

КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА МОН УКРАЇНИ
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА МОН УКРАЇНИ

Кваліфікаційна наукова
праця на правах рукопису

БОЦМАН ЮРІЙ ОЛЕКСАНДРОВИЧ

УДК 336.71:336.761-027.542](477)(043.5)

ДИСЕРТАЦІЯ

**ДІЯЛЬНІСТЬ БАНКІВСЬКИХ УСТАНОВ НА РИНКУ
ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

Спеціальність 072 – Фінанси, банківська справа та страхування

Подається на здобуття наукового ступеня доктора філософії

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

Науковий керівник: Буряченко Андрій Євгенович, доктор економічних наук, професор

Київ – 2024

АНОТАЦІЯ

Боцман Ю.О. Діяльність банківських установ на ринку державних цінних паперів. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування». – Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана, Київ, 2024.

Дисертація присвячена дослідженню теоретико-методологічних засад і практичних рекомендацій в розрізі діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів та проведено аналіз діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів в Україні.

У першому розділі «Теоретико-методичні засади діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів» розглянуто теоретичні аспекти діяльності банків на ринку державних цінних паперів; визначено роль банківських установ на ринку державних цінних паперів України; досліджено форми та методи діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів

Внаслідок проведеного дослідження досліджено теоретичні та методичні підходи до вивчення ролі комерційних банків на ринку державних цінних паперів. Встановлено, що активність комерційних банків на цьому ринку проявляється у різноманітних аспектах, таких як проведення власних операцій з цінними паперами, управління ризиками, вибір інвестиційних стратегій та аналіз портфеля. Банки виконують функції торгових посередників, брокерів, дилерів, а також займаються андеррайтингом, виведенням своїх цінних паперів на організований ринок, депозитарними операціями та емісією власних цінних паперів. Залежно від ставлення до ринку цінних паперів, усі учасники прямо або опосередковано залучені до нього, можуть бути розділені на три основні групи.

Перша група включає клієнтів ринку, які виступають як емітенти та інвестори. Емітенти звертаються до фондового ринку для залучення довгострокового або середньострокового капіталу для фінансування своїх індивідуальних потреб. З іншого боку, інвестори використовують ринок для тимчасових інвестицій з метою збереження та примноження наявного капіталу.

Друга група складається з професійних продавців, таких як брокери та трейдери, які надають послуги емітентам та інвесторам і задовольняють їхні потреби при вході на ринок цінних паперів. Це можуть бути організації, а також громадяни, для яких торгівля цінними паперами є професійною діяльністю.

Третя група складається з організацій, які спеціалізуються на наданні послуг всім учасникам фондового ринку і є його інфраструктурою.

Акцентовано увагу на конкретних функціях ринку державних цінних паперів, зокрема на перерозподільчій діяльності, управлінні ціновими та фінансовими ризиками, фінансуванні дефіциту державного бюджету та участі у спекуляціях. Запропоновано необхідність визначення різниці між фіскальною та регулюючою роллю ринку державних цінних паперів. Фіскальна роль - основне призначення даного ринку - у тому, що державні цінні папери використовуються державою на фінансування дефіциту бюджету. У зв'язку з регулюванням грошового обігу та ділової активності в країні за допомогою механізму державних цінних паперів реалізуються наступні функції, державні цінні папери виступають у ролі регулятора фінансових відносин; за допомогою механізму державних цінних паперів стимулюється ділова активність у країні, забезпечується стабільність доходної бази державного бюджету.

Зазначено, що, крім Національного банку України, банки відіграють суттєву роль у процесі розвитку ринку державних боргових цінних паперів та формуванні внутрішнього державного боргу. Основні напрями їх діяльності включають інвестиційну (формування портфеля цінних паперів) та

посередницьку (операції купівлі-продажу на фондовому ринку) складові. Банки, зокрема ті, що мають державну участь, активно вкладають кошти у державні боргові цінні папери, приваблюючись їх безризиковістю та потенційною високою доходністю.

Проведено аналіз ринку державних цінних паперів з огляду на їх тип, терміни погашення, відсоткові ставки та інші відмінності. Розглядаючи різноманіття таких цінних паперів на світовому фінансовому ринку, можна відзначити використання різних видів цих цінних паперів різними країнами для фінансування державного боргу. Наприклад, казначейські векселі є типовим прикладом ринкових державних цінних паперів, які випускаються економічно розвиненими країнами з метою забезпечення касових потреб бюджету.

Американський ринок включає різноманітні інструменти, такі як короткострокові казначейські векселі, середньострокові ноти та довгострокові облігації, які становлять значну частку всіх державних фінансових інструментів. Японські державні цінні папери, у свою чергу, розділяються на різні види, такі як облігації центрального уряду, муніципальні облігації та облігації організацій, пов'язаних із урядом.

Наприклад, у Федеральній Республіці Німеччина різні види цінних паперів, такі як федеральні облігації, боргові сертифікати, касові облігації та інші, випускаються для фінансування державного боргу. Склад та повноваження органів-регуляторів ринку державних цінних паперів визначаються моделлю організації фінансового ринку.

У країнах з інтегрованими банківськими функціями, таких як Австрія, Німеччина, Швейцарія, органи банківського нагляду відіграють важливу роль. Натомість, у країнах англо-саксонського типу, таких як США та Канада, дилери державних цінних паперів підлягають регулюванню різними відомствами. Центральні банки мають ключову роль у регулюванні ринку державних цінних паперів, функціонуючи як кастодіальні та трансфертні

агенти та використовуючи операції з цінними паперами у грошово-кредитній політиці.

Важливо зауважити, що домінування банків у фінансовій системі та високий рівень незалежності центральних банків впливають на ефективність американської моделі ринку, роблячи її гнучкою та адаптованою до змін ринкових умов.

У другому розділі «Аналіз діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів в Україні» проаналізовано стан ринку державних цінних паперів в Україні; досліджено діяльність банків в операціях з державними цінними паперами та розроблено модель оцінки впливу банківських установ на розвиток ринку державних цінних паперів.

У рамках дослідження проведено аналіз впливу змін у макроекономічному середовищі на діяльність банківських установ на ринку державних цінних паперів. Виявлено, що в Україні спостерігалася зміна обсягу випуску державних цінних паперів: зменшення у 2019 році та різке зростання у 2020 році. Ці коливання були обумовлені подоланням наслідків пандемії COVID-19 та необхідністю впровадження реформ для поліпшення умов для бізнесу та збільшення інвестиційної привабливості країни. Найвищі обсяги випуску державних цінних паперів спостерігалися у 2022 році, що може бути пояснено початком повномасштабного вторгнення російської федерації на територію України та потребою залучення додаткових ресурсів для покриття фінансових потреб держави в умовах воєнного стану.

Також встановлено значну роль державного регулювання на ринку правової діяльності банків у справах з державними цінними паперами. Обсяги торгів державними облігаціями не були стійкими протягом періоду дослідження, з найнижчими значеннями у 2015-2017 роках. Проте, становище на цьому ринковому сегменті за останні роки є стабільним, з високим обсягом торгів у 2020 році. Значна частина торгів відбувалася на внутрішньому ринку, а знижені значення були пов'язані з фінансово-економічною кризою та проблемами у банківському секторі. Також варто відзначити, що торгівля

державними деривативами, хоча мала, все ж відбувалася, з високою часткою торгів облігаціями.

Досліджено вплив змін у регулюванні банківської діяльності на ринку державних цінних паперів, використовуючи аналіз активних операцій банків на внутрішньому фінансовому ринку. Результати показують, що банки вкладають основну увагу у цінні папери та довгострокові інвестиції, займаючи друге місце за цим показником. За період до 2020 року спостерігалось зростання частки державних облігацій в активах банків, проте з 2021 року цей показник послідовно зменшується, досягаючи 22,65% на кінець 2022 року, що свідчить про зменшення значущості цих цінних паперів. Особливо виділяється частка державних облігацій в активах банків з державною участю, таких як: АТ "ПриватБанк", АТ "Ощадбанк", АТ "Укресімбанк", АБ "УКРГАЗБАНК", які займають провідні позиції в рейтингу первинних дилерів. Стимулом для цих банків є висока надійність облігацій як фінансового інструменту.

Проведено аналіз взаємозв'язку між ринком державних цінних паперів та іншими фінансовими факторами. Розроблено модель для оцінки впливу банківських установ на ринок державних цінних паперів, результатом якої є високий коефіцієнт кореляції Пірсона, що свідчить про прямий статистичний зв'язок між динамікою облікової ставки Національного банку України та доходністю гривневих облігацій внутрішніх позикових документів. За результатами дослідження можна стверджувати, що зі зростанням облікової ставки спостерігається збільшення доходності державних облігацій, що призводить до активізації попиту на ці фінансові інструменти.

Досліджено та підтверджено важливий вплив фінансових рішень банків на ринок державних цінних паперів, зумовлений різними аспектами фінансового ринку та макроекономічними умовами. Розроблена модель може слугувати інструментом для прогнозування обсягу державних цінних паперів з урахуванням значення незалежних змінних. Виявлено, що активність банків, зокрема державних, на ринку державних цінних паперів пов'язана з необхідністю залучення додаткових ресурсів державою, що підсилюється

активністю банків з державною участю, які використовують своє підконтрольне становище для фінансування бюджетного дефіциту в Україні. Така тенденція підсилюється в сучасних умовах, враховуючи вплив військових дій, що призводить до заміщення звичайних облігацій військовими облігаціями з цільовим призначенням на підтримку армії та функціонування країни в умовах конфлікту.

У третьому розділі «Напрями розвитку діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів» розглянуто світову практику взаємодії банків та держави на вторинному ринку цінних паперів; напрями гармонізації інтересів банківських установ та держави на ринку цінних паперів; підвищення ролі банківських установ у розвитку ринку цінних паперів в Україні

Узагальнено практичний зарубіжний досвід у взаємодії банків та держави на вторинному ринку цінних паперів та зроблено висновок, що при проведенні первинного розміщення неринкових зобов'язань переважають неконкурсні методи, такі як індивідуальне розміщення, відкритий продаж та синдикат. Основними рисами неконкурсного розміщення є встановлення ціни та прибутковості державних зобов'язань емітентом або за участю ключових учасників ринку, а також виплата винагороди або комісії синдикату чи основним посередникам за розміщення держпаперів. Методи, такі як продаж за підпискою та синдикат, є найпоширенішими при фіксованій дохідності. При індивідуальному розміщенні цінних паперів уряд веде переговори з великими інвесторами, обговорюючи умови отримання кредиту під випуск боргових зобов'язань. Відкритий продаж передбачає розміщення цінних паперів протягом певного періоду з можливістю коригування умов з урахуванням ринкової ситуації.

Здійснено оцінку ризиків та перспектив розвитку діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів в Україні. Запропоновано метод оцінки ризиків, а також запропоновано різні напрями гармонізації інтересів банківських установ та держави на ринку цінних паперів. При оцінці

можливості регулювання банків як первинних дилерів в Україні, важливо розглядати тимчасовий та об'єктивно вимушений характер відмови від інституту первинних дилерів. Також слід враховувати досвід кризи, що підкреслює необхідність додаткових захисних заходів для первинних дилерів на нестабільному ринку, таких як розширення спреду та зменшення обсягу угод.

На українському фінансовому ринку необґрунтовано встановлювати значні обсяги угод та занадто вузькі спреди. Важливо враховувати, що розвинуті ринки мають загальні стратегії регулювання вторинних ринків. Спостерігається перехід від концепції періодичних до регулярно функціонуючих ринків, що є ключовим для забезпечення ліквідності ринку державних цінних паперів та ефективної грошово-кредитної політики Національного банку.

Крім того, сучасний період характеризується зростанням ролі дилерської торгівлі готівковими інструментами ринку державних цінних паперів та загальною тенденцією до посилення електронних торговельних платформ на всіх рівнях вторинних ринків. Біржові та позабіржові торгові площадки виконують різноманітні функції на фондовому ринку, і система первинних дилерів є ефективною як на розвинених ринках, так і на тих, що лише розвиваються. Порівняння інфраструктури вторинного ринку підтверджує ефективність підтримки різних організаційних форм вторинного обороту, таких як періодичні та постійні аукціони, ринки наказів та котирувань, централізовані та децентралізовані торгові майданчики.

З'ясовано, що підвищення ролі банківських установ у розвитку ринку цінних паперів в Україні вимагає розгляду через призму ліквідності. Ліквідність ринку державних цінних паперів стає ключовим аспектом дослідження загального ринку. Глибина ринку визначається кількістю державних облігацій різних випусків, що можуть бути укладені угоди на поточному рівні ринкових цін. Щільність ринку державних цінних паперів вказує на середнє відхилення цін попиту та пропозиції для різних випусків

державних облігацій від середніх ринкових цін. Стійкість ринку державних облігацій є індикатором швидкості відновлення нормальних ринкових умов після укладення угоди. Однією з актуальних особливостей ринку державних цінних паперів є розгляд ліквідності не лише окремих випусків цінних паперів, але й ринку державних цінних паперів в цілому.

Запропоновано проводити оцінку ліквідності ринку державних цінних паперів шляхом аналізу різних показників, таких як глибина, щільність та стійкість ринку. Уточнено методи розрахунку показників для обсягу виставлених заявок, різниці між цінами попиту та пропозиції, коефіцієнта впливу на ринок та коефіцієнта стійкості ринку, спрямованих на ринок державних цінних паперів в цілому. Сумарний обсяг заявок з усіх випусків державних облігацій відображає сукупний попит та пропозицію на ринку. Різниця між цінами попиту та пропозиції, як середнє арифметичне значення по всіх випусках, вказує на середні витрати учасника при укладенні угоди. Коефіцієнт на ринку і коефіцієнт стійкості ринку, обчислені як середнє арифметичне, відображають середню швидкість відновлення нормальних умов на ринку після укладення угоди. Точний розрахунок ліквідності можливий лише на основі даних основного режиму торгів, не враховуючи період закриття та позасистемних сесій, через особливості ціноутворення на ринку державних цінних паперів.

Ключові слова: цінні папери, державні цінні папери, облігації внутрішньої державної позики, банки, НБУ, бюджетний дефіцит, державний борг, фінансовий ринок, фінансове управління, опціон, форвард, казначейські зобов'язання, сталий розвиток.

SUMMARY

Botsman Y.O. Activities of Banking Institutions in the Government Securities Market. – Qualifying scientific work on the rights of the manuscript.

Dissertation for the Degree of Doctor of Philosophy in the specialty 072 "Finance, Banking, and Insurance". – Vadym Hetman Kyiv National Economic University, Kyiv, 2024.

The dissertation is dedicated to researching the theoretical-methodological foundations and practical recommendations regarding the activities of banking institutions in the government securities market, and an analysis of the activities of banking institutions in the government securities market in Ukraine has been conducted.

In the first chapter, "Theoretical and Methodological Foundations of Banking Institutions' Activities in the Government Securities Market," theoretical aspects of banking activities in the government securities market are examined; the role of banking institutions in the government securities market of Ukraine is determined; forms and methods of banking institutions' activities in the government securities market are investigated.

As a result of the conducted research, theoretical and methodological approaches to studying the role of commercial banks in the government securities market have been thoroughly explored. It has been established that the activity of commercial banks in this market manifests itself in various aspects, such as conducting their own securities transactions, risk management, selection of investment strategies, and portfolio analysis. Banks perform functions as trading intermediaries, brokers, dealers, as well as engage in underwriting, bringing their securities to the organized market, depositary operations, and issuing their own securities. Depending on their attitude towards the securities market, all participants directly or indirectly involved in it can be divided into three main groups.

The first group includes market clients who act as issuers and investors. Issuers turn to the stock market to raise long-term or medium-term capital to finance their individual needs. On the other hand, investors use the market for temporary investments with the aim of preserving and increasing their existing capital.

The second group consists of professional sellers, such as brokers and traders, who provide services to issuers and investors and meet their needs when entering

the securities market. These can be organizations as well as individuals for whom securities trading is a professional activity.

The third group consists of organizations specializing in providing services to all participants in the stock market and constitute its infrastructure.

Emphasis is placed on specific functions of the government securities market, particularly on redistributive activities, price and financial risk management, financing of the state budget deficit, and participation in speculation. The need to define the difference between the fiscal and regulatory roles of the government securities market is proposed. The fiscal role - the main purpose of this market - is that government securities are used by the state to finance budget deficits. Due to the regulation of monetary circulation and business activity in the country through the mechanism of government securities, the following functions are implemented: government securities act as a regulator of financial relations; the mechanism of government securities stimulates business activity in the country, ensuring the stability of the state budget's revenue base.

It is noted that besides the National Bank of Ukraine, banks play a significant role in the development of the government securities market and the formation of the domestic state debt. The main directions of their activities include investment (formation of a securities portfolio) and intermediary (buying and selling operations in the stock market) components. Banks, especially those with state participation, actively invest in government bonds, attracted by their risk-free nature and potential high returns.

An analysis of the government securities market is conducted with regard to their type, maturity terms, interest rates, and other differences. Considering the variety of such securities in the global financial market, it can be noted that different countries use various types of these securities to finance government debt. For example, treasury bills are a typical example of market government securities issued by economically developed countries to meet budgetary cash needs.

The American market comprises various instruments such as short-term treasury bills, medium-term notes, and long-term bonds, which constitute a

significant portion of all government financial instruments. Japanese government securities, in turn, are categorized into various types, such as central government bonds, municipal bonds, and bonds of government-related organizations.

For instance, in the Federal Republic of Germany, various types of securities, such as federal bonds, debt certificates, treasury bonds, and others, are issued to finance the national debt. The composition and powers of market regulators for government securities are determined by the organization model of the financial market.

In countries with integrated banking functions, such as Austria, Germany, and Switzerland, banking supervisory authorities play a crucial role. Conversely, in Anglo-Saxon countries such as the USA and Canada, dealers of government securities are regulated by various agencies. Central banks play a key role in regulating the government securities market, acting as custodial and transfer agents and utilizing securities operations in monetary policy.

It is important to note that the dominance of banks in the financial system and the high level of independence of central banks affect the efficiency of the American market model, making it flexible and adaptable to changing market conditions.

The second section, "Analysis of the Activity of Banking Institutions in the Market of Government Securities in Ukraine," examines the state of the government securities market in Ukraine; investigates the activities of banks in operations with government securities, and develops a model for assessing the impact of banking institutions on the development of the government securities market.

As part of the study, an analysis was conducted on the impact of changes in the macroeconomic environment on the activities of banking institutions in the government securities market. It was found that in Ukraine, there was a change in the volume of government securities issuance: a decrease in 2019 and a sharp increase in 2020. These fluctuations were driven by overcoming the consequences of the COVID-19 pandemic and the necessity of implementing reforms to improve the business environment and increase the country's investment attractiveness. The highest volumes of government securities issuance were observed in 2022, which

may be explained by the onset of full-scale Russian Federation aggression on Ukrainian territory and the need for additional resources to cover the state's financial needs in wartime conditions.

A significant role of state regulation in the legal activities of banks regarding government securities was also established. The volumes of government bond trading were not stable during the research period, with the lowest values in 2015-2017. However, the situation in this market segment has been stable in recent years, with a high volume of trading in 2020. A significant portion of trading took place on the domestic market, and decreased values were associated with financial and economic crises and problems in the banking sector. It is also worth noting that trading in government derivatives, although small, still occurred, with a high share of bond trading.

The impact of changes in banking regulation on the government securities market was investigated using an analysis of banks' active operations in the domestic financial market. The results show that banks pay primary attention to securities and long-term investments, ranking second in this indicator. Until 2020, there was an increase in the share of government bonds in banks' assets, but from 2021, this indicator consistently decreases, reaching 22.65% by the end of 2022, indicating a reduction in the significance of these securities. Particularly notable is the share of government bonds in the assets of banks with state participation, such as: PJSC "PrivatBank", PJSC "Oschadbank", PJSC "Ukreximbank", and PJSC "Ukrasbank", which occupy leading positions in the primary dealer rankings. The reliability of bonds as a financial instrument serves as an incentive for these banks.

The analysis of the relationship between the government securities market and other financial factors has been conducted. A model has been developed to assess the impact of banking institutions on the government securities market, resulting in a high Pearson correlation coefficient, indicating a direct statistical relationship between the dynamics of the National Bank of Ukraine's discount rate and the yield of domestic loan bonds. Based on the research results, it can be argued that as the

discount rate increases, the yield of government bonds increases, leading to an increase in demand for these financial instruments.

The significant influence of banking financial decisions on the government securities market, driven by various aspects of the financial market and macroeconomic conditions, has been investigated and confirmed. The developed model can serve as a tool for forecasting the volume of government securities, taking into account the significance of independent variables. It has been found that the activity of banks, especially state-owned banks, in the government securities market is associated with the need for additional resources by the state, which is reinforced by the activity of state-owned banks using their controlled position to finance the budget deficit in Ukraine. This trend is amplified in modern conditions, considering the impact of military actions, leading to the substitution of ordinary bonds with targeted military bonds to support the army and the country's functioning in conflict situations.

The third section, "Directions for the Development of Banking Institutions' Activities in the Government Securities Market," examines global practices of bank-state interaction in the secondary securities market, directions for harmonizing the interests of banking institutions and the state in the securities market, and increasing the role of banking institutions in the development of the securities market in Ukraine.

The practical foreign experience in the interaction between banks and the state in the secondary securities market is summarized, concluding that non-competitive methods such as individual placement, open sale, and syndicate prevail in the primary placement of non-market obligations. The main features of non-competitive placement include setting the price and profitability of government obligations by the issuer or with the participation of key market participants, as well as payment of remuneration or commission to the syndicate or main intermediaries for the placement of government securities. Methods such as subscription sales and syndicates are the most common when fixed income is involved. In individual placement of securities, the government negotiates with large investors, discussing

terms for obtaining credit for issuing debt obligations. Open sale involves placing securities over a certain period with the possibility of adjusting terms based on market conditions.

Risk assessment and prospects evaluation of banking institutions' activities in the government securities market in Ukraine have been conducted. A risk assessment method has been proposed, along with various directions for harmonizing the interests of banking institutions and the state in the securities market. When assessing the possibility of regulating banks as primary dealers in Ukraine, it is important to consider the temporary and objectively forced nature of abandoning the primary dealer institution. The experience of crises also underscores the need for additional protective measures for primary dealers in an unstable market, such as expanding spreads and reducing transaction volumes.

Unjustifiably large transaction volumes and overly narrow spreads should not be established in the Ukrainian financial market. It is important to consider that developed markets have common strategies for regulating secondary markets. There is a transition from the concept of periodic to regularly functioning markets, which is crucial for ensuring the liquidity of the government securities market and the effective monetary policy of the National Bank.

Furthermore, the current period is characterized by an increasing role of dealer trading in cash instruments of the government securities market and a general trend towards strengthening electronic trading platforms at all levels of secondary markets. Exchange and over-the-counter trading platforms perform various functions in the stock market, and the primary dealer system is effective in both developed and emerging markets. Comparing the infrastructure of the secondary market confirms the effectiveness of supporting various organizational forms of secondary turnover, such as periodic and continuous auctions, order-driven and quote-driven markets, centralized and decentralized trading venues.

It has been elucidated that the increased role of banking institutions in the development of the securities market in Ukraine requires consideration through the prism of liquidity. Market liquidity of government securities becomes a key aspect

of researching the overall market. Market depth is determined by the number of government bonds of various issuances that can be traded at current market prices. Market density of government securities indicates the average deviation of bid and ask prices for different issuances of government bonds from average market prices. Market stability of government bonds is an indicator of the speed of restoring normal market conditions after a transaction is made. One of the relevant features of the government securities market is considering liquidity not only of individual securities issuances but also of the government securities market as a whole.

It is proposed to assess the liquidity of the government securities market by analyzing various indicators such as market depth, density, and stability. Methods for calculating indicators for the volume of bids placed, the difference between bid and ask prices, the market impact coefficient, and the market stability coefficient aimed at the government securities market as a whole have been specified. The total volume of bids from all issuances of government bonds reflects the aggregate demand and supply in the market. The difference between bid and ask prices, as the arithmetic average across all issuances, indicates the average costs for participants when making transactions. Market impact and market stability coefficients, calculated as arithmetic averages, reflect the average speed of restoring normal market conditions after transactions. Accurate liquidity calculations are possible only based on data from the primary trading regime, excluding closing periods and off-system sessions, due to the peculiarities of price formation in the government securities market.

Keywords: securities, government securities, domestic government loan bonds, banks, NBU, budget deficit, public debt, financial market, financial management, option, forward, treasury bonds, sustainable development.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

У наукових фахових виданнях України та виданнях, які включені до міжнародних наукометричних баз даних:

1. Буряченко А.Є., Боцман Ю.О. Підвищення ролі банківських установ у розвитку ринку цінних паперів в Україні. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Сер. Економіка*. 2023. № 30(58) С. 35-40. URL: https://eprints.oa.edu.ua/id/eprint/8903/1/NZ_ek_Vyp_30%2858%29.pdf (0,5 д.а., особисто автору – 0,3 д.а.: розроблено модель взаємовідносин бізнесу, населення та держави на ринку цінних паперів в Україні). (дата звернення: 29.05.2024).
2. Боцман Ю.О. Діяльність банків на ринку ОВДП. *Економіка та підприємництво*. 2023. № 50. С. 172-183. URL: <https://ir.kneu.edu.ua/server/api/core/bitstreams/badee990-1f66-44d2-9844-b268883c7656/content> (0,6 д.а.). (дата звернення: 08.06.2024).
3. Боцман Ю.О., Івасів І.Б. Особливості розвитку ринку державних цінних паперів. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2024. №5 (264). С. 12-18 (0,5 д.а., особисто автору – 0,3 д.а.: визначено спільних рис структури ринку урядових зобов'язань в американській та європейській практиці).
4. Боцман Ю.О. Роль банків у формуванні ринку державних цінних паперів: аналіз впливу та оцінка взаємодії. *Економіка та суспільство*. 2024. № 59. URL: <https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/3465> (0,8 д.а.). (дата звернення: 08.06.2024).

В інших виданнях:

5. Боцман Ю.О. Військові облігації у підтримці державного бюджету України. *Priority directions of science development*: матеріали V Міжнар. наук.-

практ. конф., 6-8 лют. 2023. Гамбург, 2023. С. 59-61. URL: <https://eu-conf.com/wp-content/uploads/2023/02/Priority-directions-of-science-development.pdf>. (0,2 д.а.). (дата звернення: 08.06.2024).

6. Боцман Ю.О. Роль державних цінних паперів у розвитку держави в сучасних економічних умовах. *Фінансові аспекти підтримання економіки в контексті глобальних конфліктів*: зб. наук. матеріалів Міжнар. наук.-практ. конф., 27 травн. 2023 р. Київ: КНЕУ, 2023. С. 20-22. (0,2 д.а.).

7. Боцман Ю.О. Світова практика взаємодії банків та держави на вторинному ринку цінних паперів. *Актуальні проблеми соціально-економічного розвитку в контексті євроінтеграції України*: матеріали Всеукр. наук.-практ. конф., м. Одеса, 22 вересн. 2023 р. Львів-Торунь : Liha-Pres, 2023. С. 132-136. (0,2 д.а.).

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ:

ДЦП – державні цінні папери;

ДБО – державні боргові зобов'язання;

ОВДП – облігацій внутрішньої державної позики;

ОЗДП – облігації зовнішньої державної позики;

ЦП – цінні папери;

НБУ – Національний Банк України.

ЗМІСТ

ВСТУП	21
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ДІЯЛЬНОСТІ БАНКІВСЬКИХ УСТАНОВ НА РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ	29
1.1. Теоретичні аспекти функціонування ринку державних цінних паперів	29
1.2. Роль банківських установ на ринку державних цінних паперів України	52
1.3. Форми та методи діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів	77
Висновки до розділу 1	97
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ДІЯЛЬНОСТІ БАНКІВСЬКИХ УСТАНОВ НА РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ	101
2.1. Аналіз стану ринку державних цінних паперів в Україні	101
2.2. Аналіз діяльності банків як учасників ринку державних цінних паперів	112
2.3. Модель оцінки впливу банківських установ на розвиток ринку державних цінних паперів	117
Висновки до розділу 2	141
РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ РОЗВИТКУ ДІЯЛЬНОСТІ БАНКІВСЬКИХ УСТАНОВ НА РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ	145
3.1. Світова практика взаємодії банків та держави на вторинному ринку державних цінних паперів	145
3.2. Напрями гармонізації інтересів банківських установ та держави на ринку цінних паперів	169
3.3. Підвищення ролі банківських установ у розвитку ринку цінних паперів в Україні	190
Висновки до розділу 3	202
ВИСНОВКИ	208
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	215
ДОДАТКИ	231

ВСТУП

Актуальність теми. Діяльність банківських установ на ринку державних цінних паперів є важливою та актуальною темою в сучасних умовах фінансового ринку. Ця проблема стає ще більш актуальною через зростання глобальних фінансових та економічних викликів, а також швидкі зміни в регуляторному середовищі.

