмінно викликає зростання фондових індексів.

3.3. Напрямки регулювання станом фондового ринку України.

На основі результатів розрахунків за розробленою моделлю панельних даних було підтвержено попередню гіпотезу щодо високої кореляції між темпами приросту індексів фондових ринків досліджуваних країн та виявлено значне розходження індексу ПФТС з ними (рис 3.4). На графіку можемо побачити певний часовий лаг, з яким український фондовий ринок реагує на загально світові тенденції, а також силу його реакції. Найчастіше вона значно перевищує рости та падіння індексів високорозвинених ринків. Час від часу спостерігається навіть від'ємна кореляція. Наприклад, протягом 2019 року на світових фондових ринках спостерігалось значне зростання більшості складових індексів, а відповідно і самих агрегованих показників, для українського ж фондового ринку 2019 рік супроводжувався затяжним спаданням. Окрім того, ефект доміно світових ринків почався з сильного падіння 24 лютого 2020 року через запровадження перших значних карантинних обмежень у багатьох країнах, в той же час індекс ПФТС зростав зростав ще 2 тижні після цих подій та почав падіння лише 10 березня того ж року.

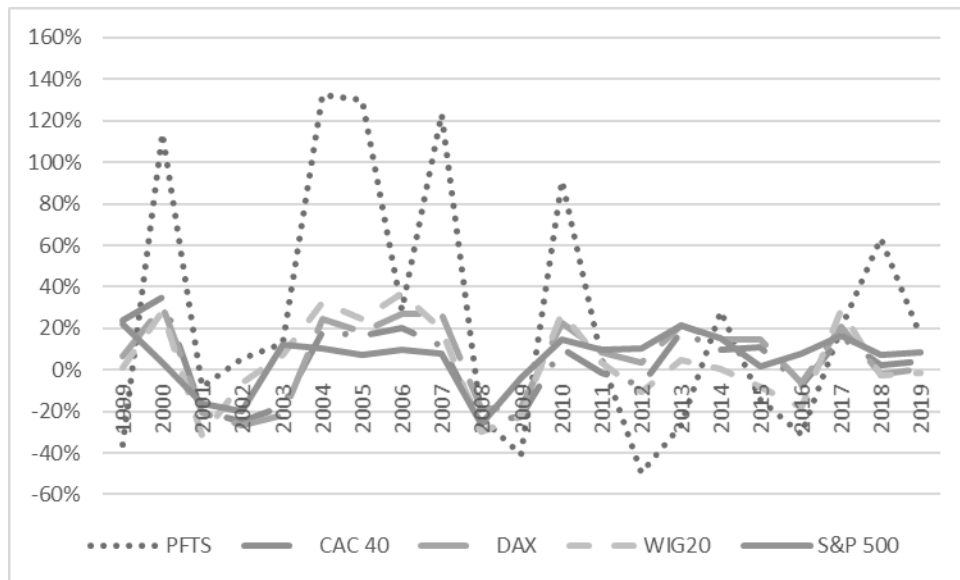


Рис. 3.4 Динаміка темпів приросту світових фондових індексів та ПФТС з 1999 по 2019рр. у відсотках

Джерело: складено автором на основі [19,41]

Дослідження по кореляційному аналізу між розвиненими фондовими ринками, такими, що формуються, прикордонними, а також усіма іншими, до яких, власне, і належить Україна, показали, що рівень кореляції індексів фондових ринків прямо залежить від їхнього розвитку та доведено, що українських фондовий ринок дійсно має слабкий зв'язок з розвиненими світовими [42].

Це свідчить про недостатню міжнародну інтегрованість українського фондового ринку, що у свою чергу спричинене його низьким рівнем ліквідності, високою волатильністю, яка створює додаткові ризики для інвесторів, та наявністю високої частки спекулятивних операцій [43].

Потенційним вирішенням проблеми недостатньої інтеграції українського фондового ринку у світовий є продовження лібералізації валютних операцій та співпраця України із міжнародними інфраструктурними для фондового ринку організаціями, на кшталт Clearstream. У «Стратегії розвитку фінансового ринку України до 2025 року» НБУ зазначає, що «...(його) кінцевою метою є зняття всіх обмежень та перехід до режиму вільного руху капіталу» [44, 4].

Можливим вирішенням проблеми недостатньої ліквідності та високої волатильності ринку може слугувати політика кількісного пом'якшення від

НБУ. Кількісне пом'якшення – це захід монетарної політики, що проводиться з метою стимулювання економіки, коли впливу облікової ставки недостатньо або вона знаходиться на мінімальних значеннях та не може бути ще більше знижена. Він полягає у емісії національним банком національної грошової одиниці та викупі в оголошеному обсязі довгострокових облігацій з метою зниження ставки доходності по них. Це сприяє збільшенню грошової маси в економіці та зниженню довгострокової відсоткової ставки по кредитах, що робить позики більш доступними для підприємств та пересічних громадян [42, 4-5].

Ця політика широко використовувалась під час світової фінансової кризи 2007-2008рр, коли ФРС знизила облікову ставку до 0.25%, але цього було недостатньо для відновлення економіки і необхідно було шукати додаткові способи насичення ринку ліквідністю.

Дослідження показало, що індекси фондових ринків зростають, коли триває політика кількісного пом'якшення та починають падати, коли відповідна програма закінчується. Однак, є й негативні результати – відтік капіталу у країни, що розвиваються, з вищою ціною грошей та формування бульбашок на ринку [46].

Окрім того, держава має стимулювати участь професійних учасників фондового ринку – інституційних інвесторів в особі фондів страхових компаній та недержавних пенсійних фондів. Їхня участь дозволить підвищити об'єми торгів та знизити високу волатильність українських цінних паперів.

Україна має найродючіші у світі землі та займає провідні позиції із експорту багатьох сільськогосподарських культур, зокрема пшениці, соняшнику, кукурудзи, ячменю. Це зумовлює значні перспективи розвитку деривативів на аграрну продукцію. Згідно з дослідженням, учасники українського аграрного ринку зацікавлені у хеджуванні ризиків, пов'язаних з зміною ціни на продукцію на світових біржах, але нинішня біржова інфраструктура поки що не дозволяє розвивати цей напрямок [47].

Висновки до розділу 3

Отже, основним інструментом монетарної політики, який використовують усі центральні банки, є облікова ставка, або ставка рефінансування. Вона встановлює ціну капіталу в країні за рахунок трансмісійного механізму – ефекту відображення змін у монетарній політиці на ставках кредитів, що надаються фінансовими установами, та, відповідно, депозитних ставках. Окрім того, було зазначено, що за рахунок ефекту балансу зі зміною облікової ставки змінюються ціни на фінансові активи, що у свою чергу змінює баланси підприємств та прямо впливає на стан їхньої кредитоспроможності. Наслідком активізації згаданого ефекту є поживлення торгівлі цінними паперами підприємств та встановлення справедливої ціни на них.

Завдяки проведеному моделюванню було емпірично доведено значимість впливу облікової ставки на стан розвитку фондового ринку, та виявлено що згаданий вплив є оберненим, тобто зі зменшенням ставки рефінансування центрального банку, як правило, відбувається зростання основних індексів цінних паперів, які в свою чергу відображають загальний стан розвитку фондового ринку країни. Окрім того, було також виявлено значний вплив прямих іноземних інвестицій в країни на значення їхній фондових індексів та отримано пряму залежність між ними.

Дослідження також виявило низьку кореляцію значень українського індексу ПФТС та індексів розвинених фондових ринків й таких, що розвиваються досліджуваних країн. Це свідчить про недостатню міжнародну інтегрованість українського фондового ринку та його низьку розвиненість, що у свою чергу спричинене його низьким рівнем ліквідності, високою волатильністю, яка створює додаткові ризики для інвесторів, та наявністю високої частки спекулятивних операцій.

Заходом монетарної політики, що може виправити це становище є політика кількісного пом'якшення, яка широко використовувалась розвиненими країнами під час світової фінансової кризи у 2007-2008рр. Ще

одним заходом, який допоміг би поживити розвиток українського фондового ринку є залучення на нього фондів страхових компаній та недержавних пенсійних фондів. Також визначено, що однією з ключових переваг українського ринку є наявність великої кількості сільськогосподарської сировини, власники якої мають наміри вберегти себе від щонайменше цінових ризиків, використовуючи деривативи, та поки що не мають такої можливості.

ВИСНОВКИ

Фондовий ринок – це механізм, який забезпечує взаємовигідні відносини між інвесторами та емітентами цінних паперів, завдяки якому розвиваються не тільки підприємства-позичальники, а й країна в цілому, адже зростає її ВВП, більше грошей надходить у державний бюджет у вигляді податків та більш цікавою вона стає для закордонних інвесторів. Нерозвинений фондовий ринок стримує економічний розвиток, через те, що не надходять іноземні інвестиції та не перерозподіляються кошти. Іншим негативним фактором є витік закордон коштів вітчизняних інвесторів, які в пошуках вищої прибутковості вимушені шукати її на інших розвинутих ринках. Більше того, вітчизняні компанії теж вимушені проводити свої первинні розміщення цінних паперів на фондових біржах країн-сусідів, адже це забезпечить кращий приток капіталу та вищу ліквідність їх акцій. Орієнтація країни лише на банкоцентричну модель залучення грошових ресурсів є неефективною, адже самі банки вирішують кому в якій кількості та за якою вартістю їх надавати. Змішана ж модель дасть можливість ринковим відносинам зменшити ціну ресурсів для підприємств, підвищити дохідність інвесторів та виведе якість банківських та біржових продуктів на якісно новий рівень.

Світовий досвід на основі розглянутих західних країн-сусідів підказує, що, якою б не була модель фінансового ринку країни, для його розвитку необхідно чітко визначити та розмежувати функції між регуляторними

органами, крім того, потрібно обов'язково закріпити дані функції нормативно-правовим актами, які б відповідали нормам міжнародних профільних організацій, що вже довгий час займаються дослідженням ринку та мають досить широку експертизу. Це не тільки збільшить шанси України на інтеграцію до них, зекономить значну кількість часу та ресурсів, а й полегшить міжнародну співпрацю з іншими країнами з високорозвиненими фондовими ринками та обмін досвідом з ними завдяки уніфікованим правилам й законам.