Перш за все, державні цінні папери є ключовим інструментом для забезпечення фінансової стабільності та економічної безпеки країни. Банки, як основні учасники фінансового ринку, відіграють важливу роль у забезпеченні ефективності та надійності обігу державних цінних паперів.

Діяльність банків на ринку ДЦП впливає на ліквідність цього ринку. Вони виконують роль посередників, забезпечуючи легкість купівлі-продажу цінних паперів та зменшуючи ризики для інших учасників ринку.

З урахуванням динаміки ринку та змін в умовах регулювання, банки формують інвестиційні стратегії, спрямовані на оптимізацію їхнього портфеля державних цінних паперів. Це впливає на їх прибутковість та ризикованість, а отже, на загальну фінансову стійкість банків.

Регулятори фінансового ринку встановлюють правила і норми, що регулюють участь банків у ринку ДЦП. Активна взаємодія між банками та регуляторами є ключовим фактором для забезпечення прозорості та стабільності ринку.

З розвитком глобальних фінансових ринків діяльність банків на ринку ДЦП стає частиною глобальних інвестиційних стратегій та впливає на світові фінансові потоки.

З урахуванням цих аспектів, дослідження діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів важливе для розуміння динаміки фінансового ринку, забезпечення його стабільності та розвитку в умовах сучасного економічного середовища.

Науково-теоретичне підґрунтя роботи становлять наукові праці провідних учених у галузі вітчизняних фінансів та фінансового ринку, таких як: Антощук І., Буряченко А., Борисова Л., Гапонюк М., Гончар Т., Ємець В., Жердецька, Л., Криховецька З., Кохан І., Корнєєв В., Корнійчук О., Коваленко В., Львовчкін С., Майорова Т., Мамуненко М., Макаренко Ю., Мацук З., Михалчинець Г., Опарін В., Онищенко Ю., Онишко С., Папірник С., Пересада А., Піхоцька, О., Рисін В., Стеценко Б., Татарин Н., Уманцев Ю., Федосов В., Фурдичко Л., Хома І., Черкасова С., Юрченко І. та інші. Питаннями міжнародного ринку цінних паперів займалися Богріновцева Л. М., Бороденко Т. М., Іванова К., Козак В. І., Москвін С. О., Міщенко В., Мезенцева О., Науменкова С., Посполітак В. В., Солошкіна І., Савченко Л., Стеценко Б. С., Шапран Н. С. та інші.

Однак, чимало теоретичних і практичних питань, які стосуються безпосередньо аспектів діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів України, науковці розглядають фрагментарно, не розроблено концептуальні засади та інструментарій, який би повною мірою враховував потреби та можливості банківських установ на ринку ДЦП. Усе це зумовило вибір теми дисертаційної роботи, її мети та завдань.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконана відповідно до плану науково-дослідних робіт кафедри фінансів імені Віктора Федосова Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана і є складовою наукових тем: «Макрофінансове управління в системі публічних фінансів» (державний реєстраційний номер 0118U002170), «Трансформація макрофінансів в Україні: проблематика євроінтеграції, повоєнного відновлення та сталого розвитку» (державний реєстраційний номер 0123U101988).

Мета і завдання дослідження. Метою дисертації є поглиблення теоретико-методичних засад дослідження та комплексної оцінки діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів України та

розроблення практичних рекомендацій з гармонізації інтересів держави та банків у розвитку ринку цінних паперів.

Для досягнення визначеної мети поставлено такі завдання:

- поглибити теоретико-методичні підходи щодо ролі банківських установ на ринку державних цінних паперів, зокрема їх участі в випуску, купівлі-продажу та управлінні портфелем цінних паперів;
- провести аналіз конкурентної позиції банківських установ на ринку державних цінних паперів України;
- здійснити огляд ринку державних цінних паперів відповідно до типу цінних паперів, що випускаються державою, термінів погашення, відсоткових ставок та інших характеристик;
- здійснити аналіз стану ринку державних цінних паперів в Україні;
- проаналізувати діяльність банків в операціях з державними цінними паперами;
- провести аналіз взаємозв'язку між ринком державних цінних паперів та іншими фінансовими факторами;
- узагальнити практичний зарубіжний досвід у взаємодії банків та держави на вторинному ринку цінних паперів;
- запропонувати напрями гармонізації інтересів банківських установ та держави на ринку цінних паперів;
- визначити перспективи розвитку ринку державних цінних паперів в Україні та ролі банківських установ у цьому процесі.

Об'єктом дослідження є діяльність банківських установ на ринку державних цінних паперів задля гармонізації інтересів держави та господарюючих суб'єктів.

Предмет дослідження – фінансові відносини між банківським установами та державними інституціями в процесі функціонування вторинного ринку державних цінних паперів.

Методи дослідження. Методологія дослідження була вибрана з урахуванням цілей та завдань, а також об'єкту і предмету дослідження. У

процесі проведення дослідження використовувалися методи економічної науки як *загальнонаукові* - під час формування понятійно-термінологічних категорій, концептуальних моделей, так і *спеціальні* - для обґрунтування діяльності банківських структур на ринку ДЦП, побудови показників оцінювання діяльності. Основним методом слугував *діалектичний*, який висвітлював взаємозв'язок і взаємообумовленість процесів і явищ на ринку ДЦП. Крім того, в процесі вивчення термінологічного апарату щодо обігу ДЦП на фінансовому ринку використовувалися загальні методи *узагальнення, синтезу, порівняння, аналізу, індукції, дедукції, аналогії* (п.1.1, п.1.2, п.1.3, п.2.1, п.2.2, п.3.3).

Додатково застосовувалися наукові методи, такі як: *формально-догматичний* – для визначення понять і ознак ринку, його учасників та регуляторів (п.1.1, п.1.2, п.1.3); *системно-структурний* метод – для аналізу методологічних підходів до дослідження; *історико-порівняльний* метод – для розгляду розвитку ринку; *порівняльно-правовий* метод – для аналізу європейських стандартів (п.3.1, п.3.2); метод *статистичного аналізу* – для вивчення участі банків у ринку державних цінних паперів (п.2.3). Аналізується частка ринку цінних паперів у портфелях банків, зміни у цій частці протягом часу та типи державних цінних паперів, які утримуються банками. Застосовуються методи *deskriptivної статистики* для об'єктивного визначення тенденцій (п.2.1, п. 2.2, п.2.3). Методи *емпіричного дослідження* - для вивчення конкретних взаємодій банків із урядом та регуляторами на ринку державних цінних паперів (п.2.1, п. 2.2, п.3.1). Розглядаються фактори, що впливають на вибір банками конкретних інструментів для інвестування та стратегії їхньої реалізації. *Методи та прийоми графічного та табличного відображення* – для наочного відображення теоретичних і методичних результатів дослідження (п.1.1, п.1.2, п.1.3, п.2.1., п.2.2, п.2.3, п.3.1, п.3.2, п.3.3); *абстрактно-логічний метод* – для розроблення та формування теоретичних узагальнень та висновків дисертаційного дослідження.

Нормативну основу дослідження формували Конституція України, вітчизняні та міжнародні правові акти, спрямовані на регулювання послуг на фондовому ринку. Інформаційно-аналітичну базу забезпечило узагальнення статистичних даних, включаючи інформацію від Національного банку України, Міністерства фінансів та Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, аналітичні матеріали державних та міжнародних статистичних організацій, аналітичні розрахунки автора, виконані у процесі проведення дослідження.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у розробці теоретичних засад та практичних рекомендацій щодо вдосконалення взаємодії і гармонізації інтересів банків та держави (в особі Міністерства фінансів України, НКЦПФР та НБУ) в процесі діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів.

До основних наукових результатів дослідження, що мають наукову новизну, теоретичне та практичне значення, належать такі:

удосконалено:

- систему оцінки ризиків при операціях банківських установ на ринку державних цінних паперів в Україні, зокрема валютного ризику, кредитного ризику та ризику ліквідності, що сприятиме гармонізації інтересів банківських установ та держави на фінансовому ринку;
- методи аналізу ринку державних цінних паперів в Україні з врахуванням впливу на його розвиток монетарних макроекономічних факторів та агрегованих індикаторів стану вітчизняної банківської системи, зокрема таких як: рівень облікової ставки, обсяг грошової маси, темп інфляції, обсяги розміщень депозитних сертифікатів НБУ, частка кредитів в активах банків, обсяги обов'язкових резервів та рівень NPL у банківському секторі;
- концепцію регулювання діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів, яка комплексно поєднує монетарну та фіскальну складові з врахуванням цілей економічного зростання та фінансової стабільності;

- розширено класифікацію державних цінних паперів шляхом виділення таких їх класифікаційних ознак, як: фіскальна роль, роль в монетарному регулюванні та можливість використання в якості інструмента управління ліквідністю. Такий підхід дозволяє державним регуляторам фінансового ринку та Міністерству фінансів України більш комплексно підходити до регулювання ринку державних цінних паперів з врахуванням тактичних і стратегічних завдань бюджетної політики та цілей економічного зростання (відновлення);

набули подальшого розвитку:

- теоретичні підходи щодо визначення ролі банківських установ на ринку державних цінних паперів, зокрема з точки зору їх впливу на обсяг ринку, його ліквідність та дохідність, що може бути враховано Національним банком України при формуванні регуляторної політики щодо операцій банків на ринку державних цінних паперів;

- методичні підходи щодо оцінювання впливу банківських установ на розвиток ринку державних цінних паперів шляхом розробки відповідної прогностичної моделі, яка дозволяє спрогнозувати обсяг ОВДП у власності банків залежно від кількісних та якісних показників первинного і вторинного ринку ОВДП, а також від структури активів банків. Отримані при практичному використанні цієї моделі результати можуть бути враховані регуляторами фінансового ринку – при формуванні концепції розвитку і при регулюванні ринку державних цінних паперів, та банківськими установами – при розробці власної стратегії управління активами;

- концепція взаємодії банків та держави на первинному та вторинному ринку державних цінних паперів, яка ґрунтується на поєднанні фіскальної та регулюючої ролі ринку державних цінних паперів і спрямована на збалансування та координацію інтересів держави і банків на цьому ринку.

Практичне значення отриманих результатів. Дисертаційне дослідження має теоретичне та практичне значення, більшість

сформульованих теоретичних положень, висновків і практичних пропозицій використано в різних сферах діяльності, зокрема:

- у науково-дослідній сфері: наукові результати дослідження, запропоновані підходи та методи впроваджено в діяльність Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України, що сприяє підвищенню ефективності регулювання ринку державних цінних паперів та зміцненню стабільності банківської системи України (довідка № 04/15949 від 29.08.2024 р.);

- у практичній діяльності: пропозиції та розробки щодо діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів використовуються АКБ «ІНДУСТРІАЛБАНК» (довідка № 21-05-956 від 15.09.2023 р.);

- у навчальному процесі: теоретичні, методичні та практичні результати дисертаційного дослідження враховано кафедрою фінансів імені Віктора Федосова Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана при викладанні навчальних дисциплін «Фінанси», «Фінансовий ринок» та «Ринок фінансових послуг» для підготовки студентів відповідного фахового спрямування. Застосування результатів дисертації в навчальному процесі дало змогу адаптувати навчальні дисципліни до актуальних тенденцій ринку цінних паперів, поглибивши теоретико-методологічні засади із підвищення якості підготовки майбутніх фахівців (довідка від 07 червня 2024 року).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійно виконаною науковою працею, відповідно до мети і завдань якої сформовано теоретико-методологічні засади, висновки і пропозиції щодо оцінки діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів України та розроблення практичних рекомендацій з гармонізації інтересів держави та банків у розвитку ринку цінних паперів. Усі наукові результати, викладені в дисертації, належать особисто здобувачеві і є його науковим доробком. Із наукових праць, що опубліковано у співавторстві, в дисертаційному

дослідженні використано лише ті ідеї та положення, що є результатом особистої роботи дисертанта.

Апробація результатів дисертаційного дослідження. Основні положення і висновки дисертаційного дослідження оприлюднено на таких всеукраїнських і міжнародних науково-практичних конференціях, як: V Міжнародна науково-практична конференція «Priority directions of science development» (6-8 лютого 2023, Гамбург, Німеччина); Міжнародна науково-практична конференція «Фінансові аспекти підтримки економіки України в умовах глобальних конфліктів» (м. Київ, 27 травня 2023 р.); Всеукраїнська науково-практична конференція «Актуальні проблеми соціально-економічного розвитку в контексті євроінтеграції України» (м. Одеса, 22 вересня 2023 р.).

Публікації за темою дисертації. За результатами дослідження автором опубліковано 7 наукових праць, загальним обсягом 3,0 д.а. (з яких особисто автору належить 2,6 д.а.), з них: 4 – у наукових фахових виданнях України; 3 – в інших виданнях.

Структура та обсяг дисертації. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. Обсяг основного тексту дисертації становить 195 сторінок друкованого тексту. Робота містить 10 таблиць на п'яти сторінках, 22 рисунки на дев'яти сторінках та 11 додатків. Список використаних джерел налічує 137 найменувань.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ДІЯЛЬНОСТІ БАНКІВСЬКИХ УСТАНОВ НА РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

1.1. Теоретичні аспекти функціонування ринку державних цінних паперів

Фінансовий ринок є дуже важливим компонентом розвитку економіки країни. Спільнота професійних учасників та інституційних інвесторів, що беруть участь в операціях на відкритому ринку, створює позитивний настрій в атмосфері інвестиційного клімату, а також стимулює можливості застосування фінансовими інститутами нових технологій на фондовому ринку, зумовлених розвитком позабіржових систем торгівлі як цінними паперами, так і структурними продуктами через інтернет-трейдинг. Будучи посередниками на фінансовому ринку, комерційні банки, є і емітентами різноманітних цінних паперів. Вони випускають не тільки акції та облігації, але також інструменти грошового ринку – депозитні та ощадні сертифікати, векселі. Якщо емісія акцій та облігацій сприяє формуванню власного та позикового капіталу банку, то випуск сертифікатів та векселів можна вважати залученням керованих депозитів або безвідкличних вкладів. Комерційний банк, який є акціонерним товариством, має право на випуск власних акцій завдяки своїй формі власності. Депозитні сертифікати та векселі можуть випускати будь-який комерційний банк після двох років функціонування.

Актуальність дослідження диктується відразу кількома чинниками. По-перше, перехід до моделі мегарегулювання вітчизняного фінансового ринку в поєднанні з посиленням правил регулювання діяльності професійних учасників - некредитних організацій призвів до зниження числа останніх і

посилення конкуренції, в тому числі і з кредитними організаціями. По-друге, посилення ліцензійних вимог до комерційних банків щодо збільшення розмірів власного капіталу призводить до необхідності вишукувати нові додаткові джерела власних коштів, які можна залучити на ринку цінних паперів. І насамкінець, Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» [1] у складі фінансового ринку виокремлює таких суб'єктів: споживачів та постачальників фінансових ресурсів, фінансових посередників (деPOSITні та недеPOSITні), допоміжних учасників (брокерів, КУА, депозитарії, страхових агентів та брокерів, рейтингові агентства та ін.) та фінансові корпорації (довірчі товариства, дочірні фірми, ломбарди та ін.), а також регуляторів (НБУ, Мінфін, НКЦПФР) [2; 3; 5; 6; 7; 8; 12]. При створенні умов для зростання фінансової індустрії, необхідно виділити коло потенційних учасників ринку цінних паперів (у тому числі емітентів, інвесторів, посередників), за рахунок яких це зростання відбуватиметься.

Значну увагу проблемі державного регулювання та розвитку фондового ринку присвячено в роботах відомих зарубіжних та українських вчених-економістів. Серед них: В. Базилевич, М. Бурмака, І. Бланка, З. Варналій, О. Василик, А. Гальчинський, В. Геєць, В. Колесник, Дж. Кейнс, В. Корнєєв, Ю. Лисенков, О. Мозговий, В. Оскольський, М. Паркін, Д. Патінкін, В. Савченко, М. Самбірський, Дж. Долан, К. Форбс та ін.

У вітчизняних науково-дослідних роботах можна виділити декілька напрямів вивчення діяльності комерційних банків на ринку цінних паперів, до них належать:

- проведення власних операцій із цінними паперами та управління ризиками на ринку цінних паперів, вибір інвестиційної стратегії банків, формування портфеля, його аналіз та оцінка [9, с.37];
- здійснення діяльності банків як торгових посередників, брокерів та дилерів [10];

• окремі напрямки діяльності комерційних банків на фондовому ринку, такі як: андеррайтинг [11], виведення власних цінних паперів банків на організований ринок [11, с.33], здійснення депозитарних операцій [13; 14], термінових угод та операцій з похідними фінансовими інструментами [15, с.133], комплексний аналіз діяльності комерційних банків як емітентів, інвесторів та професійних суб'єктів ринку цінних паперів [17].

Учасники ринку державних цінних паперів в залежності від їх функціонального призначення визначені згідно умовами функціонування та комунікації (рис. 1.1).



Рис. 1.1. Учасники ринку державних цінних паперів в залежності від їх функціонального призначення

Джерело: розроблено автором

Залежно від дотичності до ринку цінних паперів всі особи прямо або опосередковано залучені до участі на ринку цінних паперів, можуть бути поділені на три групи.

До першої групи входять клієнти ринку. Це емітенти та інвестори. Емітенти звертаються до фондового ринку, коли їм потрібно залучати

довгострокові чи середньострокові капітали для фінансування індивідуальних цілей. У свою чергу, інвестори звертаються до ринку за тимчасовими інвестиціями наявного капіталу з метою зберегти та/або примножити його.

Друга група складається з професійних учасників ринку (брокерів та трейдерів). Це організації, а в низці країн також громадяни, для яких торгівля цінними паперами є їхньою професійною діяльністю. Вони призначені для обслуговування емітентів та інвесторів та для задоволення їх потреб при вході на ринок цінних паперів.

Третя група складається з організацій, що спеціалізуються на надання послуг усім учасникам фондового ринку. Сукупність цих організацій зазвичай називають інфраструктурою ринку. До них належать біржі та інші організатори торгівлі, клірингові та розрахункові організації, реєстратори тощо.

До загальноринкових функцій ринку державних цінних паперів відносяться такі, як:

- мобілізація та централізація капіталу, перетворення щодо дрібних грошових заощаджень населення та невеликих підприємств у великий капітал (тобто мобілізаційна функція);

- забезпечення динамічного трансформації громадського капіталу насамперед у ті галузі, де забезпечено найбільший прибуток (тобто регулююча функція);

- забезпечення процесу виявлення ринкових цін, їх постійного руху (тобто цінова функція);

- доведення до учасників ринку ринкової інформації про об'єкти торгівлі та її учасників (тобто інформаційна функція);

- формування прав власності, зокрема, у формі права на капітал, права на участь в управлінні та ін. [11].

До специфічних функцій ринку державних цінних паперів можна віднести такі:

-перерозподіл національного доходу та грошових капіталів між галузями та сферами економіки, населенням та державою, центром та регіонами тощо (тобто перерозподільча функція);

-функція страхування цінових та фінансових ризиків;

-фінансування дефіциту державного бюджету на неінфляційній основі, тобто без випуску в обіг додаткових коштів;

-спекуляція цінними паперами, що забезпечує отримання прибутку і приваблює ринку цінних паперів велику кількість учасників.

Державні ринкові цінні папери можуть мати похідні — так звані «стріпи» — від американського терміна «stripped treasury securities». Суть їх полягає у тому, що під ті державні цінні папери, які є власністю інституціональних інвесторів, останні випускають власні папери, забезпечені майбутніми доходами від державних боргових зобов'язань [18, с.25].

Класифікація державних неринкових цінних паперів показана на рис. 1.2.

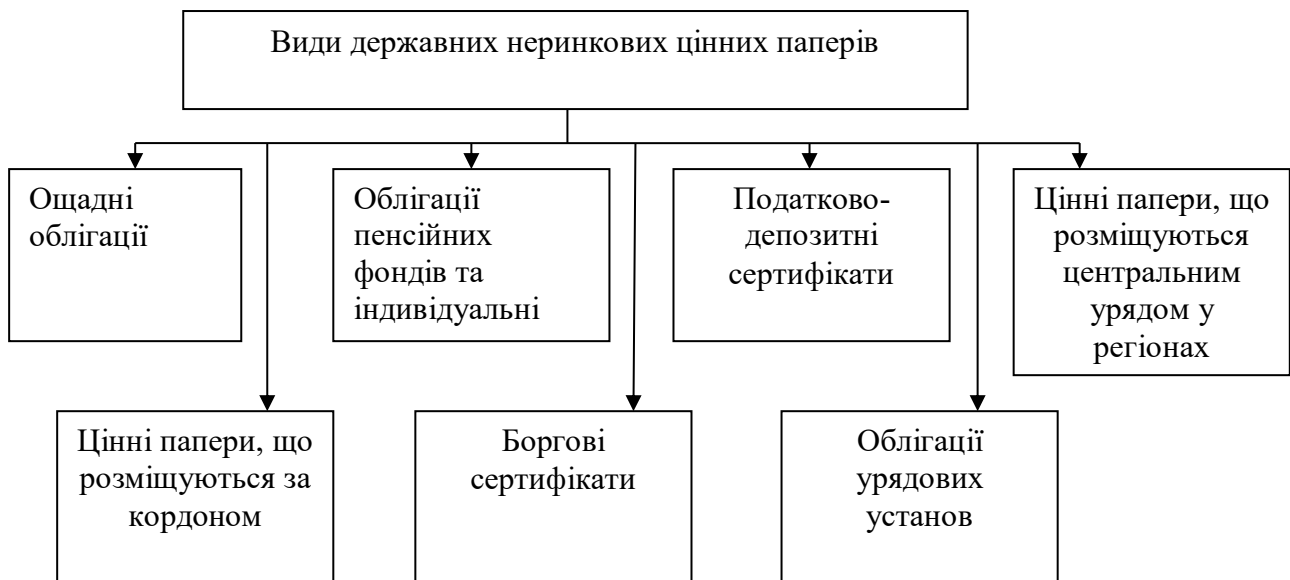


Рис. 1.2. Класифікація державних неринкових цінних паперів

Джерело: розроблено автором [18, с.35]

До основних етапів випуску та розміщення ДЦП можна віднести:

1. Визначення параметрів емісії. До визначення параметрів емісії ДЦП належать: вид, номінальна вартість, строк погашення, процентна ставка, вид

дисконтування, додаткові умови тощо. Ці параметри встановлюються державними органами, що мають відповідні повноваження.

2. Підготовка документації. Після визначення параметрів емісії, підготовлюється документація, в якій фіксуються умови випуску та розміщення ДЦП.

3. Розміщення. Розміщення ДЦП може проводитися як на вітчизняному, так і на міжнародному ринку. Зазвичай розміщення проводять великі банки, що мають відповідні повноваження та досвід у проведенні таких операцій.

4. Обслуговування. Після розміщення ДЦП, банк-організатор забезпечує обслуговування цінних паперів, в тому числі розрахунків відсотків та погашення.

Казначейські зобов'язання України – це державні цінні папери, що розміщуються виключно на добровільних засадах серед фізичних осіб, посвідчують факт заборгованості Державного бюджету України перед власником казначейського зобов'язання України, дає власнику право на отримання грошового доходу та погашається відповідно до умов розміщення казначейських зобов'язань України. Емісія казначейських зобов'язань України відноситься до бюджетного процесу і не підлягає регулюванню з боку Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку (НКЦПФР) [19].

Цільові облігації внутрішніх державних позик України (далі – ЦОВДП) – це облігації внутрішніх державних позик, емісія яких є джерелом фінансування дефіциту державного бюджету в обсягах, передбачених на цю мету законом про Державний бюджет України на відповідний рік та в межах граничного розміру державного боргу. Основним реквізитом ЦОВДП є зазначення на відповідний рік напрямку використання залучених від розміщення таких облігацій коштів. Кошти від розміщення ЦОВДП використовуються виключно для фінансування державних або регіональних програм і проєктів на умовах їх повернення в обсягах, передбачених на цю мету законом про Державний бюджет України на відповідний рік. Фінансування здійснюється відповідно до кредитних договорів, що

укладаються між державою в особі Міністерства фінансів України та отримувачем коштів.

Приватизаційні цінні папери – це особливий вид державних цінних паперів, які засвідчують право власника на безоплатне одержання у процесі приватизації частки май) на державних підприємств, державного фонду, земельного фонду [20]. Основними видами приватизаційних паперів є: нові сертифікати, житлові чеки, земельні бони [21].

Особливе місце на ринку цінних паперів займають ДЦП, які мають без винятку характер державних боргових зобов'язань. Один з перших документів на ринку державних цінних паперів - розписки, документ коронованих осіб періоду раннього середньовіччя, до сьогодення залишається однією з найбільш стійких і налагоджених частин господарського механізму. Він організований у систему біржової та позабіржової торгівлі, у ньому існують свої правила та традиції іноді з віковою історією.

У світі практично у всіх країнах із розвиненою ринковою економікою держава використовує випуск цінних паперів на фінансування своїх витрат, не покритих податковими та іншими надходженнями, тобто бюджетного дефіциту [22]. Перехід до ринкових відносин нашої країні, зміна економічних пріоритетів і соціальних орієнтирів вимагають кардинального перегляду цих проблем, тому проблема фінансування дефіциту бюджету у вигляді емісії державних цінних паперів та розвитку ринку цих паперів є сьогодні однією з нагальних питань для української банківської системи.

В Україні випуск облігацій та кредити комерційних банків зросли більше ніж в 11 разів з 2016 по 2021 роки (рис. 1.3).

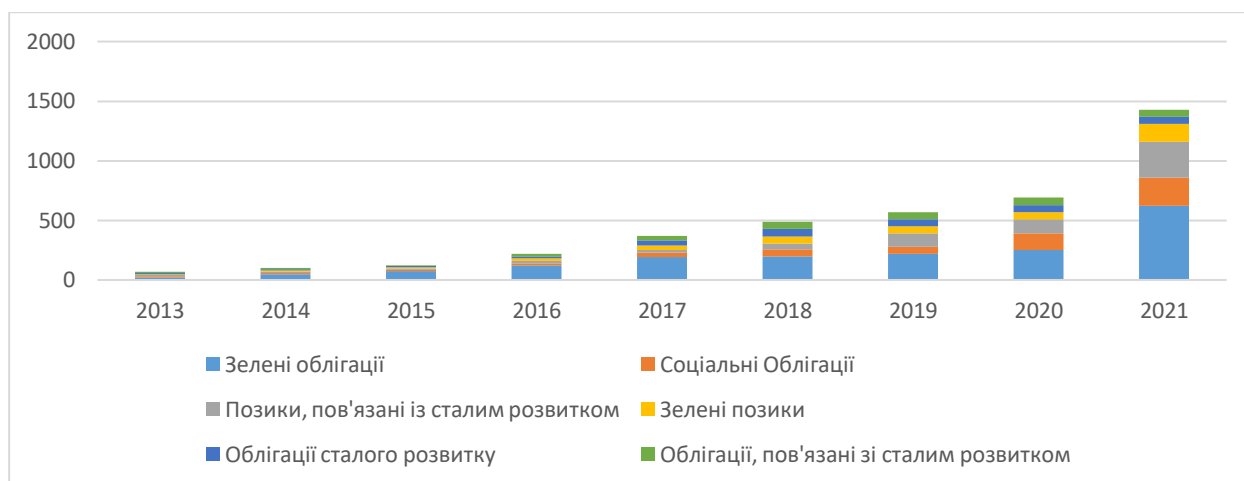


Рис. 1.3. Динаміка обсягів річної емісії боргових зобов'язань, пов'язаних зі сталим розвитком, в Україні за період 2013-2021 рр., млрд,\$

Джерело: складено автором за даними [12]

Коли ми розглядаємо ринок ДЦП, необхідно представити, яка його роль в економіці країни та розвитку банківської системи. Станом на 01.03.2023 р. кількість установ, що мають банківську ліцензію складала 65, що на 52 банки менше ніж у 2016 р. (було 117 банків) [23].