Розвиток українського фондового ринку супроводжувався удосконаленням регуляторного середовища, створенням супровідних інституцій для підготовки кваліфікованих кадрів та покращення інфраструктури. З останніх досягнень було прийнято закон про спліт, який розділив обов'язки вже колишньої Національної комісії з фінансових послуг між Національним банком України та Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, допущено на ринок цінні папери іноземних емітентів та надано можливість недержавним пенсійним фондам ними торгувати.

Окрім регуляторного стимулювання, держава може також стимулювати ринок через монетарні інструменти, найбільш поширеними з яких є облікова ставка та політика кількісного пом'якшення. Моделювання на основі панельних даних виявило, що і у розвинутих країнах, і в таких, що розвиваються, значний вплив на рівень розвитку фондового ринку має облікова ставка центрального банку, при чому їхня залежність є оберненою. Менш значним є вплив прямих іноземних інвестицій, що заходять в країну, а в обраних країнах, що розвиваються він є навіть оберненим, проте існує більша кількість факторів, ніж у розвинених, не включених до моделювання, що впливають на його розвиток. Також було виявлено відсутність значної кореляції українського фондового ринку із зарубіжними, що свідчить про його недостатню інтегрованість у світові ринки та означає наявність значного простору для вдосконалення.

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.

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.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Про цінні папери та фондову біржу // Закон України від 18.06.1991 № 1201-ХІІ.
2. Указ Президента України “Про Державну комісію з цінних паперів і фондового ринку” від 12.06.1995 р. – № 446/95.
3. Закон України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” від 30.10.1996 р. – №475/96-ВР
4. Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні // Закон України від 10.12.1997 № 710/97-ВР
5. Про цінні папери та фондовий ринок // Закон України від 23.02.2006 № 3480-ІV.
6. Указ Президента України “Про Національну комісію з цінних паперів і фондового ринку” від 23.11.2011 р. – № 1063/2011.
7. Романенко О.Р. Фінанси: [підручник. 4-е вид]. / О.Р.Романенко – К.: Центр Учбової літератури, 2009. – 312 с.
8. Дема Д. І. Фінансовий ринок : навч. посібник /Д. І. Дема, І. В. Абрамова, Л. В. Недільська; за заг. ред. Д.І. Деми. – Житомир : ЖНАЕУ, 2017. – 448 с. ISBN 978-966-8706-81-3
9. Білик О. Структура та механізм функціонування фондового ринку / Р. Рак // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2007. – №92. – С. 22–24.
10. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учебник для вузов / Под ред. проф. О.И. Дегтяревой, проф. Н.М. Коршунова, проф. Е.Ф. Жукова. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2003. – 501 с
11. Калинець К.С. Аналіз світового досвіду організації фондової біржі в контексті можливостей його використання в Україні / К.С. Калинець // Регіональна економіка. – 2009. – №3. – С.182–191.

12. Дзюбінська А.Б. Особливості формування і функціонування фондового ринку в Україні [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/5098/1/119.pdf>
13. Особливості формування фондового ринку України / М. В. Поплавська // Економіка та держава. - 2011. - № 2. - С. 79-81. - Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ecde_2011_2_21
14. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/>
15. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <https://smida.gov.ua/>
16. Український інститут розвитку фондового ринку [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://www.usmdi.org/>
17. Поддєрьогіна Я. А. Функціонування фондового ринку України: стан та перспективи розвитку / Я. А. Поддєрьогіна // International scientific journal. - 2016. - № 3. - С. 134-142. - Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/mnj_2016_3_36
18. Фондова біржа «Перспектива» [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://fbr.com.ua/>
19. Фондова біржа ПФТС [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://pfts.ua/>
20. Нью-Йоркська фондова біржа [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.nyse.com/>
21. Ходаківська В.П. Ринок фінансових послуг: теорія і практика: навчальний посібник./ В. П. Ходаківська, В. В. Беляєв – К.: ЦУЛ, 2002. – 616 с.
22. Фінанси: Навчальний посібник в 2-х частинах/ [Баранова В.Г., Волохова І.С., Хомутенко В.П. та ін.] – Одеса: Атлант, 2015. – ч.1. – 344с.
23. Коли українці дістануть гроші з-під подушки [Електронний ресурс] // Мінфін. – 2018. – Режим доступу до ресурсу: <https://minfin.com.ua/ua/2018/08/17/34599764/>.

24. Придбання ОВДП через АТ КБ «Приватбанк» [Електронний ресурс] — Режим доступу: <https://privatbank.ua/ovdp>
25. Лук'яненко І.Г. Вплив дисбалансів фондового ринку України з урахуванням тіньових схем на економічний розвиток країни/ І.Г. Лук'яненко, М.Ю. Марковська//// Економічний вісник університету. Збірник наукових праць учених та аспірантів, Переяслав-Хмельницький.- вип. № 35/1. – 2017. – С. 230-245
26. Розвиток фондового ринку України в контексті євроінтеграційних процесів / К. В. Клименко // Економіка та держава. – 2015. – № 8. – С. 63–71.
27. 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.
28. Financial club [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <https://finclub.net/>
29. Сало, І. В. (2006). Розвиток монетарної політики Національного банку України.
30. Національний банк України. [Електронний ресурс] — Режим доступу: <https://bank.gov.ua/>.
31. Міщенко В. І. Роль і функції монетарного трансмісійного механізму в забезпеченні цінової стабільності / Володимир Іванович Міщенко. // Фінанси України. – 2015. – №1. – С. 29–46.
32. Міжнародний валютний фонд. [Електронний ресурс] — Режим доступу: <https://www.imf.org/external/index.htm>.
33. 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.
34. 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.

35. Правила розрахунку індексу ПФТС акціонерного товариства «Фондова біржа ПФТС». [Електронний ресурс] — Режим доступу: https://pfts.ua/images/files/2017/Rozr_index_PFTS.pdf.
36. S&P Dow Jones Indices. S&P 500. [Електронний ресурс] — Режим доступу: <https://us.spindices.com/indices/equity/sp-500>.
37. STOXX. DAX Index. [Електронний ресурс] — Режим доступу: https://web.archive.org/web/20170906135520/https://www.dax-indices.com/documents/599858594/616692974/Factsheet_DAX.pdf.
38. Euronext. Cac 40. [Електронний ресурс] — Режим доступу: <https://live.euronext.com/en/product/indices/FR0003500008-XPAR/market-information>.
39. GWP Main Market. [Електронний ресурс] — Режим доступу: <https://www.gpw.pl/en-home>.
40. Московська біржа. Індекс RTC [Електронний ресурс] — Режим доступу: <https://www.moex.com/ru/index/RTSI/>.
41. Investing.com [Електронний ресурс] — Режим доступу: <https://www.investing.com/>.
42. Долінський Л.Б. Кореляційно-регресійний аналіз залежності українських фондових індексів від кон'юнктури біржових ринків світу / Долінський Л.Б., Ніколаєнко К.С.. // "Ринок цінних паперів України". – 2012. – №1. – С. 95–104.
43. Кореляційний аналіз динаміки фондових індексів країн світу та України. // Економічний простір. – 2020. – №153. – С. 11–17.
44. Стратегія розвитку фінансового сектору України до 2025 року Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. [Електронний ресурс] — Режим доступу: <https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2020/01/stratetiia-2025.pdf>.
45. Шкодiна I.В. Вплив політики кількісного пом'якшення на розвиток світового фондового ринку в умовах глобальної невизначеності / Шкодiна I.В., Карпова I.В., Іващенко М.В.. // Економічний часопис-XXI. – 2015. – №1. – С. 4–7.

46. Г. Азаренкова. Вплив політики кількісного пом'якшення на фінансовий ринок / Г. Азаренкова, І. Шкодїна, М. Гойхман. // Вісник національного банку України. – 2013. – №12. – С. 4–8.
47. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Дослідження українського сільськогосподарського ринку. [Електронний ресурс] — Режим доступу: https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2020/04/grain-market-research_27.4.2020.ukr.pdf.
48. Valeriano F. Garcia & Lin Liu Macroeconomic Determinants of Stock Market Development. // Journal of Applied Economics. – 1999. – №2. – С. 29–59.
49. Rigobon R. Measuring The Reaction of Monetary Policy to the Stock Market / R. Rigobon, B. Sack. // The Quarterly Journal of Economics. – 2003. – №118. – С. 639–669.
50. Marozva G. Stock Market Liquidity and Monetary Policy / Godfrey Marozva. // International Journal of Economics and Business Administration. – 2020. – №2. – С. 265–275.
51. Maurer, Tim D., and Thomas Nitschka. Stock market evidence on the international transmission channels of US monetary policy surprises. No. 2020-10. Swiss National Bank, 2020.
52. Третьякова О. В., Харабара В. М., Грешко Р. І. Фондовий ринок України: особливості функціонування в сучасних умовах. Економіка та держава. 2020. № 5. С. 103–107.
53. Мельник Р. А. Аналіз впливу фінансової глобалізації на банківський сектор та фондовий ринок України. ВВК 87, 2020, С. 573-582.

ДОДАТКИ

Додаток А

Результати тесту на необхідність включення фіксованого ефекту для країн до моделі

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section and period fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	4.070360	(6,466)	0.0005
Cross-section Chi-square	28.247758	6	0.0001
Period F	25.504471	(78,466)	0.0000
Period Chi-square	918.996661	78	0.0000
Cross-Section/Period F	23.940540	(84,466)	0.0000
Cross-Section/Period Chi-square	923.852838	84	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:

Dependent Variable: INDEX

Method: Panel Least Squares

Sample (adjusted): 2001Q2 2020Q4

Periods included: 79

Cross-sections included: 7

Total panel (balanced) observations: 553

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.019698	0.018781	54.29303	0.0000
FDI(-2)	0.010917	0.012329	0.885471	0.3764
INTEREST(-4)	-0.025376	0.013434	-1.888958	0.0595