Випуск облігацій цього типу для країн, що розвиваються, відкриває можливості спрямування ресурсів на сталий розвиток, одночасно стимулюючи економічне зростання та розвиток ринків боргового капіталу. Багато з цих країн також зміцнили внутрішні ринки боргу, а іноді навіть ринки субнаціонального боргу. Це надає країнам можливість оперативно і в достатніх обсягах для фінансування сталого розвитку отримувати ресурси.

Державні цінні папери використовуються як інструмент грошово-кредитної політики НБУ, який швидко звужує або розширює свій портфель ДЦП за рахунок збільшення або зменшення резервних рахунків комерційних банків [24].

Основні концепції оцінки ефективності функціонування діяльності банків на ринку державних цінних паперів наведено в Додатку А.

Роль державних цінних паперів змінювалася з ходом розвитку світової ринкової економіки. На початковому етапі ДЦП, як один із інструментів

держкредиту, використовувалися, головним чином, для покриття надмірних витрат держави, пов'язаних з війнами та стихійними лихами. Згодом ДЦП дедалі більше починають впливати на економіку, відігравати незамінну роль сфері державного регулювання грошового обігу та макроекономіки загалом.

Зазначено необхідність визначення різниці між фіскальною та регулюючою роллю ринку державних цінних паперів. Фіскальна роль – основне призначення даного ринку у тому, що державні цінні папери використовуються державою на фінансування дефіциту бюджету.

В наш час бюджетний дефіцит і державний борг як звичайне фінансове явище існують і в розвинених, і в країнах, що розвиваються. Суть кейнсіанської антициклічної фіскальної політики полягає в тому, щоб бюджет зводився з дефіцитом у період спаду та рухався у напрямку позитивного сальдо під час інфляції для досягнення неінфляційної повної зайнятості – загальної економічної стабільності. Таким чином, бюджетному дефіциту було надано нового економічного значення [24].

Опираючись на міжнародну практику, бачимо, що дефіцит бюджету в регламентованих межах – це потужний стимул зростання економіки. Він позитивно впливає на економічну кон'юнктуру в часи спаду. Проте, необхідно враховувати, що дефіцит, який виріс, за високої зайнятості серед розвинених країн у 80-х роках мав негативний вплив на економіку і знижував темпи зростання.

Значний бюджетний дефіцит і держборг безпосередньо викликають ефект витіснення, коли економіка знаходиться близько до повної зайнятості. Багато країн у світі мають бюджетний дефіцит, навіть ті, що мають вищий рівень економічного розвитку порівняно з Україною. Важливо відзначити, що саме дефіцит бюджету є ключовим показником бюджетної та боргової безпеки [25, с.194-199].

За ефекту витіснення у фіскальній політиці дефіциту відбуватиметься зростання відсоткові ставки і скорочення інвестиційних витрат, послаблення стимулюючого ефекту фіскальної політики.

Зі світового досвіду зрозуміло, що на різних стадіях економічного зростання, враховуючи умови, властиві конкретній нації, розмір фінансового дефіциту має залишатися в межах припустимого ліміту, який визначається 2-3% ВВП.

Основними способами фінансування бюджетного дефіциту є:

- Кредити, взяті державою у центрального або комерційних банків (що використовується у світовій практиці вкрай рідко, насамперед, через високу ставку банківського відсотка).

У деяких розвинених країнах (Німеччині, Швейцарії, Нідерландах) законодавство встановлює обмеження на прямі кредити уряду. У США, Великобританії немає особливих обмежень, але цей метод використовується дуже рідко.

- Додаткова емісія грошей (приводить до обігу незабезпечених реальними активами платіжних коштів).

Цей спосіб послаблює тиск дефіциту на економіку, але створює сильний інфляційний тиск і викликає розлад грошово-кредитної системи, тому слід утримуватись від її широкого застосування.

- Збільшення податкового навантаження шляхом введення нових або підвищення старих податків.

Зростання податків означає скорочення прибутків бізнес структур, реальних доходів населення, зниження стимулів до інвестування, що у свою чергу сприяє скороченню попиту робочої сили, яка веде до безробіття. Одночасно оподаткування впливає негативно на матеріальні стимули у працюючих та ділову активність населення.

- Випуск ДЦП, які є, як правило, привабливими для інвесторів через їх високу надійність та гарантований дохід.

Отже, фінансування державного боргу через емісію державних цінних паперів зазвичай – дешевше, порівняно з отриманням коштів від банківських кредитів та випуску грошей. Це пояснюється тим, що урядові зобов'язання мають високу ліквідність, тому інвестори зустрічають менше перешкод при їх

продажу на вторинному ринку, порівняно з реалізацією позик, виданих державі. Таким чином, державні цінні папери, зазвичай, стають одним з ключових джерел фінансування внутрішнього боргу. Він широко застосовується у країнах із розвиненою ринковою економікою. За рахунок випуску державних цінних паперів держава мобілізує вільні кошти підприємств, організацій та населення в добровільному порядку та на позиковій основі, тобто. на основі повернення, платності та терміновості. Можливо, буде потрібно підвищення податків для здійснення сплати відсотків за позиками та їх погашення. Але цей тягар розкладається на тривалий час, і здається прийнятним, особливо коли посилюється фінансова напруженість різних ланок фінансової системи країни в умовах економічних труднощів. Випуск державних цінних паперів може швидко мобілізувати великі фінансові ресурси під час кризи.

Випуск державних цінних паперів не може бути безмежним, тому для фінансування бюджетного дефіциту використовуються всі перераховані вище способи, хоча співвідношення між ними залежить від конкретних економічних і політичних ситуацій і визначається по-різному.

У той самий час державні цінні папери виступають як інструмент кредитно-грошової політики з метою регулювання грошового обігу та економіки [26].

У зв'язку з регулюванням грошового обігу та ділової активності в країні за допомогою державних цінних паперів реалізуються наступні функції: по-перше, державні цінні папери виступають у ролі регулятора фінансових відносин.

Операції на відкритому ринку вважаються найефективнішим методом кредитно-грошового регулювання, оскільки ДЦП можуть купуватися чи продаватися у більших чи менших кількостях з ініціативи НБУ, а прагнення прибутку сприяє рішенню банків продавати чи купувати державні цінних паперів [6]. Коли НБУ купує ДЦП, попит на них зростає і ціна підвищується, відсоткова ставка знижується. Це спонукає банки та населення продавати свої

цінні папери. Таким чином, операції на відкритому ринку впливають на резерви банків.

В Україні спостерігаються три основні тенденції у розвитку операцій на відкритому ринку з позиції Національного банку України: зростає обсяг таких операцій, вони здійснюються у більш тісному взаємозв'язку з обліковою ставкою та політикою норм обов'язкових резервів, розвивається техніка таких операцій, відбувається відхід традиційної купівлі-продажу цінних паперів у бік арбітражних операцій, побудованих на перекиданні коштів з облігацій одних випусків у облігації інших випусків.

Держава, емітуючи цінні папери, має на меті забезпечити стабільне джерело фінансування державного бюджету за умови збереження стійкості грошового обігу. В даному випадку необхідно не забувати про інтерес інвесторів, що полягає у надійному та ліквідному розміщенні капіталу, в отриманні відсоткового доходу. Таким чином, зміна характеристик позик веде до зміни співвідношення інтересів держави та її кредиторів, що у своє чергу збільшує чи зменшує приплив коштів потреб держави, цим з'являються можливості використання механізму державних цінних паперів як важеля економічного стимулювання.

Виходячи з вищевикладеного, для того, щоб був попит на державні цінні папери, вони мають бути досить привабливими, а для забезпечення привабливості (надійності) цінних паперів Уряд зобов'язаний забезпечити стабільну доходну базу бюджету в цілому, внаслідок чого забезпечується стабільність надходжень реальних доходів у майбутньому.

Таким чином, за допомогою механізму державних цінних паперів стимулюється ділова активність у країні, забезпечується стабільність доходної бази державного бюджету.

По-третє, державні цінні папери дають певну оцінку ефективності позикових коштів, тому відсоткові ставки з них роблять основу системи відсоткові ставки банківському кредиту і з корпоративних цінних паперів. Зниження процентних ставок за державними паперами серед інших факторів

може спричинити зниження ставок за банківським кредитом та корпоративними облігаціями. Таким чином, здешевлюється кредит та заохочується підприємництво. У разі підвищення ставок за державними цінними паперами відбувається зворотне.

Варто підкреслити, що застосування регулюючих функцій державних цінних паперів можливе лише в умовах цивілізованих відносин щодо державного боргу. Це включає: відсутність прямого кредитування дефіциту бюджету Національним банком України, оформлення боргових зобов'язань через емісію цінних паперів, ведення обліку операцій з державним боргом тощо. Основними функціями державних цінних паперів є:

1. Фінансування дефіциту державного бюджету неінфляційної основи, тобто без додаткового випуску грошей на обіг:

-коли витрати бюджету на певну календарну дату перевищують наявні у його розпорядженні кошти на цю дату (касовий дефіцит).

Проблему касового дефіциту можна назвати перманентною для українського бюджету. Зазвичай, проблема вирішується у вигляді випуску державних боргових зобов'язань, розміщення яких може здійснюватися досить оперативно. На українському ринку державних боргових зобов'язань для погашення касового дефіциту використовується механізм додаткових розміщень ДБО на вторинному ринку, що дозволяє в дуже короткий термін отримати необхідні бюджету кошти.

-коли надходження доходів протягом місяця чи кварталу виявляються менше, ніж необхідно коштів у тому періоді на фінансування видатків бюджету (сезонний дефіцит);

-коли за підсумками року доходи бюджету менші від його видатків і цей дефіцит не покривається за рахунок надходжень до бюджету наступного року (річний дефіцит).

2. Фінансування державних програм у сфері житлового будівництва, розвитку інфраструктури, соціального забезпечення та інше.

3. Регулювання економічної активності, включаючи контроль за грошовою масою у циркуляції, вплив на цінову динаміку та рівень інфляції, управління витратами та визначення напрямків інвестування, стимулювання економічного зростання, підтримку платіжного балансу тощо.

4. Згладжування нерівномірності надходження податкових платежів.

Наприклад, Казначейство (Міністерство фінансів) Великобританії емітує іменні податково-депозитні сертифікати, які можуть за бажання їхніх власників або в будь-який час повернутись назад, або бути використані при сплаті податків [27, с.29]. У випадку сплати податків пропонуються підвищені відсотки, завдяки чому інтерес платників до завчасного внесення сум податкових платежів зростає та знижується ймовірність касових розривів бюджету.

5. Забезпечення комерційних банків надійними та ліквідними резервними активами.

Випуск державних цінних паперів, щодо доцільності випуску державних цінних паперів залежить від таких умов: величини державного боргу, розміру бюджетного дефіциту, темпів інфляції, довіри потенційних покупців до державних цінних паперів, наявності вільних коштів у потенційних покупців, прибутковості державних цінних паперів у порівнянні з альтернативними вкладенням коштів, надання податкових пільг, розвитку первинного та вторинного ринку цінних паперів, впливу політичних подій на курс державних цінних паперів.

Випуск державних цінних паперів відволікає величезні кошти з грошового ринку на потреби держави, і це веде до підвищення вартості грошових коштів, підвищення процентних ставок за кредитами та депозитами та ін. Тому випуск державних цінних паперів має узгоджуватися із загальними принципами грошово-кредитної, фінансової та антиінфляційної політики. Потрібні точні розрахунки основних параметрів випуску державних цінних паперів.

Але, незважаючи на це, в Україні, наприклад, державні цінні папери на сьогоднішній момент є найбільш ліквідними цінними паперами на фондовому ринку через їхнє забезпечення державою (якщо не брати до уваги цінні папери іноземних емітентів).

Цілком природно, що найвищий рівень надійності ДЦП для вкладення коштів і мінімальний ризик втрати вкладеного в ДЦП капіталу - одна з головних переваг перед будь-якими іншими цінними паперами практично в усіх країнах.

Як правило, емітентом ДЦП від держави виступає Міністерство Фінансів. Агентами ж із розміщення та обслуговування випусків ДЦП можуть виступати комерційні банки та професійні учасники ринку цінних паперів. Основними інвесторами, залежно від виду ДЦП, що випускаються, є: населення, пенсійні та страхові компанії та фонди, банки, інвестиційні компанії та фонди.

Як зазначалося вище, майже у всіх країнах із ринковою економікою ДЦП займають особливе місце на фондовому ринку. У структурі ДЦП окремих країн найбільшу питому вагу займають [28, с.244]:

1. За термінами обігу - середньострокові і довгострокові державні цінні папери (у США, наприклад, понад 60 % ринку ДЦП займають середньострокові цінні папери, а Японії понад 90 % - довгострокові).

2. За видом емітенту - цінні папери Уряду (існують також державні цінні папери, що випускаються місцевими органами влади та державними установами).

3. За формою обігу - ринкові ДЦП, які можуть вільно обертатися (перепродаж) після їх первинного розміщення.

4. За способами виплати доходів - відсоткові ДЦП (з фіксованою або плаваючою ставкою) та дисконтні цінні папери (що розміщуються за ціною, нижчою за номінальну).

Від успіху розвитку ринку ДЦП сьогодні залежить успіх розвитку економічної політики держави, яка відкриває можливості подолання сучасних

труднощів. Потрібно також враховувати, що формування ринку ДЦП належить до необхідних і важливих напрямів розвитку всієї системи ринкових відносин у країні. Крім того, емісія цінних паперів дуже впливає і на інші фінансові ринки, у тому числі дозволяє відволікати кошти з валютного ринку, сприяючи стабілізації курсу національної валюти [29].

При дослідженні ринку ДЦП необхідно визначити проблеми з якими пов'язано розширення ринку ДЦП та перспективи його подальшого розвитку.

По-перше, збільшення державних зобов'язань за принципом своєїрідної фінансової «піраміди», коли погашення державних цінних паперів та виплата доходу за ними відбувається в основному за рахунок їх нових випусків. Елементи «піраміди» характерні для внутрішнього державного боргу різних країн. Небезпека полягає, однак, у тому, що на певному етапі важче продавати на ринку зростаючі випуски державних облігацій і витрати на обслуговування боргу можуть перевищити прибуток, який бюджет отримає від розміщення державних цінних паперів [9, с.36]. Ця небезпека особливо гостро відчувається в період спаду виробництва.

По-друге, розширення ринку високодохідних державних зобов'язань відволікає значні кошти та може обмежити можливості інвестування в економіку. Суперечність полягає в тому, що випуск державних цінних паперів, з одного боку, сприяє зниженню інфляції та створенню умов для інтенсивного інвестування, якого гостро потребує національна економіка країни, а з іншого - поглинає частину коштів, які могли б перетворитися на інвестиції. Важливо намагатися мінімізувати негативні наслідки цієї суперечності.

Багато країн з ринковою економікою вже мають значний сегмент ринку державних цінних паперів. Різноманітність досвіду, що у цій галузі, знаходить своє відображення у різних видах і формах державних цінних паперів, що випускаються в окремих країнах, масштабів національних ринків ДЦП та його учасниках, порядку розміщення цінних паперів та особливостях їх оподаткування. Безумовно, існуючий тут досвід має значення для формування та розвитку ринку державних цінних паперів в Україні [30].

Вивчаючи цей досвід, не можна не бачити специфіки побудови та функціонування ринку ДЦП у кожній країні. З цієї причини український ринок ДЦП не може бути побудований як «копія» відповідного ринку будь-якої іншої країни, навіть такої, як США, Японії або Великобританії. Взаємопов'язаність всіх елементів господарської системи у кожній країні не дозволяє просто взяти для побудови ефективного ринку державних цінних паперів в Україні «найкращі» елементи цього ринку, який існує в інших країнах. Доцільно врахувати можливості використання світового досвіду розвитку ДЦП для нашої країни:

-по-перше, ринок державних цінних паперів в Україні та його подальший розвиток повинен відповідати загальним напрямкам розвитку вітчизняного ринку;

-по-друге, розвиток ринку ДЦП в Україні має відповідати загальним тенденціям розвитку світового ринку цінних паперів та враховувати сучасні форми та методи його функціонування.

Переважає більшість державних цінних паперів є борговими зобов'язаннями, які випускаються з метою акумуляції фінансових ресурсів шляхом розміщення позик. Позики держави є кредитні відносини, у яких позичальником виступає держава, а кредиторами юридичні та фізичні особи. Хотілося б наголосити, що держава є саме позичальником, а не просто боржником. Позичальник не є власником коштів, що позичаються, він виступає лише їх тимчасовим власником, повертає вартість, отриману в тимчасове користування і сплачує при цьому більше, ніж брав у кредитора, тобто сплачує позичковий відсоток [17].

Запозичення коштів державою призводить до формування державного боргу. Здається, щоб визначити місце і роль держпозик в економіці, треба, перш за все, проаналізувати боргову проблему. Наявність бюджетного дефіциту та зростаючого державного боргу розглядалося як вкрай негативна властивість, властива виключно економікам буржуазних держав. Водночас в економічних дослідженнях зарубіжних авторів проблема державної

заборгованості та її вплив на економіку займала одне із центральних місць уже не один десяток років.

До 30-х років XX століття існувала думка що бюджет має бути збалансовним, а державний борг – тягар для майбутніх поколінь.

Адам Сміт у своїй роботі «Дослідження причин і природу багатства народів» [133] негативно ставився до кредитування державних витрат, оскільки воно зменшує багатство нації, підвищує податковий тягар та перешкоджає накопиченню капіталу. А. Сміт пов'язував проблему державного боргу з фінансуванням державних видатків у воєнний час. У мирний час борги, пов'язані з війнами не зникають, а ще більше зростають через проблеми погашення заборгованості та обслуговування процентних платежів, що веде до підвищення податків. «Політика державної заборгованості поступово послаблювала кожну державу, яка нею скористалася. Там, де державний борг одного разу перевищив певний рівень, майже ніколи не вдавалося, наскільки мені відомо, його справедливо погасити», - писав А. Сміт [133]. Негативно до фінансування державних витрат за рахунок боргу ставився і Д. Рікардо [130]. Згідно з його теорією, платники податків у цьому випадку не розглядають фактичний розмір майбутніх зобов'язань щодо оплати відсотків за рахунок податків як тягар, що веде до зменшення капіталу, і вважають себе багатшим, ніж у разі податкового фінансування.

Можна сказати, що державні борги розглядалися представниками класичної політичної економії як зло, у тому числі податки – найменше. Зростаюча державна заборгованість несе з собою, на їхню думку, багаторазове збільшення споживчого попиту, що за умов економіки повної зайнятості неминуче веде до інфляційного підвищення цін.

З аргументацією такого роду можна погодитися, зазначивши при цьому, що подібний підхід до оцінки ролі державного боргу загострює увагу лише на негативних проявах, применшуючи позитивне значення цього фінансового інструменту.

Ідеї протилежної спрямованості по відношенню до державного боргу розвивав Адольф Вагнер, один із представників німецької історичної школи. Грунтуючись на відкритому їм «законі зростання державної активності». А. Вагнер розглядав діяльність держави, як економічно продуктивну, а всі державні витрати ділив на постійні та надзвичайні. Постійні — це витрати, які регулярно виникають у процесі нормальної діяльності держави, тому добре піддаються плануванню та фінансується за рахунок податкових зборів. Надзвичайні витрати пов'язані з фінансуванням тих державних функцій, які не можуть бути заздалегідь передбачені (витрати на ліквідацію наслідків стихійних лих, аварій та тощо). Ці надзвичайні витрати, на його думку, мають фінансуватися переважно за рахунок державних позик.

Розвиток теорії державного боргу після кризи 30-х років XX століття пов'язаний з ім'ям Джона Кейнса, який заклав новий підхід до питання про роль і місце держави у суспільному відтворенні, відводячи державним фінансам одне з найважливіших місць у практиці регулювання економіки [126]. Відповідно до теорії Дж. Кейнса, з дії відкритого їм «основного психологічного закону», макроекономічне рівновагу встановлюється лише на рівні обмеженого обсягу виробництва, не забезпечує повної зайнятості, як наслідок - скорочує споживання. Дж. Кейнс пропонував стимулювати споживання за рахунок додаткових державних витрат через запозичення державою накопичень приватного сектора. Кейнс вважав, що значення має сам факт додаткових витрат, його мультиплікуючий ефект.

Проблеми державного боргу та бюджетного дефіциту було розглянуто послідовниками Кейнса: А. Хансеном, Є. Домаром, А. Лернером. Державний борг та бюджетні дефіцити, на їхню думку, діють як «вбудований стабілізатор» відтворювального циклу. Бюджетний дефіцит стимулює споживання, зростання виробництва та скорочення безробіття через механізм мультиплікатора державних витрат. У фазі кризи в умовах недовикористання виробничих потужностей приріст попиту, що стимулюється збільшенням державного боргу, згладжує кризові процеси. У фазі економічного зростання

податкові платежі зростають та за рахунок активного сальдо бюджету державний борг погашається. При цьому темпи зростання національного доходу мають передувати темпам зростання державного боргу і тягар для нації скорочуватиметься. Завдяки цьому напряду держава одержала право як монетарно, так і у вигляді інших антициклічних заходів реально втрутитися у економіку і вирішувати завдання стимулювання структурної перебудови. Гостра проблема, що виникає при даному підході – це неоднакові тривалість та глибина спадів та підйомів в економічному циклі.

Економіка західних країн з середини 70-х років зіткнулася не лише з глибокими циклічними кризами та загасанням темпів економічного зростання, а й із низкою структурних криз: енергетичною, сировинною, економічною, валютно-фінансовою. Ця криза стала і кризою кейнсіанської моделі державного регулювання, що спровокувало нову неоконсервативну модель регулювання.

Монетаристи бачать у грошовому реченні єдиний найважливіший чинник, який безпосередньо визначає рівень виробництва та зайнятість. Інакше кажучи, саме зміни у кредитно-грошовій сфері надають домінуючий вплив на загальну господарську кон'юнктуру.

Сутність кредитно-грошової політики полягає у зміні обсягів грошової маси з метою досягнення такого рівня виробництва, що характеризується повною зайнятістю та відсутністю інфляції. Під час спаду для стимулювання витрат відбувається збільшення грошової пропозиції, зване політикою «дешевих грошей» та зменшення грошової пропозиції у разі інфляції для скорочення витрат та стримування інфляційного тиску, зване політикою «дорогих грошей».

Щодо бюджетних дефіцитів, то вони дестабілізують економічну систему і не є стимуляторами економічного зростання. Представники монетаризму виступають проти використання державного боргу як інструмент стабілізаційної політики.

Представник теорії раціональних очікувань С. Бріттан в аналізі ролі та місця держзапозичень у макроекономічному регулюванні сформулював концепцію «прямого чи ультрараціонального» витиснення [115]. На його думку, такий відтиск відбувається у тих випадках, коли держава за рахунок позик виробляє інвестиції. Додаткові державні інвестиції призводять до зниження віддачі конкуруючих приватних капіталовкладень. Відтак приватні інвестиції будуть скорочені. Як і класики, державні позики С. Бріттан ототожнював із податками.

Таким чином, випуск державних облігацій на певну суму призводить до скорочення споживання та збільшення заощаджень приватного сектора на цю суму. Однак, згідно з висновками динамічної теорії оптимального оподаткування, якщо в даний період будь-яке підвищення податкових доходів пов'язане із суттєвими витратами та втратами, які через кілька років можуть знизитися, то в даний час є сенс збільшувати державний борг, який буде погашений за рахунок майбутніх податкових надходжень до бюджету. При цьому податкове навантаження перекладається на майбутні періоди. Основний сенс управління тимчасовою динамікою боргу полягає в обліку міжчасових взаємозв'язків макроекономічних змінних та акцент на згладжуванні коливань реального податкового навантаження.

Ознайомившись з різними підходами до вирішення проблеми регулювання ринкового господарства, розглянувши різні позиції щодо допустимості бюджетного дефіциту та державного боргу можна зробити наступний висновок. Існування протилежних поглядів на дефіцитне фінансування державних витрат (за допомогою випуску державних боргових зобов'язань) зумовлено двоїстим характером державного боргу. З одного боку, державний борг це інструмент державного регулювання економіки, з іншого – є свідченням економічної та соціальної кризи. Ця двоїстість обумовлює суперечливість впливу форм його прояви на економіку, яка виражається:

- у стабілізаційному та дестабілізуючому впливі на стан державного бюджету, грошового обігу, ставку позичкового відсотка, рівні споживання, заощадження, інвестицій;

- у стимулюючому та стримуючому впливі на динаміку та темпи економічного зростання;

- у рівномірному розподілі у часі реального податкового навантаження, з одного боку, і створенні реального економічного тягаря для майбутніх поколінь - з іншого.

Теоретичною основою для покращення оцінки ефективності роботи банків на ринку державних цінних паперів виступають різноманітні теорії фінансового ринку.

Постійне протиріччя між зростаючими суспільними потребами та обмеженими ресурсами держави для їх задоволення вимагає звернення до кредитного фінансування. Це особливо актуально під час кризи, коли дефіцит бюджету стає звичним фінансовим явищем.

Можливі джерела покриття дефіциту бюджету включають: підвищення податків, емісію грошей, прямий кредит цінних паперів, зовнішні запозичення та внутрішні запозичення [3; 7].

При виборі джерела фінансування дефіциту державного бюджету необхідно врахувати наступне:

1. Під час кризи надходження податків зменшуються через спад виробництва, і їхнє збільшення може остаточно підірвати стимули до розвитку, що спричинить стагнацію. Підвищення непрямих податків тільки посилить соціальну напруженість.

2. Випуск грошей для покриття дефіциту бюджету веде до інфляції та дестабілізації фінансової системи.

3. Прямий кредит центрального банку уряду також сприяє інфляції, оскільки це фактично казначейська емісія для покриття дефіциту бюджету. Тому в країнах з ринковою економікою таке кредитування обмежене або заборонене.

4. Залучення іноземних позик не завжди можливо в потрібному обсязі, і часто це обмежує економічну незалежність країни.

Позики на внутрішньому ринку часто є оптимальним способом покриття бюджетного дефіциту. Емітуючи державні цінні папери, уряд може швидко залучити значні фінансові ресурси на добровільних засадах з умовами повернення, платності та терміновості. Це дозволяє стабілізувати економіку, протидіяти інфляції, стимулювати економічне зростання шляхом збільшення попиту, регулювати розподіл фінансових ресурсів між різними галузями, а також впливати на політику.

Однак, попри численні переваги, ДЦП не завжди позитивно впливають на фінансовий стан економіки. Емісія таких паперів відволікає кошти з фінансового ринку, які могли б бути використані безпосередньо у виробництві. Це підвищує вартість фінансових ресурсів (процентні ставки за кредити), що змушує скорочувати інвестиції у виробництво. Виникає ефект витіснення, коли капітал перетікає з виробничої сфери в сферу обігу, що призводить до зниження темпів економічного зростання та падіння обсягів виробництва, поглиблюючи кризові явища. Під час кризи національний борг зростає.

На думку низки економістів, ситуація вважається керованою, коли державний борг не перевищує 50% ВВП, а бюджетний дефіцит не перевищує 2-3%. Високий рівень боргу у ВВП призводить до значних витрат на його обслуговування. Якщо темпи зростання реальних витрат на обслуговування державного боргу значно перевищують економічне зростання, доходи від нових випусків державних цінних паперів стають меншими за витрати на обслуговування загального боргу [3; 7]. Це призводить до так званої «боргової пастки», яка при економічному спаді є неминучою.

Перерозподільна функція ДЦП відображає негативну тенденцію концентрації капіталу та доходів. Йдеться про перерозподіл капіталу від осіб, які сплачують підвищені податкові суми, необхідні для обслуговування державного боргу одержувачам відсоткових платежів. Вважається, що

тримачами ДЦП є найзаможніші групи населення, отже, виплата відсотків за боргом ще більше збільшує соціальну диференціацію.

Отже, державні цінні папери можуть стабілізувати або дестабілізувати грошовий обіг, стимулювати або стримувати економічне зростання, рівномірно розподіляти податковий тягар при фінансуванні великих інвестиційних проектів, з одного боку, та створювати економічний тягар для майбутніх поколінь, з іншого.

Теоретичний та методологічний аналіз природи цінних паперів дозволяє зробити такі висновки: цінні папери є матеріальними носіями капіталу, який має віртуальну природу. Вони опосередковують отримання доходу від капіталу та виступають формою потенційного фінансового капіталу.

Кількісна характеристика капіталу, представленого цінними паперами, полягає в тому, що титул власності має ціну. Вона має ірраціональний характер, оскільки її економічна складова формується методами дисконтування капіталу і зрештою визначається накопиченням та відтворенням реального капіталу.

1.2. Роль банківських установ на ринку державних цінних паперів України

Ринок державних цінних паперів є ключовим сегментом фінансового ринку та активно взаємодіє з банківським сектором. Основна мета цього ринку у сучасній економіці полягає у забезпеченні фінансування державних витрат у випадках, коли бюджетні кошти обмежені. В розвинених країнах накопичено значний досвід у керуванні державним боргом, переважно за допомогою ринкових механізмів, що включають в себе різноманітні фінансові інструменти. Ці інструменти призначені для ефективного впливу на обсяг та структуру державного боргу з метою його оптимізації. [33, с. 184]. За світовим досвідом, одним із засобів здійснення такої стратегії є державні облігації, що видаються у

формі облігаційних зобов'язань з визначеним строком погашення.

У сучасних умовах значне зростання обсягів державного боргу та боргового навантаження спостерігається у багатьох країнах світу. Промислово розвинені країни є найбільшими кредиторами світової економіки та одночасно мають значні обсяги державних боргів в абсолютному та відносному вираженні (рис. 1.4).

Наприклад, країни з найбільш розвинутими фінансовими ринками, такі як США, Японія та Великобританія, мають лише 25-40% державного боргу відносно ВВП. Це показує, що в сучасній ринковій економіці до традиційної функції державних цінних паперів як засобу безінфляційного покриття дефіциту державного бюджету додається використання їх для регулювання економічного зростання. Тому випуск державних облігацій, їхні строки та час розміщення залежать більше від потреб регулювання фінансового ринку та фінансування державних програм у сферах інфраструктури, соціального забезпечення та інших, а не лише від дефіциту бюджету. Це відображає посилений вплив держави на економічний розвиток, платіжний баланс, інфляцію та інвестиційну активність.

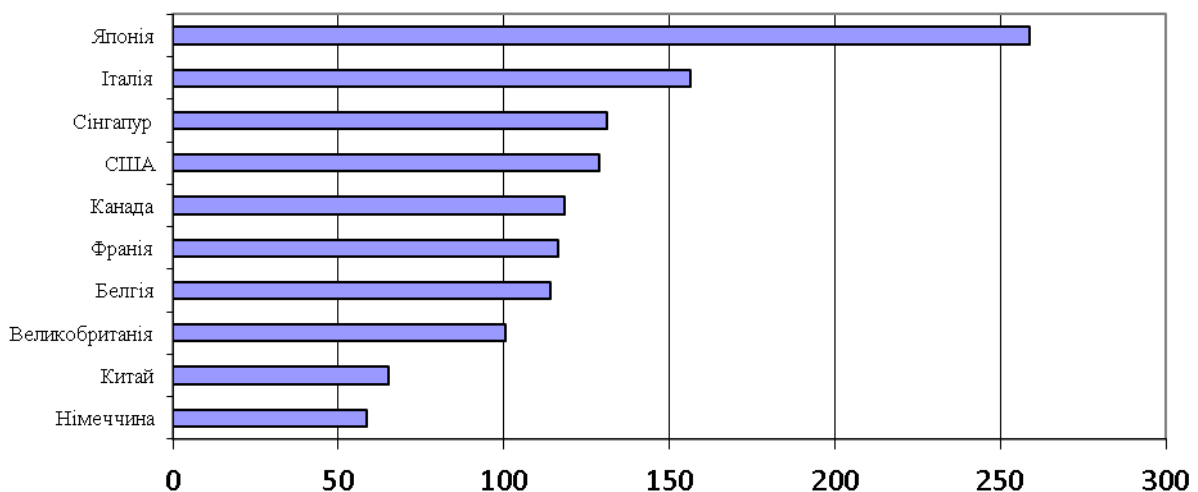


Рис. 1.4. Співвідношення між державним боргом та ВВП у різних країнах світу, 2020 р.

Джерело: складено автором на основі [5; 6]

Під час кризових періодів зазвичай обмежується вибір інструментів для контролю державного боргу, і структура боргового портфеля може погіршуватись через спад попиту інвесторів, масовий відтік капіталу та обмеження доступу до міжнародного капіталовкладення. Багато країн з високим рівнем доходів на душу населення впроваджують небачені раніше за розмірами економічні стимули, в яких ключову роль відіграють (табл. 1.1):

– забезпечення стабільності фінансової сфери (зниження процентних ставок до практично нульового рівня, проведення рекапіталізації та націоналізації банків, розширення державних гарантій на вклади населення, викуп проблемних банківських кредитів);

– активне фіскальне стимулювання (шляхом зменшення податкового тягара та збільшення видатків на підтримку окремих галузей економіки та всієї банківської системи).

Це спричинило значне зростання державного боргу, а для країн ЄС – до початку боргової кризи.

Таблиця 1.1

Основні інструменти боргової політики по групах країн

Країна	Впровадження нових цінних паперів та зміна складу цінних паперів	Зміна процедур та механізмів розміщення позик	Операції на відкритому ринку
Розвинуті країни			
Белгія	+	+	+
Німеччина	+		
Італія		+	+
Нідерланди	+		+
Великобританія	+	+	+
США	+		+
Країни, що розвиваються			
Бразилія			+
Угорщина	+		+
Корея	+		+
Мексика		+	+
Польща	+	+	+
Туреччина	+	+	+

Джерело: побудовано автором за [34; 35]

З огляду на це, значущість державних цінних паперів як важливого економічного інструменту посилюється, оскільки вони сприяють:

- визначенню реальної вартості обслуговування державного боргу через ринкове встановлення ставок за державними облігаціями;
- формуванню орієнтирів для ринкових ставок на інші фінансові та грошові інструменти, оскільки ставки за короткостроковими державними облігаціями слугують базовою точкою для порівняння різноманітних інвестицій;
- наданню ринковим учасникам надійного та ліквідного інструменту для тимчасового розміщення фінансових ресурсів, який є конкурентоспроможним щодо існуючих комерційних фінансових інструментів;
- розвитку мережі комерційних посередників, що підтримують ринок ДЦП та залучають різні групи інвесторів;
- впровадженню сучасних електронних технологій для торгівлі, розрахунків та депозитарного обліку.

У країнах з ринковою економікою сьогодні ринок державних цінних паперів стає ключовим фінансовим сегментом разом з фондовим ринком. Тому вплив на його розвиток у цих країнах відображає загальні тенденції в усьому ринку цінних паперів, зокрема фондовому. [36, с.78]. Роль біржового ринку в економіці кожної держави визначається історично утвореними умовами кредитної системи, часткою участі акціонерних підприємств у формуванні ВВП, рівнем розподілу власності на цінні папери та значущістю акцій та облігацій як об'єктів інвестування капіталу, розвиненістю ринку та участю фінансових установ у його обігу.

Внутрішній державний борг України формується через випуск облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), який здійснює Міністерство фінансів за вказівкою Кабінету Міністрів. Ці цінні папери розміщуються виключно на внутрішньому ринку і можуть бути номіновані як у національній, так і в іноземній валюті. Національний банк України виконує функції генерального агента, відповідального за випуск і погашення ОВДП. Крім НБУ, значну роль у розвитку ринку державних боргових інструментів і формуванні внутрішнього

боргу відіграють банки. Їх основна діяльність у цій сфері включає інвестування (створення портфелів цінних паперів) та посередницькі операції (перерозподіл фінансів через купівлю-продаж на фондовому ринку) [12; 38, с.9].

Завдяки залученим коштам держава змогла профінансувати понад 200 днів оборони та захисту, що еквівалентно 15% ВВП України у 2023 році. В обігу наразі перебуває ОВДП на понад 1,6 трлн грн, із яких частка комерційних банків – 42,2%, Нацбанку – 41,5%, юридичних осіб – 10%, фізичних осіб – 3,8%, нерезидентів – 2,4%, територіальних громад – 0,1%.

За даними ПриватБанк загальний обсяг інвестицій банку та його клієнтів у державні папери перевищує 316 млрд грн. Здебільшого клієнти банку інвестують у гривневі ОВДП (64,5%), та облігації в доларах США (33,7%). 80% клієнтів при погашенні ОВДП реінвестує кошти у ці ж цінні папери.

Згідно інформації Ощадбанк придбав ОВДП у власний портфель та за замовленням клієнтів на 154,23 млрд грн, з них 26,6 млрд грн – з початку 2024 року, 65,29 млрд грн – у 2023 році та 62,34 млрд грн – у 2022 році.

Обсяг вкладень фізичних осіб з 2016 року зріс приблизно у 600 разів, а з 24 лютого 2022 року – у 2,5 раза (до 62 млрд грн). Юридичні особи збільшили свої інвестиції в ОВДП у сім разів з 2016 року та вдвічі з початку повномасштабного вторгнення – до 162,9 млрд грн. З січня 2022 по березень 2024 року виплачено купонного доходу українським фізичним і юридичним особам (без банків) на 31,5 млрд грн, а іноземним – 19 млрд грн, що в сумі становить 50,5 млрд грн. Міністерство фінансів 21 травня 2024 року на аукціоні з розміщення облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) залучило до державного бюджету 10,5 млрд грн [40].

Особливої актуальності для України питання набуло із прийняттям Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2021–2024 роки, якою передбачено зменшення частки боргу у іноземній валюті, що передбачає активізацію розвитку внутрішнього ринку державних боргових цінних паперів.

Нормативно-правове підґрунтя інвестування у державні облігації становлять:

– Бюджетний кодекс України, яким передбачається використання позикових коштів від державних (місцевих) внутрішніх та зовнішніх запозичень в якості джерел фінансування бюджету. Також, джерелами формування спеціального фонду Державного бюджету України в частині фінансування є кредити (позики), що залучаються державою від іноземних держав, іноземних фінансових установ і міжнародних фінансових організацій для реалізації інвестиційних проектів [17];

– Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», який визначає державними цінними паперами – облігації України, казначейські зобов’язання України, фінансові казначейські векселі, державні деривативи; визначає види державних облігацій (довго-, середньо- та короткострокові; облігації внутрішньої державної позики України та облігації зовнішніх державних позик України; іменними або на пред’явника; в іноземній та в національній валюті) [85].

Суттєвим стимулом для банків щодо вкладення коштів у ОВДП є його низький ризик та відносно високий дохід. Наприклад, порівняння поточних відсоткових ставок за облігаціями внутрішньої державної позики в Україні з аналогічними в інших країнах світу свідчить про те, що дохідність вітчизняних ОВДП є вищою. У багатьох розвинених країн вона не перевищує 1%. Наприклад, Франція (0,271%), Бельгія (0,242%), Нідерланди (0,031%), Японія (0,085%), Іспанія (0,601%), Португалія (0,611%), Швеція (0,443%), Велика Британія (0,871%) [92, с.213]. У таблиці 1.2 наведено вибіркові показники дохідності за довгостроковими державними облігаціями та облікова ставка у країнах світу станом на 12.07.2023 р.

Вибірка демонструє, що чим вище перебуває країна у кредитному рейтингу, тим тіснішою є кореляція між обліковою ставкою центрального банку та дохідністю облігацій. До того ж, спостерігаємо, що у країн з високим кредитним рейтингом – від’ємне значення облікової ставки [44; с.160].

Таблиця 1.2

**Дохідність до погашення 10-річних державних облігацій різних
країн станом на 12.07.2023 р.**

Країна	Рейтинг S&P	Дохідність до погашення 10-річних облігацій, %	Облікова ставка центрального банку, %
Японія	A+	0.470	-0.10
Швейцарія	AAA	1.048	1.75
Португалія	BBB+	3.304	4.00
Греція	BB+	3.968	4.00
Польща	A-	5.622	6.75
Сербія	BB+	6.296	6.25
Україна	CCC	22.350	25.00
Єгипет	B	23.351	18.25
Замбія	SD	30.300	9.50

Джерело: вибірка з [92]

Це вказує на те, що іноземні інвестори, бажаючи отримати більший дохід, обирають Україну, де є можливість значно більшого прибутку порівняно з іншими країнами зі стабільнішою економікою. Це також дозволяє банкам в Україні урізноманітнити свої активи та підвищити стабільність і конкурентоспроможність, отримуючи при цьому високий дохід з невеликим ризиком. Крім того, банки використовують ОВДП для отримання рефінансування від Нацбанку. Динаміка обсягів операцій банків України з цінними паперами за період 01.01.2020 – 01.01.2022 наведено в таблиці 1.3.

Таблиця 1.3

**Динаміка обсягів операцій банків України з цінними паперами за
період 01.01.2020 – 01.01.2022**

Показник	Станом на			Темп приросту, %	
	01.01.2020	01.01.2021	01.01.2022	2020	2021
Портфель цінних паперів банків України, млн.грн	538943,0	791345,0	829887,0	46,83	4,87
у т.ч. ОВДП, млн.грн.	334283,1	518604,1	546066,6	55,14	5,30
у т.ч. що рефінансуються НБУ, млн. грн.	518672,6	750579,4	817084,2	44,71	8,86
Сукупні активи банків, млн.грн.	1981594,4	2205914,9	2358324,4	11,32	6,91
Коефіцієнт активності інвестиційної діяльності банків України,	27,20	35,87	35,19	31,9	-1,91
Питома вага ОВДП у портфелі ЦП банків, %	62,03	65,53	65,8	5,66	0,41
Питома вага ОВДП у сукупних активах банків, %	16,87	23,51	23,15	39,36	-1,51
Питома вага ЦП, що рефінансуються НБУ у портфелі ЦП банків, %	96,24	94,85	98,46	-1,44	3,80

Джерело: складено автором за даними [6]

Дані з таблиці 1.3 демонструють, що банки активно приймають участь на ринку цінних паперів і постійно розширюють свій інвестиційний портфель. Наприклад, на початку 2022 року коефіцієнт активності інвестицій банків склав 35,19%. Особливу увагу заслуговує частка ОВДП у їхньому портфелі, яка станом на 01.01.2020 року становила 62,03% і показує стабільний зріст у наступні періоди. Важливо відзначити, що така ситуація може мати певні ризики, оскільки інвестуючи в ОВДП, банки можуть зазнавати втрат та обмежувати кредитування економіки. У той же час, високий рівень вкладень банків у цінні папери, які рефінансує Національний банк, свідчить про високу якість інвестиційного портфеля банків.

Щоб розібратися, які саме банки відіграють ключову роль у процесі інвестування у державні облігації, проведемо структурний аналіз обсягів інвестицій у ОВДП залежно від груп банків (табл. 1.4).

Таблиця 1.4

Динаміка обсягу коштів, інвестованих в ОВДП у розрізі груп банків за період 01.01.2019 – 01.01.2022

Група банків	01.01.2019		01.01.2020		01.01.2021		01.01.2022	
	тис.грн	%	тис.грн	%	тис.грн	%	тис.грн	%
Банки з державною часткою	338775183	90	285381007	85	402388727	78	369397972	68
Банки іноземних банківських груп	18282680	5	31446457	9	56652126	11	71291058	13
Банки з приватним капіталом	19756832	5	17455622	5	59563338	11	105377581	19
Усього по платоспроможним банках	376814695	100	334283085	100	518604192	100	546066611	100

Джерело: складено автором за даними [6]

З таблиці 1.4 видно, що найбільший інтерес до державних облігацій проявляють банки з державною участю. Це пояснюється декількома причинами. По-перше, великі обсяги облігацій у портфелі державних банків переважно є наслідком їх капіталізації після кризи 2014–2016 років. По-друге, державні банки мають складні стандарти управління ризиками, тому вони ставлять переважний акцент на інвестиції у менш ризиковані інструменти, такі як державні облігації [89]. Крім того, банки з державною участю мають меншу схильність до кредитування бізнесу та населення, ніж приватні та зарубіжні банки.

Аналізуючи структуру власності ОВДП, що перебувають в обігу можна описати інвестиційні настрої окремих суб'єктів інвестування на ринку. У таблиці 1.5 відображено структуру власності ОВДП у 2017–2023 рр.

Таблиця 1.5

Структура власності інвесторів в ОВДП 2017–2023 рр., %

Суб'єкти інвестування / роки	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
НБУ	54,08	47,27	43,77	37,79	31,87	43,37	47,30
Банки	42,78	47,95	43,18	46,85	50,46	42,91	38,14
Юридичні особи	3,04	2,95	3,05	3,29	4,87	5,46	8,09
Фізичні особи	0,10	0,47	1,17	0,81	1,81	2,38	2,96
Нерезиденти	-	1,36	8,83	11,25	10,98	5,84	3,37
Територіальні громади	-	-	-	-	-	0,04	0,14

Джерело: побудовано автором за [92]

У 2020 році державні банки фактично виконували роль агентів з розміщення державного боргу, хоча це не є їхньою основною функцією. Особливо помітний був зріст обсягу державних облігацій у портфелі АБ «Укргазбанк», який збільшив обсяг на 109% [6]. У той час як можливості приватних та зарубіжних банків інвестувати в державні облігації зазвичай обмежені внутрішніми політиками управління ризиками. Це особливо стосується зарубіжних банків, які обмежені материнськими структурами щодо обсягу інвестицій у державні цінні папери без інвестиційного рейтингу [92].

Як зазначалося раніше, банки на фондовому ринку виступають не лише як інвестори, але й як посередники. Фізичні та юридичні особи без ліцензії не можуть купувати облігації у Міністерства фінансів України, проте вони можуть звернутися до уповноваженого банку [5].

У країнах з високорозвинутою ринковою економікою, грошовий капітал переважно знаходиться в руках інституційних інвесторів, які виявляють стабільність у своїх інвестиційних пропозиціях. Роль комерційних банків на фінансовому ринку, особливо на ринку державних цінних паперів, є менш

активною, оскільки вони піддаються значному впливу різноманітних ринкових факторів. Уряд та місцеві органи влади виступають основними позичальниками на ринку державних цінних паперів, в той час як підприємницький сектор виступає головним споживачем капіталу на фондовому ринку.

У світі, попит на ДЦП формується під впливом кількох основних факторів, зокрема, їхньої прибутковості, надійності (рівня ризику, пов'язаного з можливими збитками) та ліквідності. Зазвичай, ДЦП вважаються найбільш надійними інструментами фінансового ринку, оскільки вони гарантовані державою, яка має достатні фінансові ресурси. Це стає можливим завдяки тому, що держава майже ніколи не стає банкрутом, тому її облігації вважаються еталоном надійності на фінансовому ринку. Одним з головних законів світового фінансового ринку є те, що чим вищий рівень надійності цінних паперів, тим нижча їхня доходність, і навпаки. Ця закономірність спостерігається на розвинених фінансових ринках, а також у взаємозв'язку між ліквідністю та доходністю цінних паперів. Звичайно, національні банки виступають "маркет-мейкерами" на ринках державних цінних паперів, забезпечуючи ліквідність ДЦП, коли пропозицій на продаж більше, ніж заявок на купівлю. У таких випадках національні банки зазвичай здійснюють підтримку, купуючи ДЦП, щоб пізніше їх продати.

Отже, високий рівень ліквідності та надійності державних цінних паперів спричиняють той факт, що серед усіх фінансових інструментів, які надходять на ринок, державні цінні папери є найменш рентабельними.

У багатьох країнах з розвинутою ринковою економікою функціонують складні механізми взаємозв'язку між рентабельністю державних цінних паперів та іншими фінансовими інструментами, що пропонуються на ринку. Наприклад, на американському фінансовому ринку стабільною вважається ситуація, коли різниця у рентабельності між високодохідними цінними паперами корпорацій і державними облігаціями складає близько 4%. Якщо цей розрив зменшується, інвестори ухиляються від інвестування в цінні папери корпорацій, що призводить до зниження їхньої ціни та, відповідно, до зростання рентабельності. Подібні

механізми "балансування" рентабельності державних цінних паперів та акцій діють і в інших країнах.

Окрім цього, доходність ДЦП залежить також від інших факторів, таких як строк обігу, ринкова вартість позикового капіталу на момент емісії, рівень інфляції в країні, додаткові пільги, гарантії тощо. Один з ключових чинників, що визначає рівень прибутковості облігацій, - це тривалість періоду обігу. Облігації, що випускаються на довгий термін, приносять вищі відсотки порівняно з тими, що розміщені на короткі періоди.

У світовій практиці відомі декілька методів виплати доходів за ДЦП, серед яких: фіксація відсоткової ставки; застосування ступеневої процентної ставки; використання змінної процентної ставки; індексація номінальної вартості цінних паперів; реалізація боргових зобов'язань зі знижкою (дисконтом) від їхньої номінальної ціни; здійснення вигідних позик [48, с.28].

Найпоширенішим та традиційним способом виплати доходу за державними цінними паперами є встановлення фіксованої відсоткової ставки. В сучасних умовах все більш поширюються складніші механізми виплати відсотків за державними цінними паперами, які роблять їх більш привабливими та конкурентними на фінансовому ринку. Наприклад, використання ступінчатої процентної ставки, де передбачається кілька можливих термінів погашення з наростаючими відсотками, або плаваючої процентної ставки, що змінюється залежно від динаміки облікової ставки Національного Банку, більше враховують ринкові умови та роблять державні цінні папери більш гнучкими фінансовими інструментами.

Наприклад, у Великій Британії, як захід проти інфляції, випускають облігації з індексованим номіналом, що зростає відповідно до індексу споживчих цін. Деякі види державних цінних паперів можуть не передбачати виплату відсотків; їх власники отримують прибуток, купуючи ці інструменти з дисконтом і погашаючи їх за номіналом. У Швеції доходи за державними цінними паперами можуть виплачуватись у вигляді призів, які отримують окремі власники за результатами регулярних розіграшів.

Іншим непрямим способом збільшення прибутковості ДЦП є введення різних податкових пільг для доходів, отриманих з цих паперів. Наприклад, у США дохід за деякими федеральними позиками звільняється від федерального прибуткового податку. Також, доходи від облігацій федерального уряду звільнені від усіх податків штатів та місцевих органів влади, за винятком податку на спадщину та дарування. У Великій Британії доходи за національними ощадними сертифікатами не оподатковуються прибутковими податками. У Німеччині доходи від облігацій короткострокових позик (до 3 років) федерального уряду та урядів земель звільняються від прибуткового податку.

Найпоширенішим типом державних цінних паперів є ринкові ДЦП, які можуть вільно обертатися та перепродаватися після первинного розміщення. Класичним прикладом ринкових ДЦП є казначейські векселі, що випускаються більшістю економічно розвинених країн, зазвичай на термін трохи більше року, головним чином з метою касового виконання бюджету [49, с.55]. Це короткостроковий ДЦП, що продається зі знижкою від номіналу.

У структурі державних цінних паперів найбільша питома вага мають середньострокові та довгострокові облігації, але в окремих країнах є значний розкид показників, що характеризують місце та структуру ринку ДЦП.

У США переважне становище над ринком ДЦП займають середньострокові цінні папери, тоді як у Японії та Німеччини найбільша частка випущених державних цінних паперів посідає довгострокові облігації, а частка короткострокових цінних паперів і зовсім незначна.

На ринкові ДЦП, емітовані державою (близько 65% всього ринку цінних паперів), за термінами свого погашення поділяються на 3 групи: короткострокові (з терміном погашення до 1 року) казначейські векселі; середньострокові (від 2 до 10 років); довгострокові (на 20-30 років) казначейські облігації.

Казначейські векселі (зазвичай на пред'явника) мають найкоротший термін погашення - до року. Вони не мають купонів, а продаються зі знижкою від номінальної вартості, яка визначає їх дохідність до моменту погашення, що випускаються за номінальною вартістю. Різниця між номінальною та продажною

ціною утворює дохід власника. На відміну від векселів, казначейські ноти (T-Notes) та облігації мають купони, на яких зазначено відсоток та дату його виплати, і продаються на ринку. Термін погашення у таких цінних паперів – від 2 до 30 років (у нот (T-Notes) – менше, у облігацій – більше), а прибутковість – 3-18%. Утримувачі можуть обмінювати короткострокові цінні папери на довгострокові та навпаки. Таким чином здійснюється розширення та звуження державного боргу. Всі ці цінні папери (векселі, ноти та облігації) продаються Міністерством фінансів Центральному Банку за його заявою, а також первинним розповсюджувачам, які подали свої заявки до Центрального Банку [50, с. 273]. Крім того, що їхні власники отримують певні податкові пільги, вони також можуть використовувати ці цінні папери як заставне забезпечення при отриманні позичок.

Українські ДЦП класифікуються на облігації внутрішньої державної позики, облігації зовнішньої державної позики, казначейські зобов'язання та цільові облігації внутрішньої державної позики. ОВДП – це державні цінні папери, які розміщуються виключно на внутрішньому ринку цінних паперів та засвідчують зобов'язання України перед власниками цих облігацій щодо повернення їх номінальної вартості та виплати доходу відповідно до умов випуску..

У Німеччині, що володіє одним із найбільших у світі ринків цінних паперів, також як і в США, представлений весь спектр ДЦП різної терміновості: короткострокові (від 6 місяців до 2 років) казначейські сертифікати; середньострокові (до 5 років) федеральні облігації; довгострокові (до 30 років) облігації ФРН.

Найбільш привабливими для потенційних інвесторів є облігації ФРН, що випускаються терміном від 5 до 30 років. Вони є найбільш надійними та ліквідними ДЦП у Німеччині, а оскільки доходи за ними не оподатковуються, ці облігації є особливо привабливими і для іноземних інвесторів.

У Японії ринок ДЦП представлений такими інструментами:

- короткострокові (від 3 до 6 місяців) казначейські векселі; середньострокові (від 2 до 5 років) облігації;
- довгострокові (10-20 років) облігації. Усі облігації за способом забезпечення їхньої прибутковості поділяються у свою чергу на дві групи: дисконтні 5-річні облігації, що реалізуються зі знижкою проти номіналу та процентні облігації, що випускаються на 2, 3, 4, 10 та 20 років.

У Японії понад 90% ринку державних цінних паперів ДЦП займають довгострокові облігації, тоді як казначейські векселі та середньострокові облігації становлять менше 10%. Це свідчить про довгострокову природу внутрішнього боргу, що, в свою чергу, вказує на високу стабільність японської економіки.

Окрім ринкових державних цінних паперів (ДЦП), випущених центральним урядом, у зазначених країнах також широко поширені неринкові ДЦП, що не мають вторинного ринку. Вони становлять до 30% від загального обсягу емітованих цінних паперів. Ці облігації призначені для населення. Через їх поширення уряди іноді регулюють діяльність комерційних банків, оскільки купівля таких паперів населенням зменшує обсяги депозитів у приватних банках. [51, с.3]. Неринкові ДЦП, які не можна продати чи погасити до певного терміну, є ефективними фінансовими інструментами держави в умовах нестабільного ринку кредитних ресурсів.

Головна функція первинного ринку ДЦП - забезпечення неінфляційного фінансування бюджетного дефіциту за рахунок запозичення вільних коштів підприємств, організацій та населення в добровільному порядку на засадах повернення, платності та терміновості.

Вторинний ринок ДЦП, виконує перерозподільчі функції, забезпечує оборот цих цінних паперів і є засобом переміщення капіталу з однієї форми в іншу, створюючи умови, коли можна витягти у грошовій формі свій, раніше вкладений у цінні папери капітал і перевести його інші альтернативні сфери докладання. Основний принцип функціонування вторинного ринку – ліквідність.

Висока ступінь ліквідності ДЦП залучають ринку додаткові фінансові капітали разом із їх дохідністю служить стимулом вкладення коштів у ДЦП.

Найбільший і найрозвиненіший у світі ринок ДЦП знаходиться в США. Здатність цього ринку ефективно поглинати колосальні обсяги казначейських цінних паперів, що випускаються, дає уряду США можливість неінфляційним способом задовольняти свої потреби в постійних великомасштабних запозиченнях для покриття бюджетного дефіциту.

Інструменти американського ринку ДЦП відрізняються великою різноманітністю. Його основу становлять ринкові випуски ДЦП (короткострокових казначейських векселів, середньострокових нот і довгострокових облігацій), на частку яких припадає близько 65% всіх фондових інструментів уряду. З іншого боку, урядом США випускаються різні федеральні неринкові папери, зокрема. ощадні облігації, облігації для штатів та місцевих органів влади та ін.