Effects Specification

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.802594	Mean dependent var	1.005745
Adjusted R-squared	0.769135	S.D. dependent var	0.074222
S.E. of regression	0.035663	Akaike info criterion	-3.694861
Sum squared resid	0.600299	Schwarz criterion	-3.062774
Log likelihood	1102.629	Hannan-Quinn criter.	-3.447911
F-statistic	23.98765	Durbin-Watson stat	1.500828
Prob(F-statistic)	0.000000		

Period fixed effects test equation:

Dependent Variable: INDEX

Method: Panel Least Squares

Sample (adjusted): 2001Q2 2020Q4

Periods included: 79

Cross-sections included: 7

Total panel (balanced) observations: 553

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.969424	0.033054	29.32859	0.0000
FDI(-2)	0.022664	0.022249	1.018664	0.3088

Продовження додатку А

INTEREST(-4)	0.013123	0.022781	0.576066	0.5648
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.011667	Mean dependent var	1.005745	
Adjusted R-squared	-0.002867	S.D. dependent var	0.074222	
S.E. of regression	0.074329	Akaike info criterion	-2.344502	
Sum squared resid	3.005457	Schwarz criterion	-2.274270	
Log likelihood	657.2547	Hannan-Quinn criter.	-2.317063	
F-statistic	0.802714	Durbin-Watson stat	1.512248	
Prob(F-statistic)	0.600381			

Cross-section and period fixed effects test equation:

Dependent Variable: INDEX

Method: Panel Least Squares

Sample (adjusted): 2001Q2 2020Q4

Periods included: 79

Cross-sections included: 7

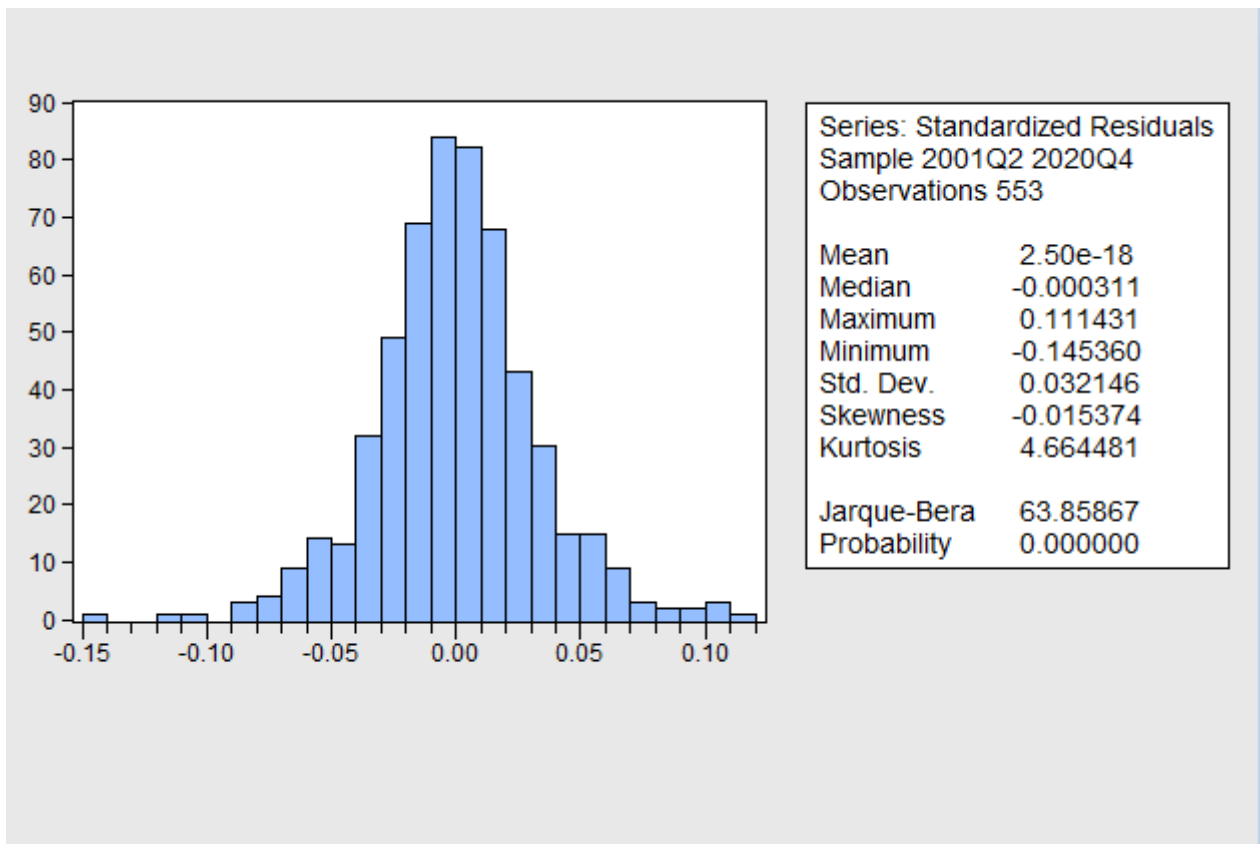
Total panel (balanced) observations: 553