У складі ринкових ДЦП найбільша питома вага припадає на частку казначейських векселів, тому що: по-перше, казначейські векселі вважаються вільними від ризику банкрутства емітента, по-друге, вони високоліквідні, оскільки для них існує величезний і дуже ефективний вторинний ринок, що дозволяє перетворити ці цінні папери на готівку; по-третє, дохід, отриманий від казначейських векселів, не оподатковується штатами та місцевими органами влади. І, нарешті, векселі продаються з мінімальним номіналом 10 000 дол., що робить їх доступними і великим, і дрібним інвесторам.

Казначейські ноти та казначейські облігації протягом тривалого часу поширювалися за підпискою, проте з 1971 року вони, як і казначейські векселі, почали продавати на аукціонній основі. Основні ускладнення при пропозиції про підписку зголосилися тим, що прибутковість, що визначається ринком, змінювалася в період між оголошенням і завершенням підписки. Нестійкість ринку 70-х зробила пропозицію про підписку за фіксованими цінами дуже ризикованим для Казначейства [52, с.80].

Нині всі аукціони Казначейства США проводяться з урахуванням відсоткової ставки (дохідності). Потенційні інвестори можуть подавати заявки 2 видів: конкурсні та неконкурсні. У конкурсній заявці інвестори вказують кількість векселів, які вони готові придбати, та ціну придбання. Зазвичай конкурсні заявки подають великі інвестори [33]. Дрібні інвестори подають неконкурсні заявки, де вказують кількість векселів, які вони готові придбати за середньозваженою ціною задоволених конкурсних заявок. Величина неконкурсних заявок обмежена 1 млн. дол. для 1 інвестора. Останніми роками частка неконкурсних заявок становила 10-25% всіх задоволених заявок.

Для визначення аукціонної ціни Міністерство фінансів віднімає від номінальної вартості казначейських векселів, які пропонуються до розміщення, номінальну вартість неконкурсних заявок. Конкурсні заявки ранжуються у порядку зменшення ціни. Найнижча ціна, що дозволяє розмістити весь випуск, має назву «ціна відсікання». Потім розраховується середньозважена ціна, за якою задовольняються неконкурсні заявки. Конкурсні заявки задовольняються за ціною, яку вказав учасник.

Можливість подавати неконкурсні заявки обумовлена тим, що дрібні вкладники, які можуть не мати поточної ринкової інформації, мають отримати можливість купувати цінні папери на рівні ринкової прибутковості. При неконкурсних заявках зводиться нанівець той ризик, що інвестор заявить надто високу прибутковість і зможе придбати цінні папери чи, заявивши прибутковість невідповідно низьку проти ціною, фактично переплатить за цінних паперів. Полегшення процесу покупки розширює розміщення казначейських цінних паперів.

Для участі в казначейських аукціонах будь-який потенційний інвестор може подати заявки до Федерального Резервного Банку або його відділення, що діють на аукціоні як фінансові агенти Казначейства, або до казначейського Бюро Державного Боргу. Тендери приймаються у 37 містах, крайній термін – 13 годин за Східним часом. Неконкурсні тендери мають бути ухвалені за годину до закінчення прийому конкурсних тендерів.

Основну частину учасників казначейських аукціонів представляють 38 первинних дилерів. Федеральний Резервний Банк вважає за краще мати справу з первинними дилерами, які постійно присутні на ринку цінних паперів і беруть участь у всіх казначейських аукціонах [53]. Однак, оскільки ці аукціони є відкритими, інші первинні дилери можуть брати участь у них за посередництва брокерів з урядових цінних паперів та дилерів, зареєстрованих Комісією з Цінних Паперів та Бірж, або через депозитні установи.

З 1962 року Казначейство США обмежило максимальну суму заявки учасників аукціону до 35% від загальної суми ДЦП, запропонованих до розміщення. Основною причиною такого обмеження стало прагнення ширше поширювати казначейські цінні папери та зменшити ймовірність їхньої концентрації після аукціону в руках небагатьох, а також запобігти можливості широкомасштабних спекуляцій ДЦП з боку будь-якої особи чи групи осіб. 35%-ліміт стосується також чистого доходу (сальдо) будь-якого заявника на ф'ючерсному, форвардному та на «дату емісії» ринках. Метою цього обмеження було не дати заявнику, завдяки величезному тендеру, вилучити з обігу більшу частину цінних паперів або отримати надмірний дохід.

Зазвичай між оголошенням та фактом нової казначейської емісії проходить майже 2 тижні. У цей період Казначейство припускає торгівлю, оскільки вже визначено «коли та яка» буде емісія. Значення торгівлі «на дату емісії» для розміщення казначейських цінних паперів багато в чому залежить від того, що вона зменшує невизначеність навколо казначейських аукціонів, діючи як ціноутворюючий механізм.

Потенційно-конкуруючи заявники розглядають торгівлю «на дату емісії» як перевірку ситуації з попитом, що дозволяє уточнити перспективи заявкової кампанії. Неконкурсні заявники, у свою чергу, можуть використовувати ситуацію в торгівлі «на дату емісії» в оцінці можливої прибутковості, якби вона відповідала середньої від аукціону.

Федеральний Резервний Банк ретельно стежить за тим, наскільки повно, всебічно та точно тендери відповідають казначейським правилам та директивам.

Перед кожним аукціоном він консультує Казначейство щодо того чи іншого сумнівного тендеру, здатного завдати матеріальних збитків результатам аукціону або суперечити казначейським правилам. Казначейство має право відхилити будь-який такий тендер.

Визначаючи відповідність тендерів казначейським правилам, Федеральний Резервний Банк складає резюме про аукціони. По неконкурсним аукціонам у ньому вказується загальна сума заявок, прийнятих кожним відділенням Федерального резервного банку. При конкурсах зазначається загальна сума заявок щодо кожної доходності. Інформація щодо конкретних заявників надається лише тоді, коли справа стосується 35% ліміту на суму преміювання одного заявника або коли заявка дає дохід лише одному заявнику, або коли специфічні заявки з'являються нерегулярно. Ця інформація надсилається Казначейству.

Насамперед Казначейство повністю приймає всі неконкурсні заявки і потім – конкурсні, починаючи з нижнього рівня прибутковості до «закриття» суми пропозиції. Ця сума преміюється вищою відсотковою ставкою пропорційно до суми заявок, що реалізують суму пропозиції на рівні цієї прибутковості.

Результати аукціону оголошуються приблизно за годину після задоволення заявок – зазвичай близько 14 години Східного часу.

Ринок цінних паперів Казначейства США є найбільшим і ліквідним у світі, а казначейські цінні папери – найбільш надійним фінансовим інструментом. Інвестори, які бажають купити векселі, минаючи аукціони, або продати їх до закінчення терміну, можуть легко зробити це на вторинному ринку. Вторинний ринок казначейських векселів - найбільший і найефективніший із усіх ринків короткострокових інструментів, у якому діють такі інституційні інвестори, як банки, ощадні установи, дилери, пенсійні фонди, страхові компанії, фонди взаємних вкладень, центральне і місцеве уряди. Крім того, значна кількість дрібних інвесторів беруть участь у торгівлі казначейськими цінними паперами за посередництва брокерів і дилерів. Ліквідність, ефективність та надійність вторинного ринку казначейських цінних паперів безпосередньо залежать від

кредитоспроможності емітента, обсягів емісії цінних паперів, великої кількості та різноманітності учасників, їх фінансових можливостей та інтеграції, постійної готовності брокерів та дилерів до активних дій на ринку цінних паперів. Відносно низькі витрати з угод і висока ефективність системи трансферу та розміщення підвищують загальну ефективність та ліквідність [54].

Найбільш активно на вторинному ринку казначейських цінних паперів ведуться торгові операції за готівковий розрахунок за останніми випусками казначейських векселів, боргових зобов'язань і облігацій. Також, як зазначалося, у період між оголошенням і емісією нових казначейських цінних паперів дуже активний ринок «на дату емісії».

Крім типового ринку з розрахунками за готівку, що включає ринок «на дату емісії», з часом розвинувся ринок казначейських цінних паперів, що використовує безліч інших витончених інструментів. Це, наприклад, роздільна торгівля основними та відсотковими компонентами цінних паперів, а також інші. Дуже поширені похідні інструменти, такі як форварди, ф'ючерси, опціони, свопи та ін.:

- роздільна торгівля основним і відсотковим компонентами цінних паперів : ці компоненти певних казначейських боргових зобов'язань і облігацій можна розділити і окремо представлені опціон їх власником термін виконання зобов'язань, встановлюваний Казначейством. Реалізовані компоненти часто відносять до подібності інструментів нульового купона, відзначаючи їхню схожість з безвідсотковими цінними паперами, що мають фіксовані терміни та фіксовану вартість погашення. Ці компоненти можуть бути переструктуровані за допомогою переоформлення основного компонента при поверненні всіх відсоткових компонентів, що залишилися, у вихідний цінний папір;

- фінансові ф'ючерси є стандартизованими контрактами, які укладаються та реалізуються на ф'ючерсних біржах, що встановлюють рівень ціни постачання цінних паперів на певну дату у майбутньому;

- форвардні контракти укладаються на дату в часі, що перевищує терміни нормального розміщення, і в цьому вони схожі на ф'ючерси. Однак, якщо ф'ючерсні контракти є стандартизованими, укладаються на біржі і, як правило,

оплачуються до постачання, то форвардні контракти є замовними та реалізуються на роздрібних ринках із постачанням цінних паперів на дату, визначену контрактом;

- опціони дають покупцю право, але з зобов'язують його купувати чи продавати ф'ючерсні контракти на цінних паперів за ціною, що встановилася певний період. Стандартизовані опціони цінних паперів Казначейства США реалізуються на біржах, але основним їм є роздрібний ринок, що дозволяє сторонам проводити опціони більш гнучко;

- свопи: на додаток до інших похідних інструментів, інвестори, як частина своєї страхуючої та інвестиційної стратегії, нерідко використовують свопи - обміни процентної ставки, що дозволяють керувати її коливаннями. У більшості обмінів платежі за фіксованою процентною ставкою обмінюються на платежі з плаваючих курсів. Можливі незліченні варіанти обміну, проте оскільки подібні угоди дозволяють учасникам ринку обмінювати будь-які платежі, вони повинні перебувати в комерційній відповідності. При цьому, на відміну від операцій з іншими похідними, що обмежуються місяцями, обміни відсоткових ставок розраховані на строк від двох до десяти років.

Структура торгівлі на вторинному ринку ДЦП США ґрунтується на дилерах – брокерах, що виконують подвійну функцію (тобто при проведенні операцій вони можуть виступати як агенти та принципали), які повинні називати двосторонні ціни (тобто ціни попиту та пропозиції), а також на так званих міждилерських брокерах (які являють собою агентів, які не мають права працювати з клієнтами, але виступають як сполучна ланка для зрівняння ліквідності між основними трейдерами) [55, с.132]. Угоди укладаються по телефону та через електронні торгові системи.

Первинні та інші дилери, які діють ринку урядових цінних паперів, часто покладаються на міждилерських брокерів. Ці брокери становлять заявки з найкращим пропозицією ціни, запитуючи їм звіти за цінами у первинних дилерів, які мають їх послугами.

Фактичні пропозиції щодо цін з боку дилерів суворо конфіденційні, оскільки анонімність операцій захищає їхню торгову стратегію. За оформлення угоди дилери платять комісійні брокерам.

Міждилерські брокери показують розміщені заявки та пропозиції за векселями, борговими зобов'язаннями, облігаціями та окремо реалізованими основними та відсотковими компонентами, а також з цінних паперів субсидованого Урядом Представництва на кількох екранах. Після розміщення брокером заявки або найкращої за ціною пропозиції нове котирування з'являється на екрані в дилерському торговому залі протягом секунд. Зазвичай брокери уважно стежать за цими заявками та пропозиціями і, за необхідності, копіюють і потім вивчають цю інформацію, оскільки для роботи на ринку дуже важливим є аналіз такої економічної статистики.

Один міждилерський брокер, орієнтуючись на перспективу, працює також з іншими дилерами урядових цінних паперів, регіональними банками, пенсійними фондами та іншими, кого брокер вважає заслуговують на довіру кредитоспроможними торговими партнерами. Через цього брокера вони можуть отримувати інформацію про ринок, купувати та продавати казначейські цінні папери, не вдаючись до послуг первинних дилерів чи учасників Клірингової Корпорації. Крім того, сучасні форми електронного інформаційного обслуговування забезпечують інформацією за цінами та обсягами казначейських цінних паперів будь-кого, хто за нього платить.

Інвестор може звернутися до однієї або більшої кількості інформаційних служб, одного або кількох дилерів для отримання новітніх котирувань і подальшого розміщення замовлення. Дилер торгує з клієнтом як головна особа в угоді власним коштом або як його агент в угоді за рахунок інвестора.

Розміщення зазвичай відбувається через робочий день після торгової угоди між покупцем і продавцем при «нормальному процесі» торгівлі. «Готівкова» торгівля складає дату торгів. Розміщення проводиться у казначейській комерційній системі запису Федеральному Резервному Банку під час передачі повідомлення від продавця чи його депозитного закладу. Це повідомлення дає

підстави для запису цінних паперів в дебет на рахунках покупця та в кредит на рахунках продавця при одночасному записі платежу в дебет на рахунках покупця та в кредит на рахунках продавця. Комерційна система запису дозволяє здійснювати торгові операції з розміщення комерційних цінних паперів швидко (протягом секунд) і щодо дешево, що дуже важливо задля ринкової ліквідності.

Головний метод фінансування казначейських цінних паперів – договір про зворотну купівлю раніше проданих цінних паперів так звані «РЕПО». Зворотна купівля є договором, що узгоджує одночасно дві операції: продаж казначейських цінних паперів, і про зворотної купівлі цих цінних паперів. Продавець обмінює цінних паперів за власний кошт і дає згоду на зворотну купівлю цих цінних паперів на дату у майбутньому, визначальну відсоток користування отриманими грошима. Контракт встановлює ціну як продажу, і зворотної купівлі. Терміни зворотної покупки часто обмежуються межами ночі або декількома добами, але можуть бути і більш тривалими.

Найчастіше РЕПО полягає у великі суми коштів. У США найпоширенішою сумою угоди РЕПО до початку наступного робочого дня є 25 млн дол. Що ж стосується угод, які мають більш тривалий термін дії, то за ними найпопулярнішою є сума в 10 млн дол. складає 100 тис. дол.

Дилери охоче беруть участь у фінансових операціях щодо зворотної купівлі через їх низьку вартість, гнучкість та відсутність організаційних складнощів. Маркет-мейкери зобов'язані замість певних привілеїв, що надаються Банком Англії, забезпечувати ліквідність ринку шляхом котирування гілтів на умовах, погоджених з Банком Англії.

Маркет-мейкери забезпечують ліквідність на вторинному ринку з урахуванням дворівневих цін всім гілтів (довгострокових боргових зобов'язань) незалежно від умов торгівлі. Вони безпосередньо взаємодіють із Банком, мають першочерговий доступ до міждилерських брокерів та можливість позичати гілти. Учасники ринку гілтів є об'єктом певного контролю із боку Банку Англії. Рада з інвестицій у цінні папери, у свою чергу, відповідальна перед Радою з торгівлі, спостерігає за дотриманням інтересів інвесторів [11, с.32].

Друга група професійних учасників – брокерсько-дилерські фірми, які не є маркет-мейкерами. Вони мають право продавати або купувати облігації власним коштом, але, як правило, обмежуються виконанням агентських доручень своїх клієнтів, купуючи та продаючи цінні папери через маркет-мейкерів.

Для продажу гілтів на відкритих торгах використовуються тенедери з мінімальною ціною, що призначається разом із фіксованим відсотком. Гілти розподіляються за загальною ціною: це або мінімальна ціна, або перевищує її ціна продажу всієї кількості гілтів, що пропонуються. Для тендерів за індексованими цінними паперами мінімальна ціна, як правило, не встановлюється, але вони не розміщуються при побоюванні, що вона може стати нижчою за ринкову. Усі непродані гілти купуються Банком Англії для перепродажу маклер, що діє на вільному ринку.

Гілти можуть розміщуватись самим Банком Англії за допомогою продажу маркет-мейкерів по гілтах, зазвичай у формі т.зв. "траншетів" (невеликих доповнень до вже наявних обсягів), а іноді й у більшій величині. Ощадні кошти, що не надходять на ринок, продаються вкладниками через Поштове Відомство. Департамент реалізує заявку на день надходження форми. Приймаються лише ринкові заявки без зазначення граничної ціни та дати укладання угоди. Операції здійснюються без участі брокера, комісійні дуже малі - так, видатки придбання облігацій у сумі до 250 ф.ст. складають для інвестора лише 1 ф.ст.

Гілти на ринку ДЦП в Англії обертаються у документарній (у вигляді сертифікатів) та бездокументарній формах. Для організації бездокументарного обороту гілтів у Банку Англії створено спеціальний Центральний депозитарно-кліринговий Центр, що дозволяє зберігати цінні папери у бездокументарній формі у вигляді записів на рахунках, та забезпечує автоматичне списання цінних паперів з рахунку депо та надходження коштів за цінні папери на принципі «постачання проти платежу». Членство в цьому центрі дозволяє уникнути заповнення спеціальних форм-доручень та позбавляє необхідності виписки сертифікатів. Учасники системи одержують виписки зі своїх рахунків-депо про стан своїх позицій та, крім того, мають доступ до них через комп'ютери.

В даний час на ринку ДЦП в Англії понад 90% гілтів обертаються у бездокументарній формі через відповідні проводки у вищезгаданому Центрі, прямими членами якого є близько 120 фінансових установ.

У цілому ж, порівнюючи механізми фінансування ринків ДЦП з іншими розвиненими країнами, що діють у США та Англії, слід зазначити, що вони дуже схожі як за структурою ринків ДЦП, так і за інструментарієм, що використовується в їх управлінні.

Однією з країн, де держава традиційно здійснювала позики у виключно широких масштабах, є Японія. Державні облігації Японії в період до Другої світової війни та під час неї випускалися у значних обсягах. Це призвело до суттєвого збільшення внутрішнього боргу, зобов'язання яким після закінчення війни уряд не міг виконувати. З урахуванням цього досвіду в 1947 році в Японії було ухвалено Закон про державні фінанси, відповідно до якого з метою підтримки фінансової стабільності було введено жорсткі обмеження на здійснення державних позик.

Відповідно до Закону, урядові боргові зобов'язання не могли бути джерелом покриття бюджетного дефіциту за винятком так званих «будівельних облігацій», доходи від розміщення яких мали спрямовуватися на організацію громадських робіт. До середини 1970-х у результаті глибокої економічної кризи у Японії, як й інших країнах істотно скоротилися податкові надходження, що посилювало напругу у державних фінансах. У цих умовах було ухвалено закон, що передбачає випуск спеціальних облігацій для фінансування бюджетного дефіциту.

Всі державні цінні папери Японії можуть бути умовно поділені на три основні групи: облігації центрального уряду (до них відносяться казначейські векселі, 5-річні дисконтні облігації та відсоткові облігації), муніципальні облігації та облігації організацій, пов'язаних із урядом.

У всіх розвинених країнах випуск ДЦП переслідує ті самі головні цілі: регулювання економіки; неінфляційне фінансування державного внутрішнього боргу та бюджетного дефіциту; згладжування нерівномірності надходження

податкових платежів та фінансування державних витрат; забезпечення комерційних банків ліквідними резервними активами

1.3. Форми та методи діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів

Ринки державних цінних паперів у розвинених країнах мають специфічні характеристики, що відрізняють їх від корпоративних цінних паперів і приваблюють широке коло інвесторів: мінімальний кредитний ризик, висока ліквідність та податкові пільги. Мінімальний кредитний ризик означає низьку ймовірність того, що інвестору не повернуть вкладені кошти в державні облігації.

Окремі види державних цінних паперів є найліквіднішими фінансовими інструментами ринку цінних паперів. При значних обсягах держпаперів одного випуску (на суму млрд. дол. на рік) курсові різниці (спреди) при купівлі-продажу у сфері вторинного обороту та комісійні витрати незначні і істотно менше, ніж на ринку корпоративних цінних паперів. Найбільші та ліквідні ринки мають менші показники спредів облігацій. Крім того, у облігацій, які мають великий попит і мають більш високу пропозицію, ця різниця менша, ніж у тих, торгівля якими ведеться менш активно.

Багато вчених займалися дослідженням ринку державних цінних паперів, серед них: Л. Дж. Кейнс, Г. Кунц, Й. Кхоль, М. Фрідман, В. Базилевич, О. Барановський, О. Васирик, Т. Гужва, В. Загорський, А. Задоя, О. Іваницька, С. Еш, Г. Карпенко, В. Колесник, В. Лященко, Т. Майорова, О. Мендрул, О. Мозговий, О. Поважний, М. Самбірський, І. Школьник та інші.

У теоретичних дослідженнях, присвячених проблемам ринку державних цінних паперів, прийнято виділяти англо-саксонську та континентальну (романо-німецьку) моделі організації ринку державних цінних паперів.

У англо-саксонських країнах (США, Канаді, Великій Британії, Нідерландах та інших.) фондові біржі історично грають помітну роль економіці. Рівень розвитку ринку державних цінних паперів та досягнення у його регулюванні у цих країнах значно вищий, ніж у континентальній Європі [13]. У більшості англосаксонських країн давно існує спеціальний державний орган, що займається регулюванням ринку цінних паперів - Комісія з цінних паперів та бірж.

Англо-саксонську модель відрізняє більш значуща роль саморегулюючих організацій (СРО) на ринку цінних паперів у порівнянні з країнами континентальної Європи. розглядати виконання правил торгівлі насамперед як проблему правничий та контролю, а англо-саксонський підхід трактує його, переважно, як проблему ділової етики.

Англо-саксонським країнам притаманні багато подібні риси над ринком державних цінних паперів; наявність системи первинних дилерів, виняток із складу первинних дилерів універсальних банків, наявність міждилерських брокерів. Первинними дилерами державних цінних паперів обов'язково мають бути незалежні фірми, які працюють із цінними паперами. У США та Канаді практично повністю збігається порядок первинного розміщення держпаперів (порядок проведення аукціонів) та середня терміновість випусків державних цінних паперів, що перебувають в обігу [14]. У більшості англо-саксонських країн використовується методика розрахунку доходності державних цінних паперів. Однак, на нашу думку, виділення англо-саксонської та континентальної моделі щодо способу організації ринку державних цінних паперів не зовсім правомірне.

Наявність широкого кола фінансових інструментів та різних категорій вкладників, які інвестують через страхові та пенсійні фонди, сприяло виникненню величезного вторинного ринку державних цінних паперів, а отже, та можливості грошово-кредитного регулювання економіки.

Кожна європейська країна має певну специфіку у регулюванні ринків. Оскільки найважливішим фактором, що пояснює відмінності в регулюванні на

ринку держпаперів, є організація фінансової системи та фінансового ринку, то доцільно розглянути особливості американської та континентальної моделей ринку цінних паперів. З континентальних країн автором обрано Німеччину з таких причин. У Німеччині найбільш повно реалізована універсальна модель банківської справи, німецький ринок цінних паперів пізніше за інші західноєвропейські країни вступив на шлях реформ, відповідно і реформування державного сегменту ринку цінних паперів почалося значно пізніше, ніж в інших європейських країнах. Стан та особливості ринку держпаперів Німеччини становлять особливий інтерес у зв'язку з розвитком Євросоюзу.

Державні зобов'язання є історичною основою виникнення ринку цінних паперів у всіх країнах. Саме державні цінні папери у період виникнення фондових бірж переважали у біржовому обороті (до кінця 19 століття особливе місце зайняли акції). Однак, якщо в англо-саксонських країнах (США, Великобританії та ін.) фондові біржі зберегли помітну роль у процесі функціонування фінансового ринку, у країнах континентальної Європи, насамперед у Німеччині, через збільшення ролі банків в економіці роль фондової біржі стала меншою. помітною вже на початку XX століття. Ці особливості зберігаються й досі.

Істотною особливістю американської моделі ринку цінних паперів, починаючи з 30-х років, є принцип професійної діяльності на ринку цінних паперів. Німецька модель, навпаки визнаючи універсальні банки, забороняла існування небанківських фінансових організацій.

У 1933 р. було прийнято Закон про банки, відомий під назвою Закону Гласса-Стигала (Glass-Steagall Banking Act), який заклав основи регулювання інвестиційної справи. Вперше у світі інвестиційний бізнес чітко відокремлювався від традиційної банківської справи.

Доцільність запровадження закону Гласса-Стигала пояснювалася як значним рівнем акціонерного капіталу над ринком цінних паперів США, і високою питомаю вагою дрібних інвесторів у структурі власників акцій.

Частка дрібних (приватних) вкладників у США втричі вища, ніж у Німеччині. Отже, в інтересах захисту інвесторів вимагалось більш жорстке регулювання ринку.

Хоча конкурентоспроможність американських банків, які є універсальними фінансовими інститутами, стала знижуватися у 80-ті р.р. (період щирого поширення «гібридних» банківських послуг), це не дає підстав для висновку про крах моделі). З одного боку, у 80-ті роки у фінансових колах США розгорнулася компанія по поверненню банкам інвестиційних операцій.

Для американської моделі характерне жорстке регулювання як корпоративного, і державного сегмента ринку цінних паперів. Комісія з цінних паперів та бірж (КЦПБ) наділена правом розслідувати та переслідувати в судовому порядку факти шахрайства на всіх ринках цінних паперів, включаючи державні.

Сучасне законодавство США передбачає 2 випадки звільнення цінних паперів від реєстрації: «звільнені» операції (exempt transaction) та «звільнені» цінні папери (exempt securities) через безпеку їхніх інвестиційних якостей для інвестора (до них відносяться державні цінні папери).

Довгий час первинні дилери, які займаються виключно операціями з державними цінними паперами, і називаються «нереєстрованими», не підпадали під нагляд державних органів (банківські первинні дилери підпорядковувалися регулюючим розпорядженням ФРС нагляд за діяльністю «реєстрованих» первинних дилерів державних цінних паперів здійснювала КЦПБ США). На початку 90-х років КЦПБ та Казначейство США вимагали посилити контроль за всіма учасниками ринку державних цінних паперів. «Доведено історичну несправедливість вилучення державних цінних паперів із практичних правил торгівлі цінними паперами НАЗД (Національне агентство зі збору боргів)». В Україні це Агентство з управління державним боргом України. Утворено постановою Кабміну України № 127 від 12.02.2020 року.

Хоча державні зобов'язання є носіями принципового ризику (ризика не платежу), які зростають за умов плаваючих відсоткових ставки, а деривативи є цінними паперами підвищеного ризику, для певних категорій інвесторів взагалі неприйнятні [56]. Тому з 1993 р. державні цінні папери, зберігаючи статус звільнених від реєстрації, підпорядковуються загальним правилам регулювання торгових операцій із цінними паперами.

Особлива роль фондового ринку в економіці США та законодавче розмежування інвестиційного бізнесу та банківської справи пояснюються національними особливостями організації фінансового ринку [56, с.197-205; 57; 58, с.36; 59; 37, с.33]. У Додатку Б спрощено подано порівняння фінансових ринків Німеччини та США.

В умовах сильної конкуренції між банками і небанківськими фінансовими інститутами вже 1929 р. було запроваджено розміщення первинних емісій державних цінних паперів на конкурсній - аукціонній основі для ринкових випусків. Німецька модель (досі) була класичним прикладом домінування неконкурсного первинного розміщення (через синдикати). У задля забезпечення ліквідності первинного і вторинного ринків вперше у світі стала застосовуватися система «первинних дилерів» державних цінних паперів. Після реформ 80-х «система первинних дилерів» було запроваджено у багатьох європейських країнах (Великобританії, Франції). У Німеччині питання про створення системи «первинних дилерів» почало порушуватися тільки в останні роки. Ліквідність німецького ринку держпаперів (за відсутності «первинних дилерів») значною мірою забезпечувалася стійкістю німецької марки, але досі залишається найнижчою серед розвинутих країн.

Основним джерелом зменшення неринкової частини заборгованості федерального уряду у Німеччині стало різке скорочення частки позичок під боргову розписку позичальника у структурі федеральної заборгованості (якщо у середині 70-х рр. ними припадало понад половину всієї федеральної заборгованості, то час їх величина не перевищує 5% загальної суми федеральної заборгованості), основним недоліком яких виступає обмежена

оборотність і неможливість використання як відповідного забезпечення для ломбардних кредитів і для проведення операцій на відкритому ринку [11, с.10].

Важливою відмінністю структури власників німецького ринку державних цінних паперів проти іншими розвиненими ринками є нижча частка небанківських інвесторів. Інфляційні наслідки випуску нових державних зобов'язань багато в чому залежать від того, які сектори фінансової системи виступають як їхні покупці. Досвід США та ін. країн показує, що чим ширші можливості держави розміщувати нові випуски держоблігацій за допомогою позик у приватних інвесторів та небанківських фінансових інститутів, тим слабші інфляційні ефекти [60]

Аналогічна ситуація складається і під час розміщення зобов'язань серед іноземних інвесторів. Прямий вплив на процес розширення грошової маси надає лише частина державного боргу, яка осідає в банківському секторі. Невипадково у довгостроковому плані більшість країн характерно зниження частки комерційних банків структурі власників держпаперів: США Великобританії Франції частка банків помітно скоротилася останні десятиліття .

Оцінюючи інфляційні наслідки розміщення держпаперів у банківському секторі, слід враховувати такі чинники. По-перше, у Німеччині (у фінансовій системі домінуючу роль відіграють банки), відношення активів банків до величини ВВП майже вдвічі перевищує аналогічний показник у США, отже, потенційні можливості розміщення урядових зобов'язань у банківському секторі в умовах німецького ринку вище, ніж у інших країнах.

По-друге, розміщення державних зобов'язань у комерційних банках не можна однозначно оцінювати як потенційне джерело інфляційної небезпеки. Навіть у Німеччині (де обмеження на інвестиційні операції банків мінімальні), частка цих операцій не перевищує 10-15% активів і доходить до 20-25% у вартісній структурі прибутків.

Крім того, розміщення державних зобов'язань у комерційних банках веде до розширення грошової маси, збільшуючи її депозитний компонент

лише при незмінній структурі банківського портфеля. У цьому випадку пасив та актив балансу комерційного банку зростуть на суму придбаних держпаперів, на таку ж величину збільшиться і грошовий агрегат у широкому трактуванні. Масштаби депозитної експансії комерційних банків обмежені величиною вільних резервів, тому додаткові закупівлі державних облігацій можуть здійснюватися банками за рахунок скорочення наявних у них вільних резервів [9, с.39]. Якщо резерви вже вичерпано, то на суму купівлі державних цінних паперів зменшаються кредити, що видаються іншим секторам економіки. Таким чином, відбудеться лише перерозподіл структури активів банківського портфеля, а не збільшення грошової маси. Оскільки вільні резерви становлять, зазвичай, трохи більше 1% банківських резервів, то основним стримуючим чинником для банківського кредитування буде динаміка грошової бази (готівка і сукупні резерви комерційних банків, що зберігаються на рахунках центрального банку), контрольована із боку центрального банку.

По-третє, за оцінкою Банку міжнародних розрахунків, Бундесбанк має найвищий «індекс незалежності» (існує прямий зв'язок між рівнем інфляції в країні та ступенем незалежності центрального банку) власників державних цінних паперів у Німеччині. Таким чином, збільшення частки банківських власників державних зобов'язань, без провокування інфляційних ефектів, можна вважати особливістю організації німецької моделі Фінансового ринку.

Різні моделі ринку зумовлюють як відмінності в організаційної структурі самого ринку державних цінних паперів, а й різні економічні наслідки нарощування державного боргу. Так, і в США, і в Німеччині спостерігалось помітне збільшення держборгу щодо ВВП.

Проте збільшення державної заборгованості у ВВП матиме неоднакові наслідки для різних моделей ринку. Серед питань, що традиційно досліджуються макроекономічною теорією, одним із найважливіших є наступний: чи відбувається витіснення приватного сектора державним на

фінансовому ринку в період прискореного зростання урядової заборгованості [10, с.17].

По-перше, американська модель організації ринку цінних паперів суттєво розширює можливості фінансово-кредитної системи задовольняти попит на кредит із боку кінцевих позичальників. Зв'язок між емітентом держпаперів (казначейством) та кінцевими власниками державного боргу (фінансовими інститутами, торгово-промисловими корпораціями, страховими компаніями, пенсійними фондами) у США обслуговують спеціалізовані дилерські фірми. І хоча формально будь-яка фірма може оголосити себе дилером державних цінних паперів (тобто регулярно купувати і продавати держпапери за оголошеним курсом) основна роль організації ринку належить первинним дилерам. Досвід США та інших країн підтверджує: що ефективніший дилерський ринок, то вищий рівень інтермідіації (intennidiation) - мобілізація капіталів через кредитно-фінансову систему) в економіці. У Німеччині, навпаки, дилерський ринок у вторинному обороті розвинений слабо, а посередницькі функції зазвичай покладаються на банки.

По-друге (на відміну від Німеччини), американська модель організації фінансового ринку характеризується високим рівнем розвитку фінансових інновацій («свопів», «непрямих облігацій», опціонів та ф'ючерсів). Це підвищує потенційний рівень попиту кредитні ресурси, т.б. полегшує доступ позичальників до альтернативних джерел грошових (кредитних) коштів та зменшує відсоткові ризики інвесторів (випуск цінних паперів з «плаваючими відсотковими ставками» переносити ризик при активних операціях на позичальників) [49, с.54].

Таким чином, американська модель організації ринку цінних паперів, що характеризується інтенсивною взаємодією банків та небанківських фінансових інститутів, сильною конкуренцією банківських та фінансових посередників на дилерському ринку та високим рівнем розвитку фінансових інновацій, виявилася значно гнучкішою, ніж німецька. Вона змогла абсорбувати величезну потребу в кредитних ресурсах у період інтенсивного

нарощування державної заборгованості і з боку держави, і з боку приватних інвесторів (питома вага держави серед інших позичальників залишалася практично незмінною)

Водночас слід зазначити, що для багатьох ринків, що розвиваються досвід Німеччини, що відрізняється менш ємним фінансовим ринком, нижчим рівнем фінансового посередництва, домінуванням банків у фінансовій системі, може виявитися ближче, ніж американський.

Роздільне регулювання банківських та небанківських дилерів характерне не для всіх англо-саксонських країн. Так, у Нідерландах Амстердамська фондова біржа є єдиним органом, який здійснює регулювання профучасників ринку держпаперів. Роздільна регулювання банківських і небанківських дилерів притаманно й ряду країн романо-німецького права, наприклад, для Франції. У Франції банківські учасники регулюються Банківською Комісією (Banking Commission), а комісія з нагляду за біржовими операціями (Stock Exchange Operations Commission) контролює інші профучасники. Це ще раз підтверджує недоцільність виділення англо-саксонської та романо-німецької моделі стосовно ринку державних цінних паперів: єдиної структури державних органів. здійснюють нагляд над ринком державних цінних паперів, у країнах, які стосуються однієї організаційної моделі фінансового ринку, немає.

Регулювання ринку цінних паперів, включаючи і державний рівень і саморегулювання ринку професійними учасниками, функціонує на двох рівнях. [48, с.31]. З огляду на функції державного сектору ринку цінних паперів, регулювання цього ринку в усіх країнах в основному здійснюється державними органами. Розподіл функцій між державними структурами та саморегулюючими установами залежить від рівня централізації в управлінні країною та обраної моделі організації фондового сектору [13].

Характерною ознакою регулювання ринку державних цінних паперів розвинених країн є значна роль саморегульованих організацій у цьому процесі.

Вищий рівень розвитку саморегульованих інститутів притаманний американській моделі.

Саморегульовані організації забезпечують єдині стандарти фінансової звітності та оцінки активів первинних дилерів державних цінних паперів, створюють єдині засади надання інформації клієнтам. Уніфікуючи правила роботи з клієнтурою, саморегульовані організації сприяють зниженню інвестиційного ризику та вартості інвестицій, тобто. захищають інтереси всіх учасників ринку державних цінних паперів [15, с.132].

Першим загальним моментом у діяльності відомств. регулюючих ринок держпаперів у розвинутих країнах, є подібний порядок управління національною заборгованістю.

На первинному ринку, як правило, міністерство фінансів приймає основні рішення: визначає вид, величину, дату випуску та термін розміщення державних цінних паперів. У ряді країн міністерство фінансів поступається частиною своїх повноважень спеціальному відомству, що керує державним боргом. Такі відомства існують у США, Німеччині, Франції (проте повноваження цих відомств різняться). У Великобританії подібне відомство – Управління державним боргом (Debt Management Office) – розпочало свою роботу 1 квітня 1998 р. У США Бюро державного боргу (Bureau of the Public Debt), що є підрозділом Казначейства, за встановленим законом статусом - орган, який здійснює всеосяжний облік усіх видів боргу, побудований на єдиних засадах. Бюро не має владних повноважень щодо прийняття рішень у процесі управління державною заборгованістю. У Франції Комітет з емісії (Comite des Emissions) контролює випуск (пропозицію) державних цінних паперів. До складу Комітету входять представники Казначейства, Міністерства економіки, керуючі банками. Комітет управляє ринком та визначає періодичність та умови випуску держпаперів. Комітет також має право на припинення емісій, якщо вважає ринок насиченим.

Планування випуску боргових зобов'язань у більшості країн може здійснюватися щомісяця, щорічно та «в середньому за період». Попит

інвесторів на державні цінні папери зазвичай досить стабільний, отже мінливий підхід до випуску боргових зобов'язань заважатиме інвесторам викликаючи дестабілізацію ринку (підвищуючи вартість запозичень у довгостроковому плані) [11, с. 9]. Тому найбільш поширене планування випуску боргових зобов'язань поступово протягом року.

У низці країн питання грошово-кредитної політики та управління боргом спеціально доручені різним органам. Така справа в США, Франції, Німеччині, де грошово-кредитна політика є компетенцією незалежного центрального банку, а боргом управляє казначейство/міністерство фінансів.

У США Казначейство є органом виконавчої федерального уряду, визначальним розмір, дохідність, періодичність випуску держпаперів. ФРС – орган, створений з ініціативи Конгресу та підзвітний конгресу, постає як фінансовий агент Казначейства на первинному ринку держпаперів під час проведення аукціонів.

Особлива роль національного банку на ринку держпаперів пов'язана з тим, що він виступає і фінансовим агентом уряду (організує первинний ринок на вторинному здійснює викуп та погашення зобов'язань від імені казначейства), і профучасником ринку, який використовує операції з держпаперами під час проведення грошово-кредитної політики, та регулюючим відомством відповідальним за стан ринку урядових зобов'язань загалом [11, с. 32].

Другим загальним напрямом у діяльності органів, що регулюють ринок держпаперів у розвинутих країнах, є тенденція до підвищення рівня незалежності національних (центральных) банків. У ряді країн участь Центробанку на первинному ринку як покупця держпаперів давно законодавча заборона (у США згідно із законом про ФРС, у Німеччині відповідно до закону про Бундесбанк).

У країнах із меншим ступенем незалежності центральных банків тривалий час існувала практика викупу Центробанком нерозміщеної частини держпаперів на первинному ринку. В Італії 1975-1981 рр. Центробанк змушений був купувати всі казначейські векселі, не продані з аукціону, забезпечуючи цим уряду

необмежену фінансування. Після того, як Мінфін і центральний банк були розділені в 1981 р., Банк Італії більше не зобов'язаний купувати казначейські векселі, що залишилися.

Довгий час у Великій Британії існувала практика, коли Казначейство несло основну відповідальність як за грошово-кредитну політику, так і за політику в галузі управління боргом. Незалежність Банку Англії була дуже обмеженою, він проводив грошово-кредитну політику, вироблену Міністерством фінансів, а непродані гілти купувалися Банком Англії для подальшого продажу первинним дилерам державних цінних паперів. Основна діяльність Банку Англії пов'язана з випуском довгострокових позик від імені уряду, а відділ державних цінних паперів банку функціонував як відділ емісії.

В даний час переважна більшість країн не використовує мандатне регулювання інвестицій на користь держави, а діяльність Центробанку як профучасника первинного ринку державних цінних паперів законодавчо заборонена. У Європейському Союзі фінансування уряду центральним банком, яке є мірою монетарного фінансування, належить до законодавчо забороненої практики. Центральним банкам не дозволяється видавати прямі кредити своїм урядам або купувати державні цінні папери на первинному ринку (стаття 104 маастрихтського договору). На первинному ринку їх функції зводяться до обслуговування розміщення держпаперів, а не до підтримки ринку (в умовах існування системи первинних дилерів саме на них покладається відповідальність за підтримку ринку). Операції центрального банку на вторинному ринку державних цінних паперів (згідно з маастрихтськими угодами) дозволені за умови, що вони проводяться на користь грошово-кредитної політики.

Центральні банки відіграють особливу роль у розвитку інфраструктури ринку державних цінних паперів: виконують як кастодіальні (як центральні депозитарії), так і трансфертні функції (організуючи розрахунки та платежі), на ринку держпаперів. Прикладами спеціалізованих депозитаріїв, що обслуговують первинний та вторинний ринок державних цінних паперів, є Центральний депозитарно-кліринговий центр з гілтів (ЦДКЦГ) при Банку Англії та Federal

Reserve bank of New York's Book Entry System (FEDWIRE - Фед-зв'язок) при Федеральному резервному банку Нью-Йорк.

ФРС виступає власником, оператором та контролером системи. Основна мета створення центрального депозитарію - дематеріалізація ("знерухомлення") цінних паперів та подальше обслуговування угод по цінних паперах у безготівковій формі. Депозитарна система є основою ефективної системи виконання операцій із низьким рівнем ризику [51, с.3]. Банки зазвичай підтримують кілька рахунків у ФРС для трансакцій із державними паперами. Один призначений для операцій банку: портфельних інвестицій, дилерських операцій, угод РЕПО. На другому зберігаються державні зобов'язання, що належать клієнтам банку. Третій рахунок відображає операції дилерських фірм, що спеціалізуються на державних цінних паперах.

Як кастодіан, ФРС через систему "Фед-зв'язок" здійснює розрахунки, пов'язані з погашенням зобов'язань та виплатою поточних відсотків власникам державних зобов'язань, звіряє відповідність цінних паперів, що перебувають у поведженні з відомостями, отриманими від емітентів.

З трансфертної точки зору, "Фед-зв'язок" (FEDWIRE) це валова розрахунково-платіжна система, що проводить розрахунки в режимі реального часу, у суворій відповідності до принципу «постачання проти платежу» (delivery- versus-payment). В даний час система веде рахунки понад 8,5 тисяч учасників, щодня обслуговуючи трансфертні переміщення держпаперів на суму близько 650 млрд дол. Ступінь ризиків при здійсненні розрахунків на валовій основі набагато нижчий, ніж при використанні клірингових процедур, коли існують ризик ліквідності контрагента ризик, системний ризик [52, с.77].

Зважаючи на те, що регулювання ринку державних цінних паперів здійснюється декількома державними органами, не можна забувати про можливість виникнення конфлікту інтересів різних відомств. У цьому представляється розумною практика, прийнята США на початку 90-х.

Федеральний резервний банк Нью-Йорка став виступати як орган, який очолює міжвідомчу групу державних організацій, що беруть участь у регулюванні ринку державних цінних паперів.

Третьою значущою особливістю роботи регуляторів ринку державних цінних паперів є те, що для всіх розвинених країн характерний високий рівень інтеграції державних установ та саморегулювних організацій. Прикладом цього може бути робота у Великій Британії Центрального депозитарно-клірингового центру з гілтів (ЦДКЦГ), створеного спільно державним органом (Банком Англії) та СРО (Лондонською фондовою біржею). ЦДКЦГ функціонує під керівництвом Центрального бюро операцій із першокласними цінними паперами - підрозділи Банку Англії. Англійський банк та Лондонська фондова біржа спільно розробили комп'ютеризовану систему реєстрації угод із цінними паперами на основі занесення до реєстру без використання сертифікатів для проведення розрахунків з операцій з державними цінними паперами. Перша фаза функціонування ЦДКЦГ розпочалася 2 січня 1986 р. Сертифіковані балансові системи замінили комп'ютерної системою, а фірмам на Лондонській фондовій біржі вперше відкрили рахунки власне ім'я. Друга фаза спричинила наступну зміну: членство нових учасників ринку державних цінних паперів первинних дилерів (маркет-мейкерів по гілтах, які здійснюють постійні котирування цін покупців і продавців, і вступають в угоди власним коштом), і брокерів для дилерів (inter dealer brokers) є посередниками між маркет-мейкерами [51, с.3].

Регулювання структури ринку урядових зобов'язань в американській та європейській практиці нині набуває все більше спільних рис [30].

По-перше, нині незалежно від організаційної моделі ринку переважають ринкові випуски. Державні цінні папери поділяються на вільно обертаються на фінансових ринках (marketable) і неринкові (nonmarketable).

Ринкові цінні папери можуть вільно обертатися та перепродуватись після первинного розміщення іншим суб'єктам. Зобов'язання неринкових випусків немає вторинних ринків, але можуть достроково погашатися, тоді як

власник пред'являє державні облігації до оплати після закінчення терміну погашення, йому виплачується премія.

Абсолютне переважання у пропозиції державних цінних паперів ринкових зобов'язань, що розміщуються на вільному ринку, є характерною особливістю розвинених ринків державних цінних паперів. Це дозволяє національним банкам проводити гнучку грошово-кредитну політику.

Для більшості країн характерно збільшення частки ринкових випусків у період прискорення темпів зростання державної заборгованості, що особливо помітно на прикладі американського ринку.

По-друге, незалежно від організаційної моделі регулювання, всі розвинені ринки мають загальні особливості структури власників. Найважливіша їх - орієнтація на фінансові ресурси внутрішнього ринку під час розміщення державних цінних паперів.

Спільним всім країн є переважання небанківських власників. Найважливішим напрямом регулювання ринку державних зобов'язань стала спроба диверсифікації джерел покриття державних позик, підвищення частки запозичень у нефінансовому секторі (промислово-торговельні корпорації) та зміцнення роздрібної бази ринку державних цінних паперів. Продаж державних облігацій приватним небанківським інвесторам (включаючи іноземних) не має прямого впливу на банківські резерви, розширення грошової бази чи грошові агрегати.

По-третє, загальним явищем регулювання звернення держпаперів за умов розвиненого ринку є переважання довгострокових і середньострокових випусків.

Серед англо-саксонських країн найближчий період обігу державних цінних паперів у США та Канаді (біля 6 років). У Європі ринки Великобританії, Німеччини, Франції мають триваліший середній період обігу (10 років) порівняно з менш розвиненими ринками (Італія, Іспанія).

Для країн із низьким терміном обігу держпаперів першочерговим завданням є збільшення середнього терміну погашення цінних паперів, які

перебувають у обігу. Рівномірний розподіл часток зобов'язань з різними термінами погашення у структурі боргових зобов'язань та його стабільне співвідношення протягом останнього десятиліття є важливою перевагою як американського, і англійського ринку державних цінних паперів. У Німеччині, навпаки, досі основну питому вагу у структурі випусків займали довгострокові папери з термінами погашення 5 і десяти років.

Недостатній рівень диверсифікованості облігацій за термінами погашення знижує конкурентоспроможність німецького ринку порівняно з іншими європейськими ринками, насамперед англійським та французьким.

По-четверте, найважливішим складовим елементом регулювання ринку держпаперів є методи розміщення казначейських зобов'язань серед інвесторів та способи організації ринку державних цінних паперів. У 90-ті роки в більшості країн (за збереження елементів національної специфіки) стали переважати аукціонні способи первинного розміщення державних цінних паперів а найважливішою особливістю організації ринку даних паперів стало впровадження американської системи первинних дилерів. На даний час практично всі країни перейшли від випуску державних цінних паперів у традиційній формі у вигляді паперових зобов'язань до безготівкового випуску у формі записів на рахунках (book-entry securities), паперова емісія нових випусків повсюдно припинена.

По-п'яте, у 90-ті роки було характерно посилення взаємозалежності як між рівнем дохідності (за довгостроковими випусками держпаперів) американського та європейського ринків, і у групі самих європейських ринків.

По-шосте, загальносвітова тенденція інтернаціоналізації фінансових ринків все більше впливає на процес регулювання ринків урядових зобов'язань.

Зросла необхідність комплексного регулювання готівкових та термінових ринків. Бурхливий розвиток торгівлі похідними призвів до необхідності підпорядкованості міжнародним нормам. При регулюванні

банківських інститутів всі країни, незалежно від моделі регулювання, дотримуються Базельських вимог щодо ризикового капіталу.

Для американської моделі регулювання певні труднощі викликає зіткнення об'єктивної тенденції до інтернаціоналізації світових фінансових центрів із протекціоністською політикою США, яка традиційно проводиться на ринку цінних паперів (у тому числі ринку державних цінних паперів), таке регулювання проявляється вже сьогодні.

Найважливішим кроком уперед у розвитку міжнародних клірингових систем, які здійснюють розрахунки на ринках урядових облігацій, став дозвіл, отриманий CEDEL банком (Centrale de Livraison de Valeurs Mobilieres (CEDEL)) від SEC США, вести операції з державними цінними паперами США та використовувати їх як додаткове забезпечення.

Отримання CEDEL банком звільненого статусу означає, що урядові облігації США будуть інтегровані в міжнародну інфраструктуру глобальної фінансової системи Глобал Кастодіум поряд з урядовими облігаціями інших країн та випусками Єврооблігацій.

Сучасний етап розвитку світового ринку капіталів на основі інтернаціоналізації фінансових ринків, що триває, характеризується зростанням ролі системи Глобал Кастодіум (Global Custody). Під Кастодіум-сервісом розуміється здатність системи оптимально розміщувати кошти (як власні, так і позикові) у цінні папери, зберігати під відсотки цінні папери в депозитарії на мультивалютних рахунках, підвищувати прибутковість портфеля цінних паперів у заданий час та в заданих межах, сприяти зворотному зарахуванню коштів від продажу цінних паперів, а також збору, фіксації та надання даних щодо реєстру вкладників. Система Кастодіум-сервіс гарантує абсолютну прозорість угод (кожна операція страхується або страховими компаніями, або депозитними вкладками учасників угоди на рахунках банків, що входять до складу системи INTERSETTLE), запобігає присвоєнню посередниками великої частки грошових ресурсів від інвестицій

та дозволяє власнику цінних паперів самостійно вибирати вигідного партнера при угодах.

Намагаючись здійснювати координацію внутрішнього та зовнішнього регулювання, державні та саморегульовані організації США активно співпрацюють із подібними структурами інших країн. SEC, Комісія з торгівлі на ринках термінових товарних угод, Нью-Йоркська фондова біржа, майже всі ф'ючерсні та регіональні біржі США мають спеціальні угоди (загалом понад 40) щодо обміну інформацією щодо стану фондових ринків з відповідними організаціями багатьох країн.

Перспектива валютної інтеграції та створення Євросоюзу істотно позначиться на європейському та світовому ринку держпозик (приведе до посилення конкуренції на ринку державних цінних паперів). Навіть Європейський валютний союз, що складається з 6-8 держав, створить один з найбільших у світі ринків Урядових зобов'язань. .

Під час підготовки до Євросоюзу особливу роль відіграє дотримання маастрихтських домовленостей, які встановлюють критерії вступу до Євросоюзу. Два з п'яти фінансових критеріїв, необхідні для вступу до ЄВС, безпосередньо пов'язані з функціонуванням ринку державних цінних паперів. Непогашена частина державного боргу має перевищувати 60% ВВП чи має наближатися до цього рівня із задовільною швидкістю. Відповідно до статті 109 J(1) маастрихтських угод необхідна конвергенція довгострокових процентних ставок, які мають тяжіти до кращих показників. Середні відсоткові ставки, обчислені на основі довгострокових випусків державних цінних паперів (або прирівняних до них) не повинні мати спред, який відрізняється більш ніж на 2% від найкращих показників. Вироблення єдиної політики щодо довгострокових процентних ставок за державними цінними паперами свідчить про досягнення надійності на фінансових ринках.

Створення єдиного ринку єврооблігацій призвело до появи нового інтегрованого внутрішнього ринку, деномінованого у євро. Однак, незважаючи на виключення валютного ризику, кредитний ризик не тільки

зберігається, а й певною мірою посилюється. Зважаючи на наявність кредитного ризику, доходи за держпаперами, що мають однакові терміни звернення, але різну дату погашення відрізнятимуться.

Країни, які привели державні фінанси у відповідність до маастрихтських умов, зможуть уникнути зниження кредитного рейтингу при випуску нових боргових зобов'язань у євро. Для країн, які мають нині вищий рейтинг за зобов'язаннями в національній валюті, ніж в іноземній, новий рейтинг у євро може виявитися ближчим до рейтингу за зобов'язаннями в інвалюті, тобто рейтинги країн з менш розвиненими ринками, ймовірно, знизяться.

При визначенні стратегії регулювання ринків урядових зобов'язань у рамках Європейського співтовариства надзвичайно важливим є питання: чи буде співтовариство в рамках валютного союзу нести відповідальність за борговими зобов'язаннями окремих держав-членів. Маастрихтський договір містить статтю, яка передбачає самостійну відповідальність боржників, якщо окремими урядами порушується встановлений ліміт запозичень («не брати боржників на поруки» – ст. 104 «б»). Багато фахівців вважають, що впровадження єдиної валюти («євро») для ринку урядових зобов'язань означає, що всі країни-учасниці союзу нестимуть відповідальність за борги кожної країни.

Отже, зростання інтернаціоналізації фінансових ризиків і посилення їхньої взаємозалежності стали найважливішими причинами, що викликали зміни у регулюванні американського та європейських ринків урядових зобов'язань, а створення європейського облігаційного ринку, безперечно, стане потужним чинником загострення конкуренції між Америкою та Європою.

В даний час американська модель регулювання продовжує залишатися найбільш ефективною та мобільною, здатної адекватно реагувати зміну ринкової ситуації [27, с.31].

Специфікою регулювання ринку державних цінних паперів у США у 90-ті роки стало посилення регулювання (як у державному рівні і лише на рівні

саморегулювання) вторинного ринку урядових зобов'язань. Для первинного ринку в зазначений період, навпаки, характерно було ослаблення регламентаційної діяльності. Це виявилось у спрощенні доступу дрібних і середніх інвесторів ринку первинних емісій.

У той самий час, як свідчить аналіз німецького ринку, національні особливості фінансового ринку (визначаються історичними традиціями, панівною економічною доктриною держави, особливостями фінансової системи країни, рівнем розвитку національної економіки), є вирішальним чинником у процесі регулювання ринку державних цінних паперів. Домінування банків у фінансовій системі і високий рівень незалежності Бундесбанку дозволили Німеччині стати єдиною країною, яка суттєво збільшила частку урядової заборгованості, розміщеної в банківському секторі, і зберегла при цьому найнижчі темпи інфляції в 90-ті роки.

Відмінності у підходах до регулювання в американській та європейській практиці поступово стираються. Починаючи з середини 80-х років, американська та європейська практика регулювання ринків держпаперів набули істотних спільних рис.

По-перше, простежується подібність у діяльності органів регуляторів ринку: у процесі управління держборгом, у функціях, що виконуються центральними банками на ринку урядових зобов'язань, у високому рівні інтегрованості СРО та державних відомств.

По-друге, у регулюванні структури ринку незалежно від його організаційної моделі є такі загальні моменти: переважання ринкових випусків за підтримки стійкого співвідношення ринкових та неринкових паперів, у структурі власників - орієнтація на кошти небанківських інвесторів-резидентів, при одночасному зміцненні роздрібної бази запозичень, - переважання середньої довгострокових випусків

По-третє, лібералізація національних ринків державних цінних паперів сприяла збільшенню ролі зовнішнього фактору у регулюванні та необхідності його координації з внутрішнім.

По-четверте, реформи регулювання, проведені європейськими країнами в 1980-1990 рр., продемонстрували тяжіння до американської моделі регулювання. На первинному ринку переважаючими стали аукціонні принципи американської моделі організації ринку цінних паперів, у більшості країн була впроваджена американська модель первинних дилерів державних цінних паперів, широкого поширення набув американський досвід регулювання ринку держпаперів шляхом випуску СТРПСів. Європейські країни, що пізніше за інших вступили на шлях реформ (Німеччина), мають менш ефективні та ліквідні ринки в порівнянні з країнами, що почали перетворення раніше (Франція, Великобританія).