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.964849	0.032894	29.33195	0.0000
FDI(-2)	0.024105	0.022181	1.086764	0.2776
INTEREST(-4)	0.016241	0.022649	0.717058	0.4736
R-squared	0.002950	Mean dependent var	1.005745	
Adjusted R-squared	-0.000676	S.D. dependent var	0.074222	
S.E. of regression	0.074247	Akaike info criterion	-2.357420	
Sum squared resid	3.031966	Schwarz criterion	-2.334009	
Log likelihood	654.8266	Hannan-Quinn criter.	-2.348274	
F-statistic	0.813541	Durbin-Watson stat	1.498461	
Prob(F-statistic)	0.443818			

Джерело: складено автором на основі [32,41]

Додаток Б

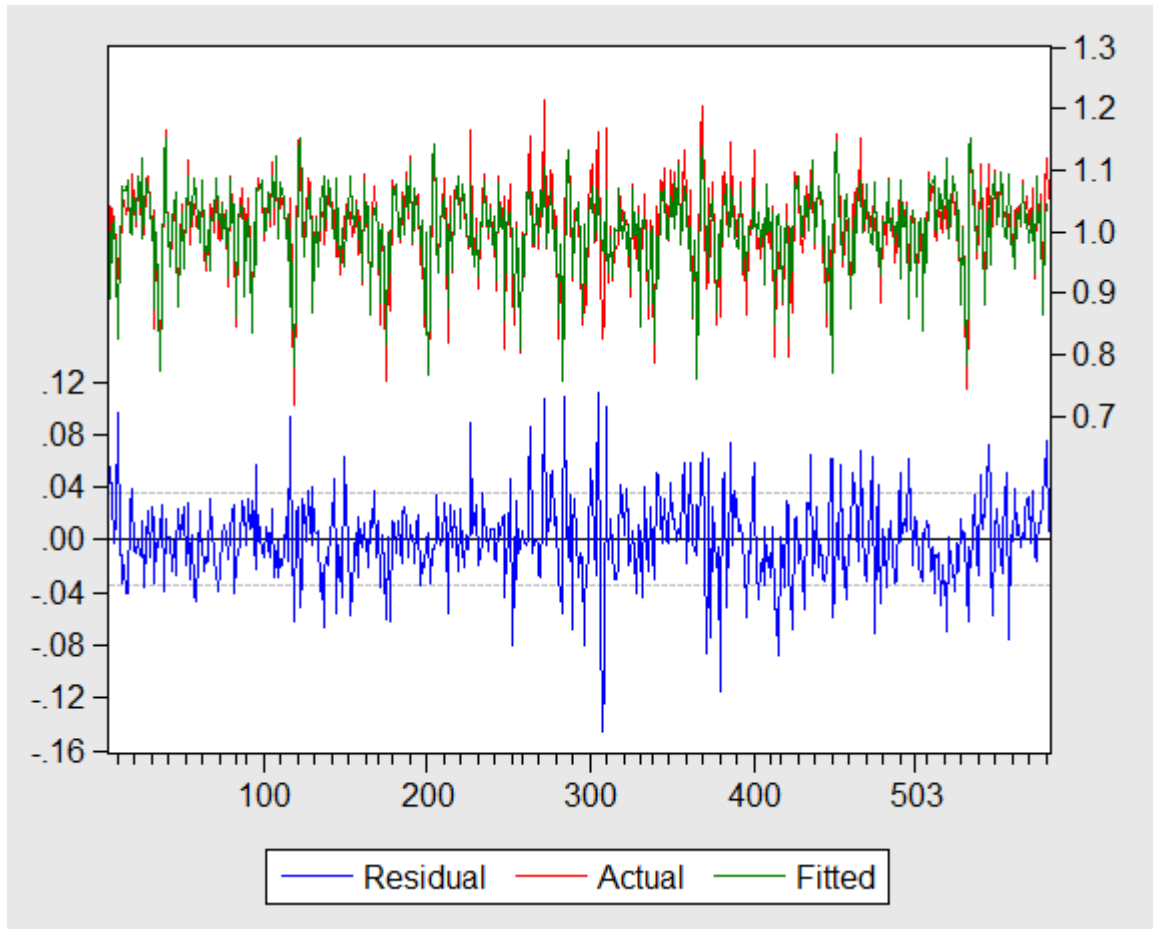
Тест на нормальність розподілу залишків



Джерело: складено автором на основі [32,41]

Додаток В

Графічне зображення рівня пояснювальної здатності моделі



Джерело: складено автором на основі [32,41]

Додаток Г

Результати тесту на необхідність включення фіксованого ефекту для країн до моделі

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section and period fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.706563	(5,345)	0.0324
Cross-section Chi-square	10.603439	5	0.0598
Period F	7.733444	(81,345)	0.0000
Period Chi-square	449.278160	81	0.0000
Cross-Section/Period F	7.405639	(86,345)	0.0000
Cross-Section/Period Chi-square	453.933499	86	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:

Dependent Variable: INDEX

Method: Panel Least Squares

Sample (adjusted): 2000Q3 2020Q4

Periods included: 82

Cross-sections included: 6

Total panel (unbalanced) observations: 434

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.147724	0.048697	23.56886	0.0000
FDI(-1)	-0.032984	0.022748	-1.449967	0.1480
INTEREST	-0.087769	0.040384	-2.173371	0.0304

Effects Specification

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.650829	Mean dependent var	1.027190
Adjusted R-squared	0.568026	S.D. dependent var	0.131329
S.E. of regression	0.086316	Akaike info criterion	-1.889627
Sum squared resid	2.607635	Schwarz criterion	-1.101296
Log likelihood	494.0491	Hannan-Quinn criter.	-1.578456
F-statistic	7.859947	Durbin-Watson stat	1.571842
Prob(F-statistic)	0.000000		

Period fixed effects test equation:

Dependent Variable: INDEX

Method: Panel Least Squares

Date: 05/21/21 Time: 14:28

Sample (adjusted): 2000Q3 2020Q4

Periods included: 82

Cross-sections included: 6

Total panel (unbalanced) observations: 434

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.074566	0.061556	17.45664	0.0000
FDI(-1)	0.079455	0.030001	2.648413	0.0084
INTEREST	-0.133744	0.051962	-2.573855	0.0104

Effects Specification

Продовження додатку Г

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.040577	Mean dependent var	1.027190
Adjusted R-squared	0.024812	S.D. dependent var	0.131329
S.E. of regression	0.129689	Akaike info criterion	-1.229086
Sum squared resid	7.165048	Schwarz criterion	-1.154007
Log likelihood	274.7117	Hannan-Quinn criter.	-1.199451
F-statistic	2.573865	Durbin-Watson stat	1.385747
Prob(F-statistic)	0.013153		

Cross-section and period fixed effects test equation:

Dependent Variable: INDEX

Method: Panel Least Squares

Date: 05/21/21 Time: 14:28

Sample (adjusted): 2000Q3 2020Q4

Periods included: 82

Cross-sections included: 6

Total panel (unbalanced) observations: 434

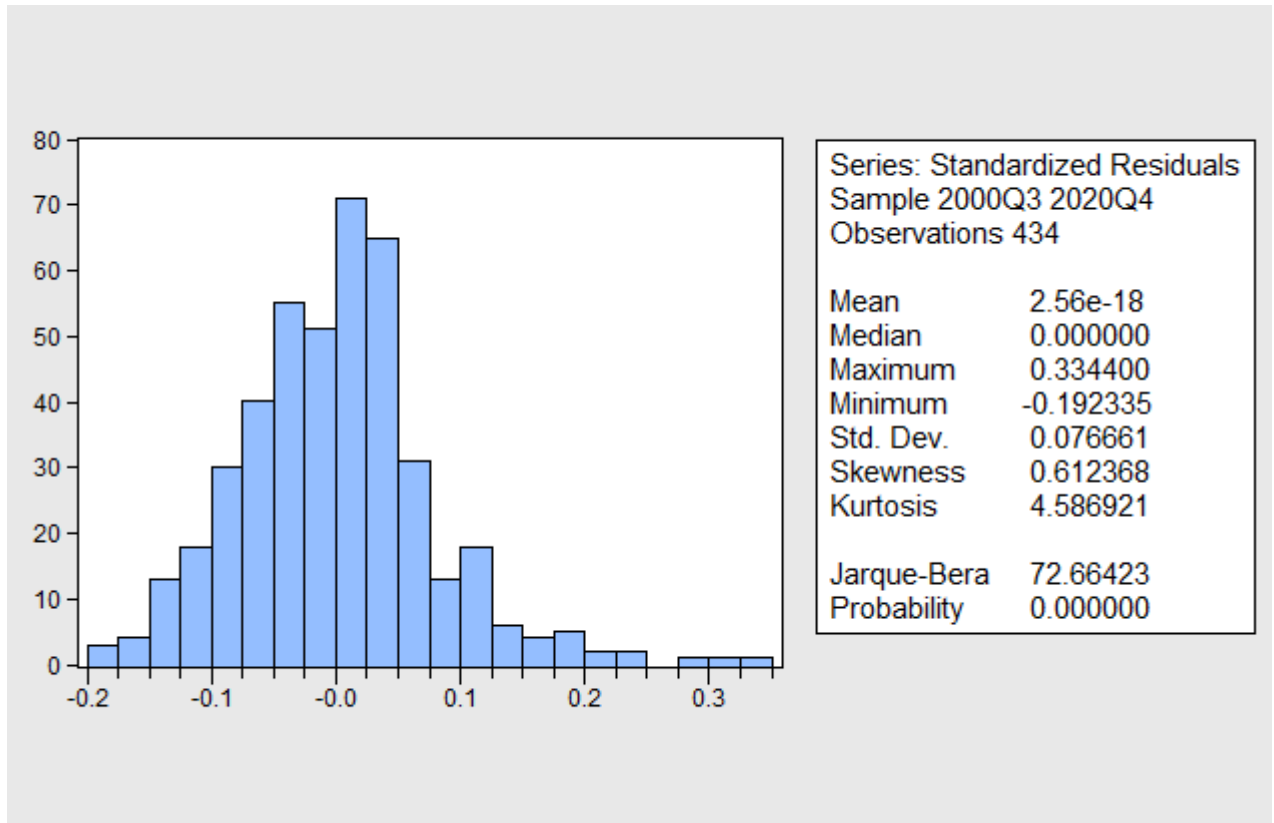
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.075404	0.061267	17.55269	0.0000
FDI(-1)	0.074999	0.029786	2.517937	0.0122
INTEREST	-0.129815	0.051639	-2.513888	0.0123