Висновки до розділу 1

Отже, проаналізувавши теоретико-методологічні засади діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів, а також вивчивши різноманіття ДЦП на світовому ринку, як форми соціально-економічних відносин, окресливши роль державного ринку цінних паперів через функції та як особливу сферу покриття бюджетного дефіциту, здійснивши загальну характеристику моделей організації фінансового ринку на фондовому ринку, можна дійти таких висновків:

1. Виявлено, що діяльність комерційних банків на ринку цінних паперів є різноманітною та включає проведення власних операцій передбачає формування і аналіз портфеля, а також вибір інвест стратегії, як і управління ризиками. Банки виступають також у ролі торгових посередників, брокерів, дилерів та займаються андеррайтингом, депозитарними операціями та емісією власних цінних паперів. Ринок державних цінних паперів, так само як і ринок цінних паперів загалом, має певний набір учасників, таких як емітенти, інвестори, трейдери та інфраструктура ринку. Окреслено специфічні функції

ринку державних цінних паперів, такі як: перерозподільча, страхування цінових та фінансових ризиків, фінансування дефіциту державного бюджету та спекуляція цінними паперами.

2. Визначено різницю між фіскальною та регулюючою роллю ринку державних цінних паперів. Зазначено, що фіскальна роль полягає у використанні державою цінних паперів для фінансування дефіциту бюджету, тоді як регулююча роль включає в себе управління державним боргом, емісію цінних паперів та облік операцій з державним боргом. Такий підхід передбачає відсутність прямого кредитування бюджетного дефіциту Національним банком України та застосування цінних паперів для оформлення державного боргу.

3. Встановлено, що має місце двоїстий характер державного боргу, який обумовлений протилежними поглядами на дефіцитне фінансування державних витрат через випуск державних боргових зобов'язань. З одного боку, цей інструмент виступає як засіб державного регулювання економіки, а з іншого - свідченням економічної та соціальної кризи. Ця двозначність призводить до суперечливості впливу його форм на економіку. Державні цінні папери, які представляють собою форму взаємин державного боргу, є довгостроковим фінансовим інструментом. За допомогою них можна як стабілізувати, так і дестабілізувати грошовий обіг, впливати на динаміку економічного зростання, рівномірно розподіляти податковий тягар при фінансуванні інвестиційних проектів. Вибір конкретного впливу залежить від пріоритетів уряду та компетентності управлінців цим фінансовим інструментом.

4. Встановлено, що, окрім Національного банку України, важливу роль у розвитку ринку державних боргових цінних паперів та формуванні внутрішнього державного боргу відіграють банки. Основні напрями їхньої роботи включають інвестиційну діяльність та посередницьку діяльність. Банки, особливо ті, що активно інвестують у державні боргові цінні папери, приваблюючись безризиковістю та високою доходністю цього інструменту.

5. Розглянуто різноманітність державних цінних паперів на світовому фінансовому ринку. Так, казначейські векселі є класичним прикладом ринкових державних цінних паперів, які випускаються для касового виконання бюджету економічно розвиненими країнами. Американський ринок включає в себе короткострокові казначейські векселі, середньострокові ноти та довгострокові облігації, що становлять значну частку всіх фондових інструментів уряду. Японські державні цінні папери поділяються на облігації центрального уряду, муніципальні облігації та облігації організацій, пов'язаних із урядом. ФРН випускає різні види цінних паперів для фінансування державного боргу, включаючи федеральні облігації, боргові сертифікати, касові облігації, ощадні сертифікати та ін.

6. Аналізуючи теоретичні дослідження, були виявлені особливості двох основних моделей організації ринку державних цінних паперів - англо-саксонської та континентальної (романо-німецької), а також визначено роль банківських установ на цих ринках. У рамках американської моделі ринку цінних паперів основоположним принципом є професійна діяльність на ринку цінних паперів. На відміну від цього, німецька модель визнає універсальні банки та забороняє існування небанківських фінансових організацій. У Німеччині висока частка інвестицій компенсується більшою питомою вагою іноземних інвесторів у державних цінних паперах. Важливу роль у формуванні моделі організації фінансового ринку відіграє взаємодія банків та небанківських фінансових інститутів. В американській моделі вона є інтенсивною, з сильною конкуренцією між банками та фінансовими посередниками на дилерському ринку та високим рівнем розвитку фінансових інновацій, що робить її значно гнучкішою, ніж німецька.

7. Узагальнено, що залежно від моделі організації фінансового ринку визначаються склад та повноваження органів-регуляторів ринку державних цінних паперів. У країнах з інтегрованими функціями банків (Австрія, Німеччина, Швейцарія) роль органів банківського нагляду є вирішальною, в той час як в країнах англо-саксонського типу (США, Канада) дилери

державних цінних паперів піддаються регулюванню різними відомствами. Особливу роль у регулюванні ринку державних цінних паперів відіграють центральні банки. Вони виступають як кастодіальні та трансфертні агенти, а також використовують операції з державними цінними паперами у грошово-кредитній політиці. В окремих країнах, таких як США, заборонено участь центрального банку у первинному ринку як покупця державних цінних паперів. Американська модель залишається ефективною та мобільною, здатною адекватно реагувати на зміни ринкової ситуації, завдяки домінуванню банків у фінансовій системі та високому рівню незалежності Центрального банку Німеччини, що сприяло збільшенню частки урядової заборгованості в банківському секторі.

8. Акцентовано увагу на тому, що регулювання структури ринку державних зобов'язань у сучасній американській та європейській практиці проявляє зростаючу спільність. У першу чергу, відзначається, що незалежно від організаційної моделі ринку, структура державних зобов'язань має переважно ринковий характер. Абсолютне переважання ринкових випусків державних цінних паперів на вільному ринку є типовим явищем для розвинених ринків державних цінних паперів. Незалежно від моделі регулювання, всі розвинені ринки мають загальні особливості структури власників. На розвинених ринках переважають довгострокові та середньострокові випуски урядових зобов'язань. Однак, конкретна тимчасова структура випусків є національною особливістю кожного ринку. Важливою складовою регулювання ринку державних паперів в світі є методи розміщення казначейських зобов'язань серед інвесторів та способи організації ринку державних цінних паперів. Це призводить до зростання взаємозалежності фінансових ризиків та змін у регулюванні американського та європейських ринків державних зобов'язань.

Основні результати розділу опубліковано в наукових працях автора: [10].

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ ДІЯЛЬНОСТІ БАНКІВСЬКИХ УСТАНОВ НА РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

2.1. Аналіз стану ринку державних цінних паперів в Україні

Ринок цінних паперів належить до важливого сегменту фінансової системи та економіки країни в цілому. Варто зазначити, що завдяки створенню та ефективній діяльності фондового ринку, як складової частини ринків капіталу, відбувається функціонування ринкової економіки. На ринку цінних паперів відбувається залучення капіталу, за його допомогою здійснюється перетік надлишкового капіталу з одних секторів економіки до тих, де спостерігається нестача.

Особливого значення набуває дослідження ринку державних цінних паперів України, оскільки вони сприяють мобілізації значних фінансових ресурсів, а також є засобом поліпшення інвестиційних процесів на території країни.

В ЗУ «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» зазначено, що до державних цінних паперів належать державні облігації України, казначейські зобов'язання України, фінансові казначейські векселі, державні деривативи. Своєю чергою до державних облігацій належать облігації внутрішньої державної позики (ОВДП) та облігації зовнішньої державної позики (ОЗДП) [85].

Аналіз стану ринку державних цінних паперів в Україні доречно почати з вивчення інформації щодо обсягу випусків державних цінних паперів України, яка представлена у відповідних звітах Національного банку України. Нижче наведена таблиця з даними про випуск боргових цінних паперів в

Україні у розрізі сектору загального державного управління за останні 15 років (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Динаміка обсягів випуску державних боргових цінних паперів за період 2008-2023 рр.

Рік	ОВДП, млн. грн	Частка ОВДП в сукупному обсязі випуску державних боргових цінних паперів, %	ОЗДП, млн. грн	Частка ОЗДП в сукупному обсязі випуску державних боргових цінних паперів, %	Облігації внутрішніх місцевих позик, млн. грн	Векселі Держав- ного бюджету, млн грн	Казна- чейські зобов'я- зання, млн грн	Усього, млн грн
2009	85 705	67,54	40 249	31,72	737	199	1	126 891
2010	136 187	70,45	56 503	29,23	626	0	0	193 315
2011	157 635	69,11	69 698	30,56	760	0	0	228 093
2012	185 822	62,48	104 636	35,18	6 112	0	826	297 396
2013	252 378	63,27	138 909	34,82	6 008	0	1 599	398 893
2014	457 651	62,22	272 509	37,05	5 255	0	88	735 505
2015	505 175	54,62	415 270	44,90	4 350	0	99	924 894
2016	667 557	56,32	517 804	43,68	0	0	0	1 185 362
2017	750 270	56,64	574 460	43,36	0	0	0	1 324 729
2018	756 058	54,83	622 080	45,11	740	0	0	1 378 878
2019	822 718	60,87	527 526	39,03	1 440	0	0	1 351 684
2020	991 742	59,87	660 219	39,86	4 510	0	0	1 656 471
2021	1 054 431	62,62	625 004	37,12	4 300	0	0	1 683 736
2022	1 378 215	62,37	828 543	37,49	3 100	0	0	2 209 858
2023	1 571 606	64,46	864 515	35,46	2 000	0	0	2 438 121

Джерело: складено автором за [37]

Загальний обсяг випуску державних цінних паперів в Україні зріс з 126,9 млрд грн в 2009 році до 2438,1 млрд грн в 2023 році. З даних, наведених у таблиці 2.1 помітним є зменшення обсягу випуску державних цінних паперів в 2019 році та його зростання в 2020. Причини таких коливань пов'язані з подоланням наслідків пандемії COVID-19 та потребою впровадження реформ з покращення умов для бізнесу та інвестиційної привабливості країни.

У 2023 році прослідковуються найвищі значення обсягів випуску ОВДП та ОЗДП протягом досліджуваного періоду, що можна пояснити початком

повномасштабного вторгнення російської федерації на територію України та необхідністю залучення Україною додаткових ресурсів задля покриття фінансових потреб держави в умовах воєнного стану, а саме: на підтримку економіки, соціальну сферу та оборонні цілі.

Варто зазначити, що державні облігації України (ОВДП та ОЗДП), займають провідне місце в структурі державних цінних паперів. Протягом останніх 15 років частка ОВДП та ОЗДП в структурі державних цінних паперів у розрізі сектору загального державного управління становила більше 98%, а протягом 2016-2017 рр. показник досяг рівня 100%. Тому, на нашу думку, доречно продовжити дослідження, зацентрувавши увагу на вивченні стану вітчизняного ринку державних облігацій.

Тенденція обсягу торгів державними облігаціями на організованому ринку протягом аналізованого періоду не була стійкою, зокрема найнижчих значень показник досяг в 2022 році (рис. 2.1), що спричинено початком повномасштабної війни на території України.

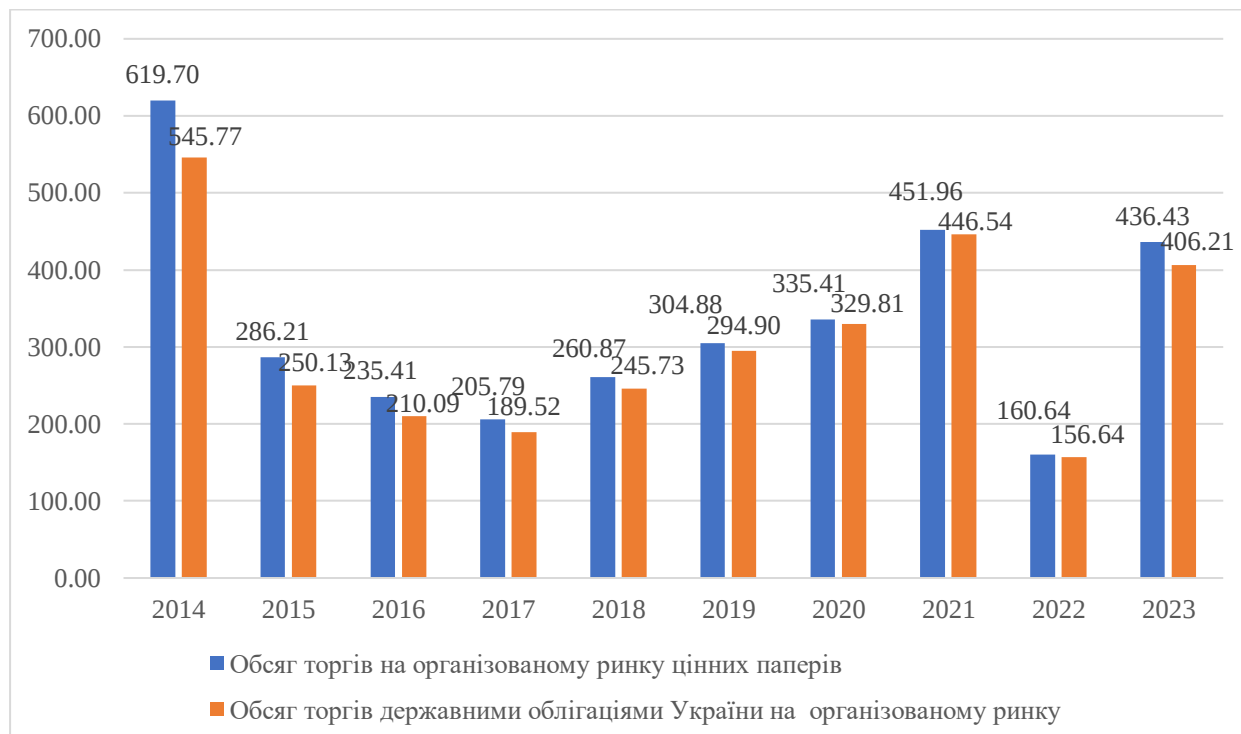


Рис. 2.1. Обсяг торгів державними облігаціями України на організованому ринку у 2014 – 2023 роках, млрд грн

Джерело: складено автором за даними [63-67]

З початком повномасштабного вторгнення на територію України після 24 лютого 2022 року основна увага регуляторів фінансового ринку, в т. ч. Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, була спрямована на налагодження особливостей діяльності ринків капіталу під час дії воєнного стану.

Проте слід зазначити, що вже в 2023 році ситуація на даному сегменті ринку покращилася. Зокрема, в 2023 році обсяг торгів державними облігаціями операторами організованих ринків капіталу становить 406,21 млрд грн, що відповідає значенню 93,10% від загального обсягу торгів на організованому ринку.

На наш погляд, більш детально потрібно зупинитися на аналізі ринку облігацій внутрішньої державної позики. Сутність функціонування первинного ринку ОВДП полягає в тому, що вони продаються Урядом первинним дилерам та їх клієнтам для фінансування потреб державного бюджету. На вторинному ринку купівля/продаж відбувається між професійними учасниками фондового ринку та їх клієнтами [66].

Дослідження функціонування первинного ринку облігацій внутрішньої державної позики розпочнемо з аналізу динаміки розміщення ОВДП на первинному ринку в Україні за період 2014–2023 рр. [66] (Додаток В).

Протягом аналізованого десятирічного періоду, розміщення ОВДП на вітчизняному первинному ринку відбувалося в гривнях та іноземній валюті, а саме, в доларах США та євро.

Відмінною характеристикою розміщення на первинному ринку ОВДП, номінованих у гривні, є той факт, що окрім коштів залучених до бюджету в деяких роках здійснювався випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу банків. Загалом ситуація щодо розміщення ОВДП на первинному ринку в Україні є неоднорідною, що ускладнює можливість виявлення тенденцій в даному сегменті дослідження

Згідно даних, наведених в Додатку В до 2019 року включно тенденція розміщення на первинному ринку ОВДП, номінованих у гривні є неоднорідною. Протягом наступних років відбувалося поступове збільшення, зокрема в 2023 році значення показника становило 401785,12 млн грн.

Значення в період 2020-2023 рр. можна пов'язати зі збільшенням середньозваженої дохідності ОВДП, номінованих у гривні (рис. 2.2). Отримані результати свідчать про значне підвищення середньозваженої дохідності ОВДП, номінованих у гривні протягом останніх років. Зростання аналізованого показника у 2023 році до рівня 18,70% підтверджує зв'язок з підвищенням розміщення ОВДП на первинному ринку в Україні в поточному році, що демонструє активізацію інвестиційної привабливості ОВДП на первинному ринку.

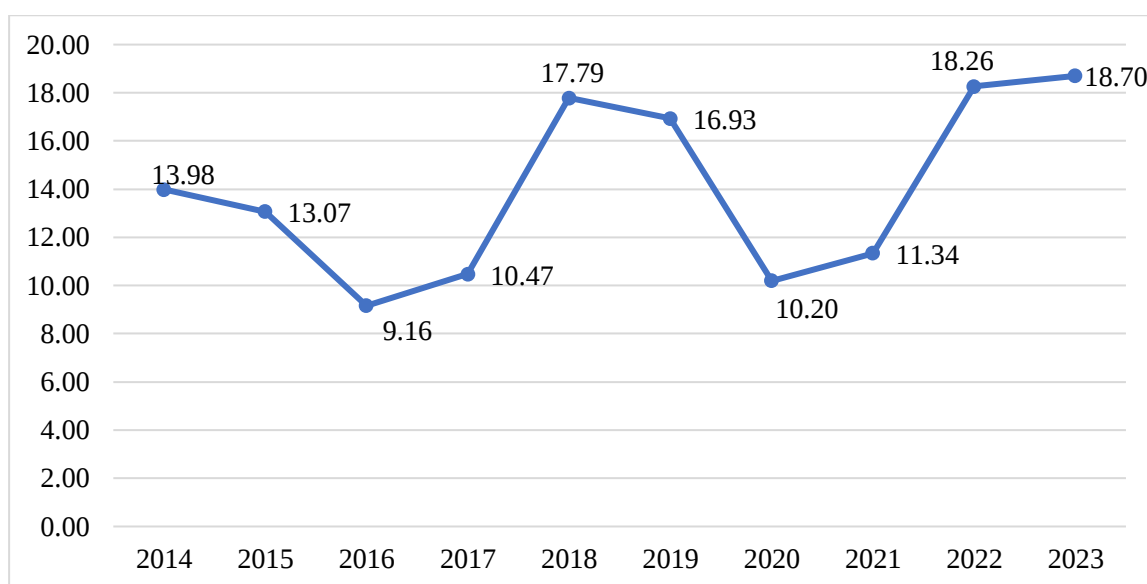


Рис. 2.2. Динаміка зміни середньозваженої дохідності розміщення на первинному ринку ОВДП, номінованих у гривні, %

Джерело: побудовано автором на основі [66]

Як бачимо з Додатку В грошові кошти, отримані від розміщення ОВДП на первинному ринку, номінованих у гривні в більшій мірі спрямовуються на залучення коштів до бюджету та для збільшення формування статутного капіталу банків. Проте дані вказують на нестабільну ситуацію досліджуваних показників з різкими підвищеннями та спадами за аналізований період.

Характерною особливістю 2018-2019, 2020 та 2023 рр. є те, що кошти від розміщення ОВДП на первинному ринку повністю спрямовуються на залучення коштів до бюджету, тобто випуск ОВДП для збільшення формування статутного капіталу банків не здійснюється.

Варто зазначити, що кошти від розміщення на первинному ринку ОВДП, номінованих у іноземній валюті, а саме в доларах США та євро, також спрямовуються на залучення коштів до бюджету в 100% обсязі.

Далі перейдемо до аналізу власників ОВДП. Згідно даних, наведених на рис. 2.3, прослідковується ситуація щодо зниження частки ОВДП у власності НБУ протягом 2015-2021 рр. з 77,19% до 29,64% відповідно та позитивна тенденція щодо інших власників.

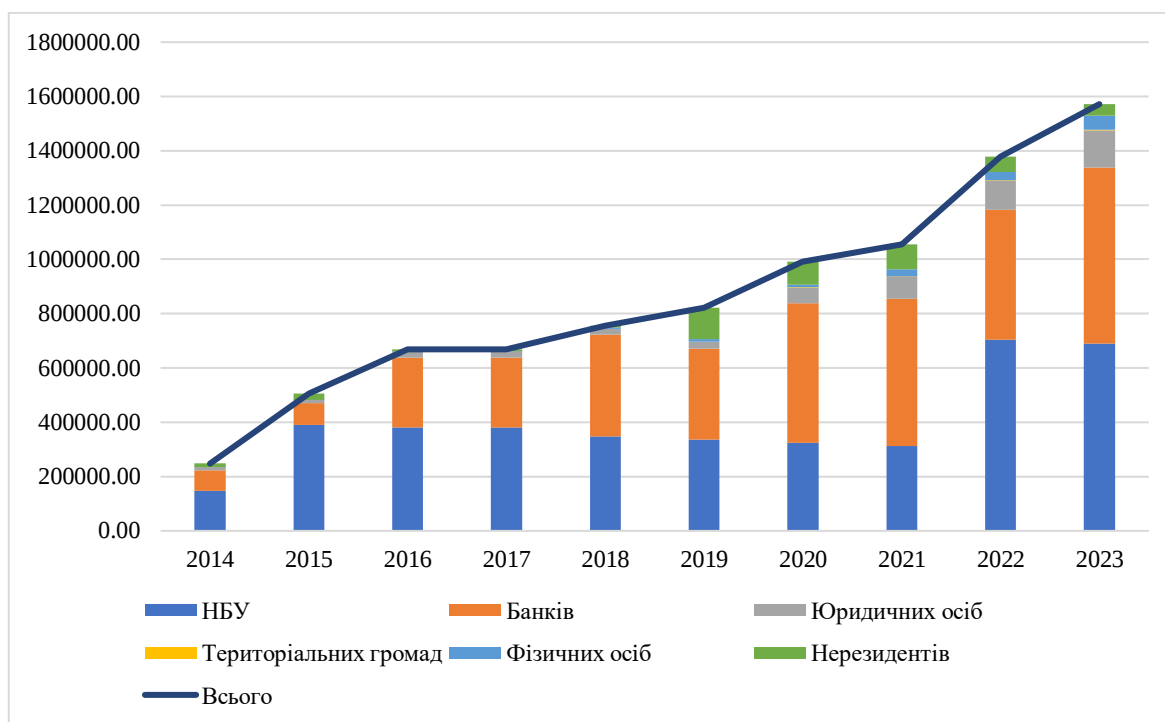


Рис. 2.3. Динаміка обсягу ОВДП, що перебувають в обігу за номінально-амортизаційною вартістю в розрізі власників за період 2014–2023 рр.

Примітка: дані станом на кінець кожного року

Джерело: побудовано автором за [66]

Аналіз даних, наведених на рис. 2.3, свідчить про стрімке зростання частки облігацій, що знаходиться у власності нерезидентів в 2019 році.

Зокрема, вартість ОВДП, номінованих у гривні у власності нерезидентів в 2019 році порівняно з 2018 роком зросла на 109430,41 млн грн і станом на кінець 2019 року 115779,81 млн грн [92]. Причиною такого стрімкого зростання є приєднання в 2019 році України до Clearstream і відповідно угода між НБУ та Clearstream щодо відкриття рахунку міжнародного депозитарію в депозитарії НБУ. Такий зв'язок дає можливість забезпечити та полегшити доступ іноземних інвесторів до ринку ОВДП, номінованих у гривні [116].

Далі перейдемо до дослідження вторинного ринку облігацій внутрішньої державної позики. Розпочнемо з аналізу обсягу угод за номінальною вартістю. Згідно даних, наведених на рис. 2.4 найвищими були значення показника станом на 30.12.2020 р. – 10,52 млрд грн, а мінімальні датовані березнем 2022 року в розмірі 0,04 млрд грн.

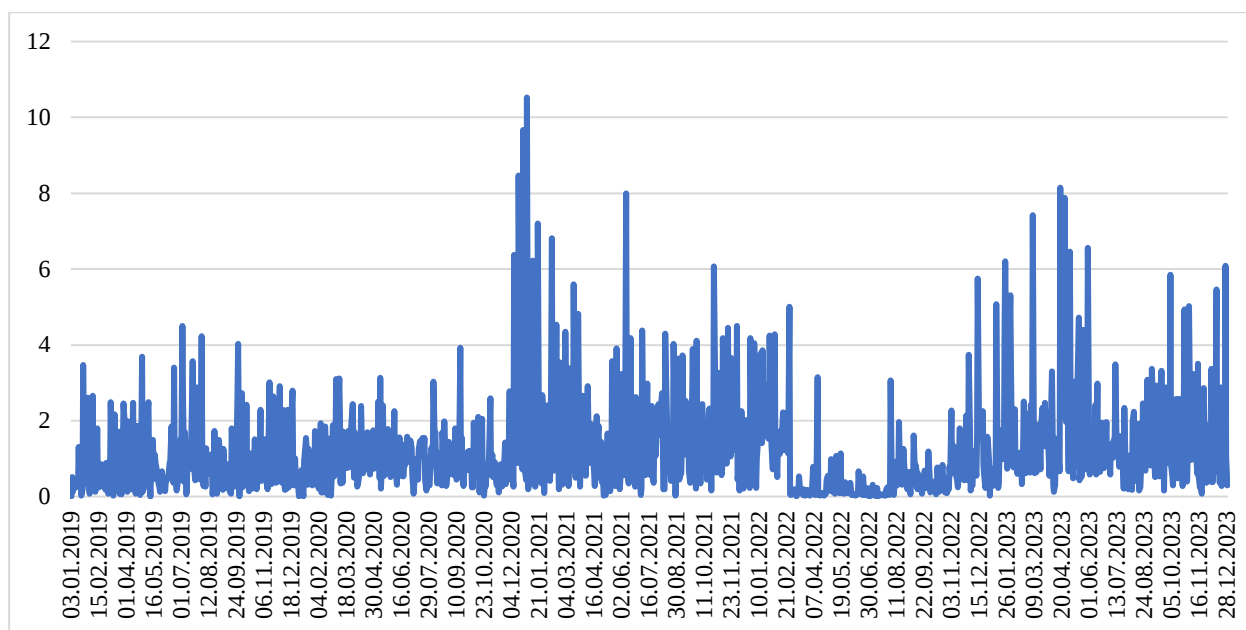


Рис. 2.4. Обсяг угод за ОВДП за номінальною вартістю, млрд грн

Джерело: побудовано автором за [92]

Стабільно низькими обсяги угод за номінальною вартістю були протягом першого півріччя 2022 року, що спричинено початком російської повномасштабної війни проти України та різким спадом діяльності на фінансовому ринку.

Варто зазначити, що протягом останніх років саме державні облігації займають провідне місце в структурі торгів на організаторах торгівлі. За даними, наведеними на рис. 2.5, в 2021 році значення показника досягли максимального значення і становлять 98,80% від загального обсягу торгів на організаторах торгівлі.

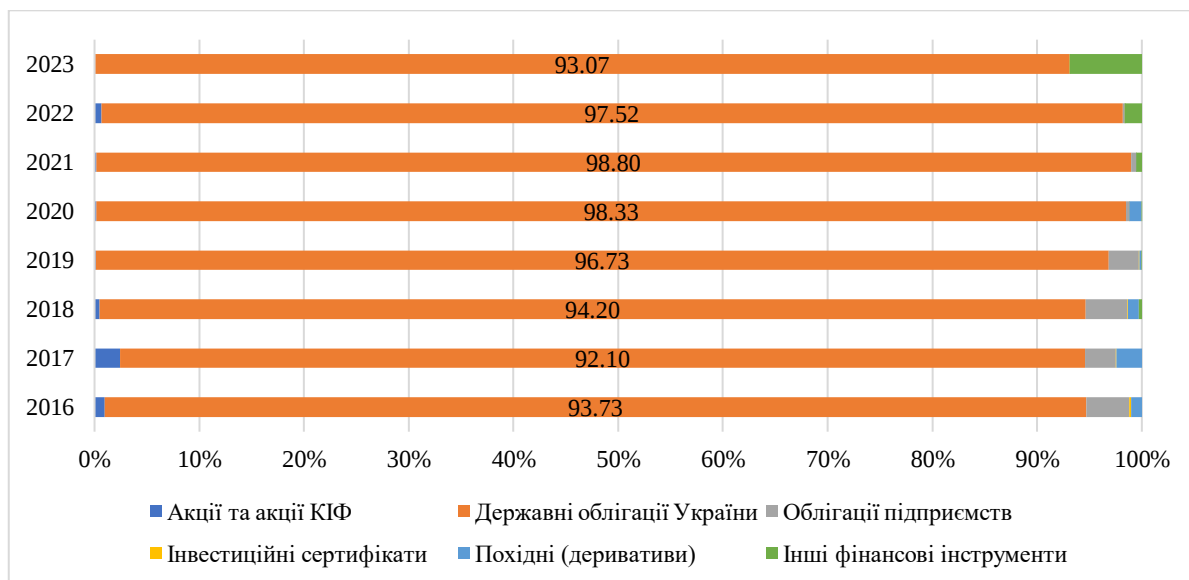


Рис. 2.5. Частка обсягів торгів на організаторах торгівлі з розподілом за фінансовими інструментами у 2016 – 2023 роках, %

Джерело: побудовано автором за [73; 74]

Станом на 2023 рік на організованому ринку капіталу функціонують наступні оператори: «УБ», «ПФТС» та «ПЕРСПЕКТИВА». Однак, варто зазначити, що зосередження торгівлі ОВДП та ОЗДП відбувається на «ПФТС» та «ПЕРСПЕКТИВІ» (рис. 2.6).