R-squared	0.030231	Mean dependent var	1.027190
Adjusted R-squared	0.025731	S.D. dependent var	0.131329
S.E. of regression	0.129628	Akaike info criterion	-1.241401
Sum squared resid	7.242318	Schwarz criterion	-1.213247
Log likelihood	272.3841	Hannan-Quinn criter.	-1.230288
F-statistic	6.717794	Durbin-Watson stat	1.368765
Prob(F-statistic)	0.001340		

Джерело: складено автором на основі [32,41]

Додаток Д

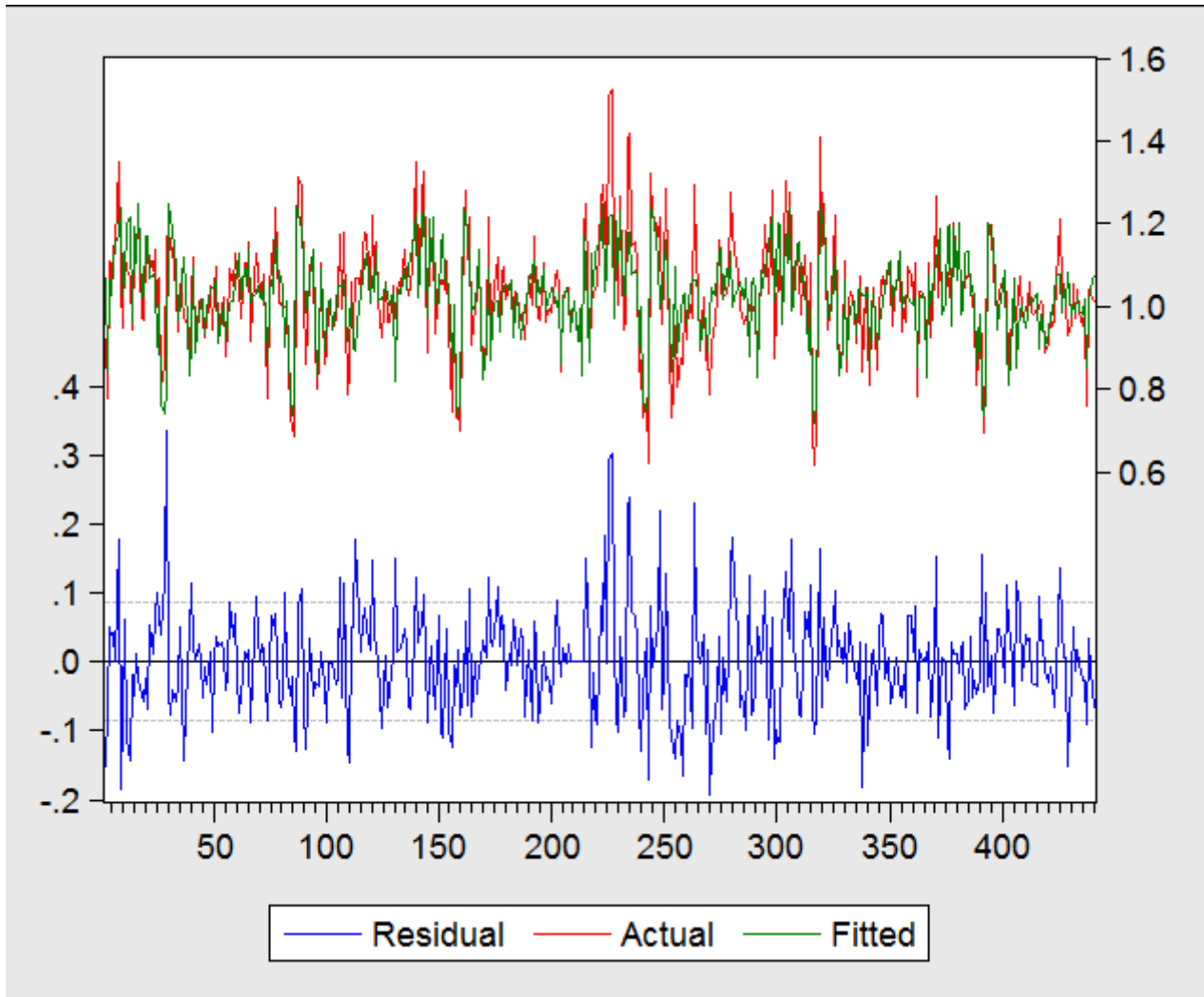
Тест на нормальність розподілу залишків



Джерело: складено автором на основі [32,41]

Додаток Е

Графічне зображення рівня пояснювальної здатності моделі



Джерело: складено автором на основі [32,41]