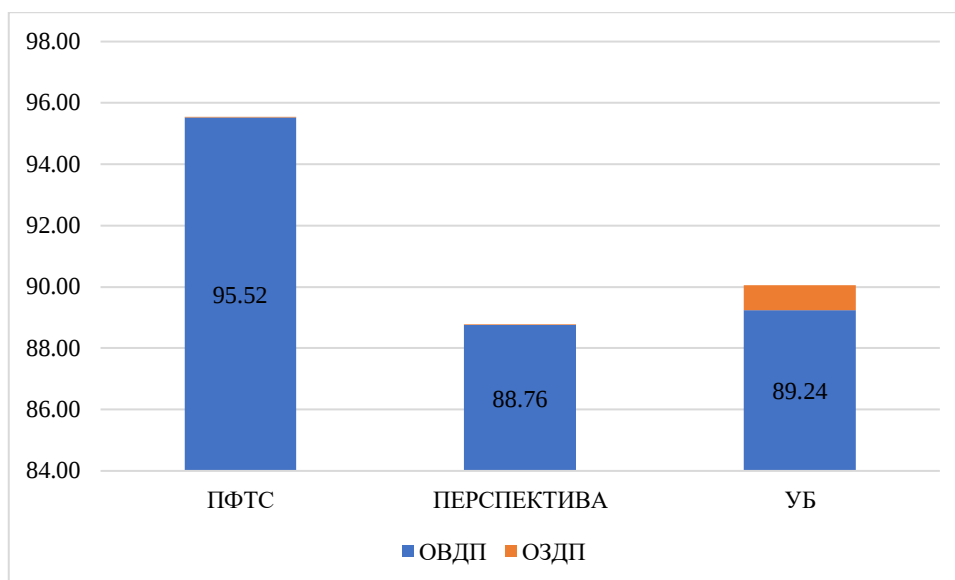


Рис. 2.6. Частка обсягів торгів державними цінними паперами на організаторах торгівлі в 2023 році, %

Джерело: побудовано автором за [91]

Проаналізуємо детальніше обсяги торгів на організаторах торгівлі з розподілом за кожним державним цінним папером. На «УБ» здійснювалася торгівля ОВДП, обсяг яких становив 89,24%. На «ПЕРСПЕКТИВІ» відбувалася торгівля ОВДП у розмірі 88,76% від загального обсягу торгів державними ЦП. Торгівлю державними цінними паперами також здійснювала «ПФТС», значення якої становило 95,52%.

Починаючи з березня 2023 року Мінфін України здійснює випуск військових облігацій, кошти з яких йдуть на фінансування потреб армії та підтримку економіки країни під час війни. Аукціони з продажу військових ОВДП проводяться по вівторкам Міністерством фінансів України (Додаток Г) [21].

В процесі аналізу ринку ДЦП в Україні важливого значення набуває вивчення питання кредитного рейтингу державних цінних паперів. Окрім того, що дані кредитного рейтингу вказують на інвестиційну привабливість фінансових інструментів, вони можуть бути використані й задля оцінки інвестиційного клімату країни в цілому

Наразі оцінка кредитного рейтингу державних ЦП України здійснюється наступними рейтинговими агентствами [76]: «Fitch Ratings» (Fitch); «Standard & Poor's» (S&P); «Moody's Investors Service» (Moody's); Rating and Investment Information, Inc.* (R&I).

Поточний кредитний рейтинг боргових зобов'язань України наведений в таблиці 2.2.

Таблиця 2.2

Кредитний рейтинг боргових зобов'язань України

Рейтингове агентство	Рейтинг боргових зобов'язань в іноземній валюті		Рейтинг боргових зобов'язань в національній валюті		Прогноз	Дата підтвердження/присвоєння рейтингу
	Довгострокові зобов'язання	Короткострокові зобов'язання	Довгострокові зобов'язання	Короткострокові зобов'язання		
"Standard & Poor's" (S&P)	CC	C	CCC+	C	Негативний	8 березня 2024 р.
"Fitch Ratings" (Fitch)	CC	C	CCC-	C		8 рудня 2023 р.
"Moody's Investors Service" (Moody's)	Ca		Ca	-	Стабільний	10 лютого 2023 р.
Rating and Investment Information, Inc.* (R&I)	CCC				Перегляд з можливим зниженням	23 січня 2024 р.

Джерело: побудовано автором за [76]

Зокрема, R&I станом на 23 січня 2024 року підтверджує суверенний кредитний рейтинг України в іноземній валюті на рівні «ССС» та підтвердило перегляд прогнозу з можливим зниженням.

Міжнародне рейтингове агентство Moody's Investors Service 10 лютого 2023 р. оновило суверенний кредитний рейтинг України в національній та іноземній валютах до рівня Са та визначає прогноз як стабільний.

Fitch Ratings 8 грудня 2023 року підтвердило рейтинг довгострокових зобов'язань в іноземній валюті на рівні «СС» та в національній валюті на рівні «ССС-». В свою чергу рейтинг короткострокових зобов'язань в іноземній та національній валютах встановлено на рівні «С».

8 березня 2024 року рейтингове агентство Standard & Poor's визначає довгостроковий кредитний рейтинг України в іноземній валюті на рівні «СС», а в національній валюті на рівні «ССС+». Короткостроковий суверенний кредитний рейтинг України в іноземній та національній визначено на рівні «С», в свою чергу, прогноз встановлено як «негативний».

Початок повномасштабного російського військового вторгнення на територію України вніс зміни як до функціонування ринків капіталу, так і фондового ринку. Зокрема початок війни, та негативні зміни, які спіткали вітчизняну економіку, знайшли своє відображення й в інвестиційному середовищі країни, а саме на показниках кредитного рейтингу вітчизняних державних цінних паперів. В цілому можна узагальнити наявну інформацію рейтингових агентств та зазначити, що поточний кредитний рейтинг за державними цінними паперами знаходиться на низькому рівні з можливим пониженням в майбутньому. Україна має значний потенціал для інвестування, проте про позитивні зміни в цьому напрямку, на нашу думку, можна говорити лише після завершення бойових дій, перемоги України та її повоєнного відновлення.

Проведений аналіз стану ринку державних цінних паперів в Україні свідчить, що частка ОВДП та ОЗДП в сукупному обсязі випуску державних

боргових цінних паперів становить більше 90%. Варто зазначити, що державні облігації займають основну позицію в структурі торгів на організаторах торгівлі. Початок повномасштабної війни на території нашої держави мав колосальний вплив на ринок цінних паперів, в тому числі й на ринок державних облігацій України. Проте вдала інформаційна кампанія щодо привабливості інвестування населення в військові облігації в 2022 році призвела до збільшення обсягу ОВДП, що перебувають в обігу за номінально-амортизаційною вартістю в розрізі власників-фізичних осіб, така тенденція продовжилася і в 2023 році [21].

2.2. Аналіз діяльності банків як учасників ринку державних цінних паперів

Діяльність банківських установ відіграє значну роль в процесі функціонування вітчизняного фінансового ринку та фондового ринку, як складового елементу ринку капіталу, зокрема.

Вітчизняне законодавство дозволяє поєднання банківської діяльності з торгівлею фінансовими інструментами, депозитарною роботою, управлінням майном для фінансування будівництва та/або операцій з нерухомістю та іпотечним покриттям на капітальному ринку [63].

Перед тим як перейдемо до дослідження аналізу діяльності банків як учасників ринку державних цінних паперів, варто визначити яка кількість банків функціонувала на фінансовому ринку України (рис. 2.7).

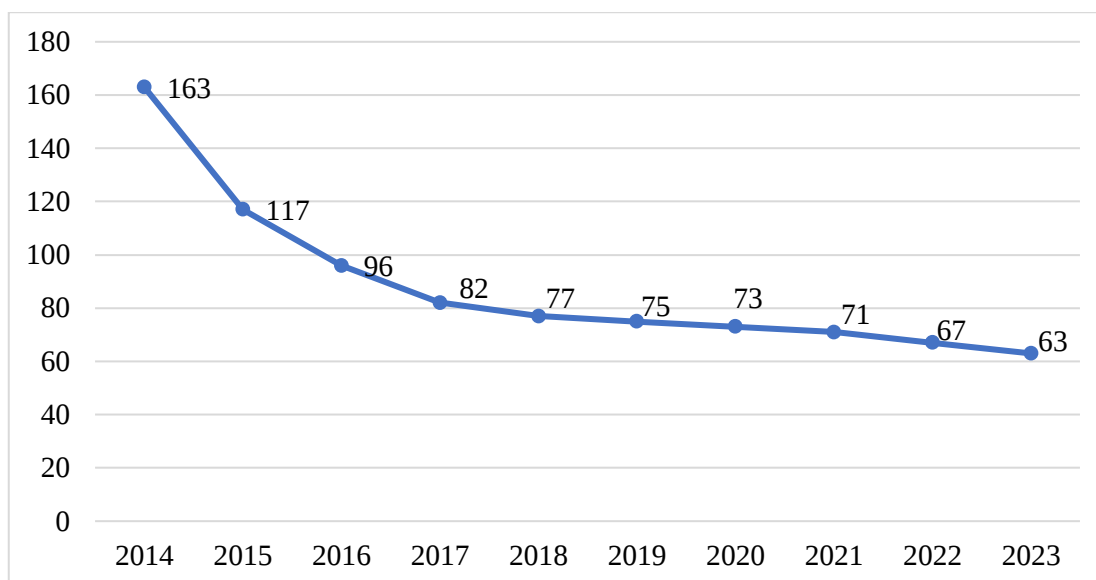


Рис. 2.7. Динаміка кількості діючих банків в Україні в 2014-2023 рр.

Джерело: побудовано автором за [26]

З даних, наведених на рисунку 2.7, видно, що кількість банків, які функціонували в Україні протягом останніх десяти років мала тенденцію до скорочення. 2014 рік ознаменувався кардинальними змінами та погіршенням економічних, політичних та соціальних умов, що спричинили трансформаційні зміни фінансової системи та банківського сегменту зокрема.

Варто відмітити зростання загальних активів банківських установ протягом останніх п'яти років (рис. 2.8).

На відміну від операцій кредитування, вкладення банків в ОВДП є низько ризиковою, надійною та стабільною можливістю щодо отримання доходів в майбутніх періодах.

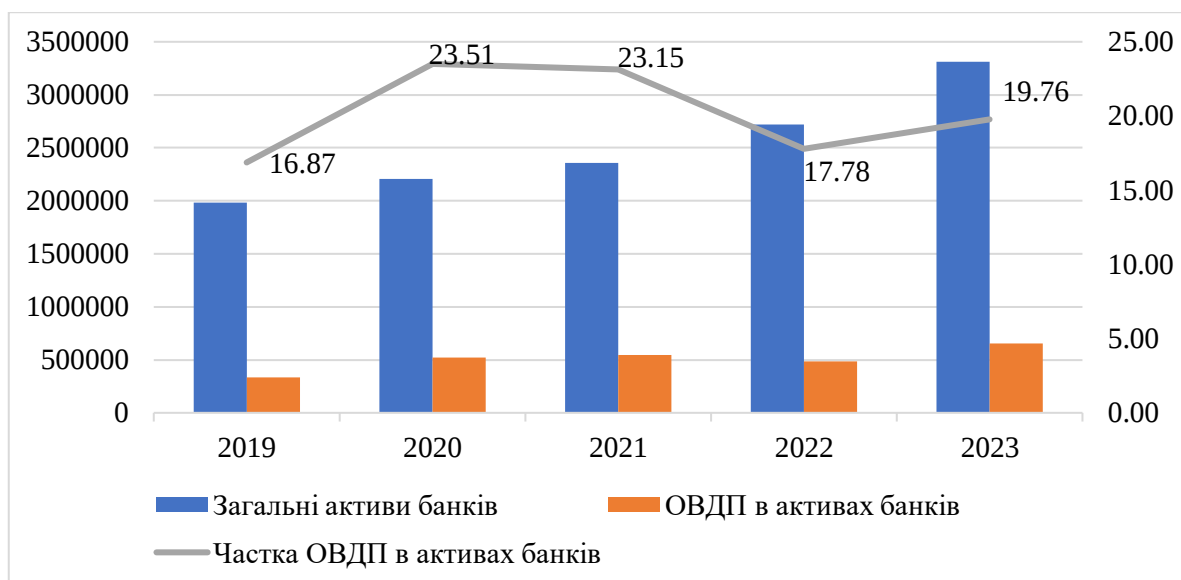


Рис. 2.8. Обсяг активів банків та вкладення банків в ОВДП в Україні в 2019-2024 рр., млн грн

Джерело: побудовано автором за [26]

Інформація, зображена на рис. 2.8, свідчить, що частка ОВДП в активах банків протягом аналізованого п'ятирічного періоду демонструє змінну динаміку.

Як відомо, банківські установи в розрізі банківських груп можна класифікувати наступним чином: банки з державною часткою; банки з приватним капіталом; банки іноземних банківських груп.

На основі наведеної інформації проаналізуємо частку ОВДП в активах в розрізі банківських груп (рис. 2.9).

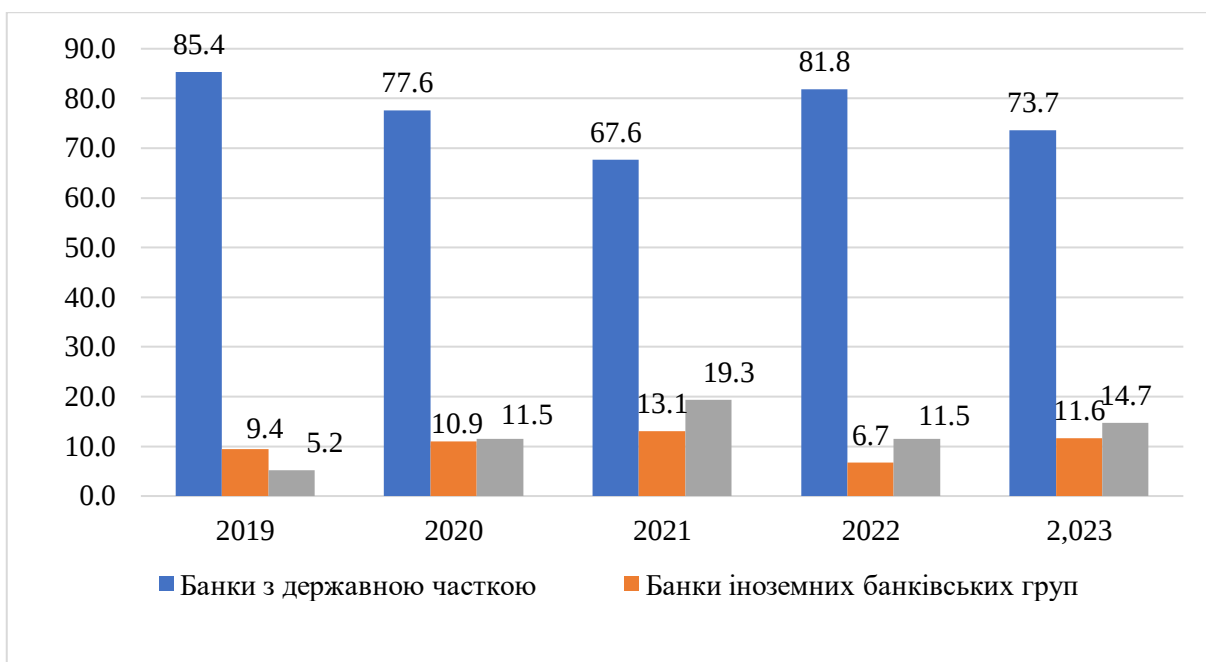


Рис. 2.9. Частка ОВДП в активах банків в розрізі банківських груп в Україні в 2019-2023 рр., %

Джерело: побудовано автором за [26]

Отже, протягом аналізованого періоду провідного значення набуває частка ОВДП в активах саме банків з державною часткою. Протягом 2019-2021 рр. прослідковувала тенденція до скорочення аналізованого показника серед банків з державною часткою, проте в 2022 році ситуація змінилася і станом на кінець року частка ОВДП в активах банків з державною часткою становила 81,8%. Важливим фактором стимулювання купівлі ОВДП банками є надійність зазначеного фінансового інструменту. Варто зазначити, що банки з державною часткою, а саме, АТ «Укрексімбанк та АТ «Ощадбанк» належать до ТОП-3 рейтингу первинних дилерів [90].

Як було зазначено вище, банки можуть здійснювати депозитарну діяльність. В свою чергу, у своєму статусі учасника депозитарної системи України, Національний банк здійснює депозитарний облік та обслуговування державних цінних паперів на основі отриманих активів [91]. На первинному ринку Міністерство фінансів України на аукціонах проводить розміщення ОВДП, купівлю яких здійснюють банки-первинні дилери. На вторинному

ринку укладення угод також здійснюють торговці цінними паперами на основі ліцензії, виданої Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку [81].

Загалом, рейтинг первинних дилерів за обсягом придбання ОВДП за підсумками 2023 року виглядає наступним чином [90]: АТ «Укрексімбанк»; АТ КБ «Приватбанк»; АТ «Райфайзен Банк»; АТ «ОТП Банк»; АТ «Сіті Банк»; АТ «Укргазбанк»; АТ «Південний»; АТ «Ощадбанк»; АТ «Сенс Банк»; АТ «Пумб»; АТ «Кредобанк»;

Що стосується суми інвестицій в ОВДП, то в розрізі банків вона є неоднаковою, а саме [75]:

- АТ «Укргазбанк», АТ «Укрексімбанк», АТ «Південний», АТ «Пумб» встановлює суму інвестицій від 1000 грн;
- АТ «Ощадбанк», АТ КБ «Приватбанк» та АТ «Сенс Банк» визначає суму інвестицій в обсязі від 10000 грн;
- АТ «Кредобанк» встановлює суму інвестицій від 50000 грн;
- АТ «ОТП Банк» визначає суму інвестицій в обсязі від 100000 грн;
- АТ «Райфайзен Банк» визначає суму інвестицій на рівні 100000 грн.

Починаючи з 2019 року, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку оприлюднює інформацію про первинних дилерів, які здійснюють функції маркет-мейкерів ОВДП. Варто зазначити, що станом на IV квартал 2023 року з переліку первинних дилерів, який налічує 11 банків лише 7 належали до маркет-мейкерів [36].

Професійна асоціація учасників ринків капіталу та деривативів здійснює ранкінгування торговців цінними паперами за певним переліком ранкінгуючих показників. У Додатку Д наведено ТОП-5 банків торгівців цінними паперами в Україні [91].

Згідно даних, наведених в Додатку Д першість в 4 кварталі 2023 року за більшістю показників ранкінгу належить банку акціонерному товариству комерційному банку «ПриватБанк». Зокрема, за показником загальної кількості виконаних протягом звітного кварталу договорів торговцем цінними

паперами на організаторах торгівлі ПриватБанку належить 862 договори на загальну суму 34,33 млрд грн. За показником кількості виконаних протягом звітного кварталу договорів торговцем цінними паперами поза організаторами торгівлі банку належить 4710 договорів, проте першість за загальною сумою виконаних протягом звітного кварталу договорів торговцем цінними паперами поза організаторами торгівлі належить банку «Південний» (385,08 млрд грн). Лідируючу позицію за показником загальної кількості укладених та виконаних протягом звітного кварталу договорів за всіма видами діяльності займає також ПриватБанк, однак за загальною сумою укладених та виконаних договорів за всіма видами діяльності лідером є Акціонерне товариство "ІНГ Банк Україна".

Отже, зважаючи на той факт, що ОВДП є надійним джерелом вкладення коштів з метою отримання доходу в майбутньому, частка ОВДП в активах банківських установ за останні п'ять років хоча й демонструвала змінну динаміку, проте була наближеною до значення в 20%. Аналіз частки ОВДП в активах в розрізі банківських груп свідчить, що ключову роль відіграє ОВДП в активах саме банків з державною часткою.

В результаті аналізу діяльності банків як учасників ринку державних цінних паперів виявлено, що банківські установи також можуть функціонувати на фінансовому ринку як первинні дилери та маркет-мейкери ОВДП. Зокрема в кінці 2023 року лише 7 з 11 банків первинних дилерів виконували функції маркет-мейкерів ОВДП.

2.3. Модель оцінки впливу банківських установ на розвиток ринку державних цінних паперів

Система державних фінансів завжди потребує додаткових фінансових ресурсів для компенсації зростаючих витрат. Розповсюдженим рішенням цього виклику є збільшення обсягів державного боргу. Однак, значна частина

зовнішніх запозичень, яка набула розгалуження протягом останніх років, призводить до підвищення ризику фінансової залежності України.

Як було з'ясовано у попередніх пунктах, Україна формує свій внутрішній державний борг, емітуючи облігації внутрішньої державної позики. Ці фінансові інструменти випускає Міністерство фінансів під керівництвом Кабінету Міністрів [6]. Банківська сфера відіграє ключову роль у сприянні розвитку ринку державних облігацій і формуванні внутрішнього державного боргу [47].

Згідно із Додатком В, розглядаючи динаміку обсягу ОВДП, що перебувають в обігу за номінально-амортизаційною вартістю в розрізі власників за період 2007–2021, можемо відмітити, що періоди зростання обсягів інвестування в ОВДП паралельні з періодами криз у економіці країни. Зокрема, масовий відтік приватного капіталу, зниження виробництва та споживання після глобальної фінансової кризи 2008 року обмежили змоги фінансування бюджетного дефіциту, що вимагало залучень через облігацій внутрішньої державної позики. Внаслідок банківської кризи 2014–2016 років відбулося очищення банківського сектору України від неякісних та фінансово непрозорих установ. Залишені на ринку банки потребували додаткової капіталізації, яка передбачала випуск облігацій внутрішньої державної позики за їх справедливою вартістю. У 2020 році зростанню портфеля облігацій внутрішньої державної позики, яким стали володіти банки, сприяло зниження облікової ставки НБУ через його м'яку монетарну політику, спрямовану на покращення наслідків економічної кризи, спровокованої пандемією Covid-19. Це призвело до зниження ставки рефінансування до 6%. Іншими словами, банки здобули можливість отримувати кредити рефінансування від НБУ, інвестувати ці кошти в облігації та отримувати прибутки на різниці відсотків.

У багатьох ринкових економіках, країн що розвиваються, комерційні банки відіграють ключову роль у інвестуванні у державні цінні папери, в той час як у розвинених країнах банки мають більше альтернативних активів на фондовому ринку для інвестування. Проте, переважна залежність від банків у

мобілізації фінансових ресурсів для придбання державних цінних паперів виявляється витратною для урядів та інвесторів. Навіть у системах, де банки тримають у своїх портфелях державні цінні папери як основний актив, вони зберігають високий рівень маржі між депозитними ставками та безризиковою доходністю державних цінних паперів. Таким чином, важливим аспектом розвитку більш широкого ринку державних цінних паперів є необхідність знаходження шляхів подолання такої поведінки та стимулювання банків та інших фінансових установ до продажу реалізації даної цілі можна скористатися комбінацією заходів, таких як: зобов'язання системам первинних дилерів розміщувати цінні папери серед кінцевих інвесторів; надання безпосереднього доступу до основних накопичень, таких як роздрібні та/або зарубіжні інвестори; проведення структурної перебудови у пенсійних та пенсійних фондах для підтримки їхнього інвестування в державні облігації; а також реформування або створення спільних інвестиційних фондів.

Один із значущих компонентів непрямих витрат державних ресурсів на сприяння діяльності банків є відсотковий дохід від державних цінних паперів, що були використані для капіталізації державних банків у період з 2013 по 2020 роки. Для збільшення капіталу цих банків, Уряд випустив ОВДП, які потім обмінював на додаткові акції цих банків. До 2011 року Уряд та Національний банк активно здійснювали викуп цих ВДО від банків після їх капіталізації, що призводило до "монетизації ВДО". Це мав додатковий негативний вплив на інфляцію та обмінний курс, оскільки монетизація ВДО суттєво збільшувала грошову масу.

Починаючи з 2011 року, Національний банк України та уряд припинили процес викупу ОВДП, які використовувались для підзарядки капіталу банків. Ці фінансові інструменти тепер перебувають під контролем банків, які можуть зберігати їх у своєму портфелі для отримання відсотків або здійснювати їх реалізацію, щоб забезпечити фінансування інших видів діяльності, таких як надання кредитів та інші операції. Загальні витрати на обслуговування цих ОВДП (відомих як капітальні ОВДП) упродовж періоду з

2009 по 2020 рік склали близько 97,3 млрд грн, що дорівнює приблизно \$5.7 млрд за історичним обмінним курсом. Динаміка витрат зображена на рис. 2.10, можемо простежити щорічне зростання витрат держави на обслуговування капітальних ОВДП, щоб звичайно не могло позначитись на бюджеті.

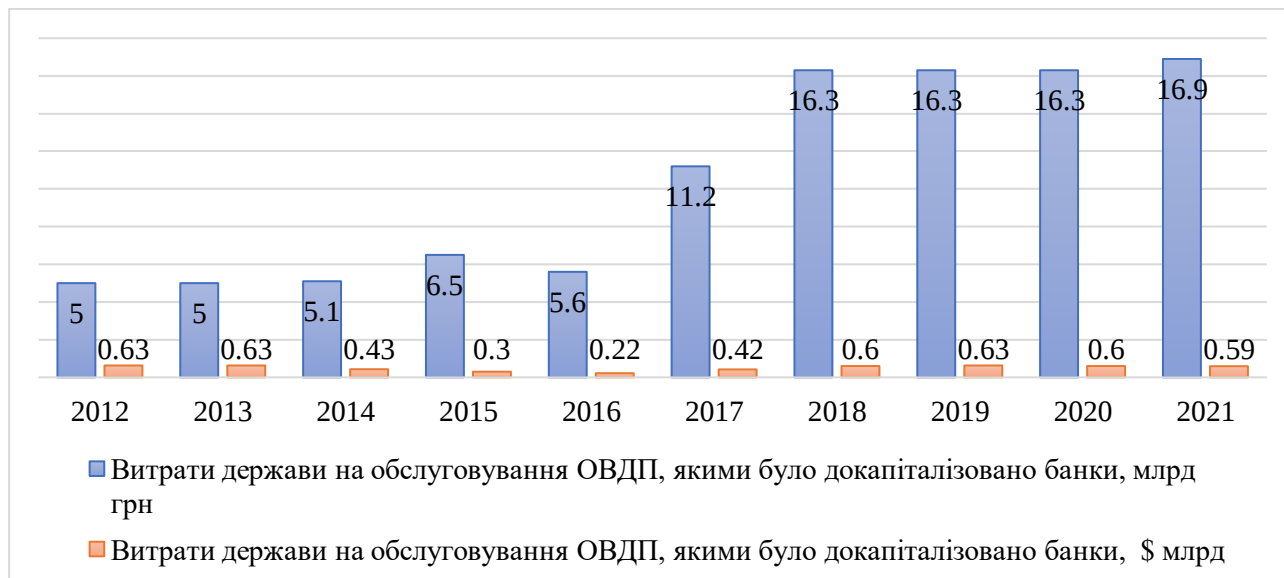


Рис. 2.10. Витрати держави на обслуговування ОВДП, якими було докапіталізовано банки, млрд грн, \$

Джерело: побудовано за даними: [5; 6; 85]

Процес капіталізації, що відбувається через емісію нових акцій банку та їх обмін на облігації внутрішньої державної позики, сприяє зростанню капіталу банку і одночасному росту його активів. Це досягається завдяки включенню державних цінних паперів у власний портфель банку, що дає змогу банку утримувати ці папери до їх погашення, отримуючи відсотки протягом періоду їх обігу. Є інша можливість - збут цих ОВДП третій стороні, такий як інші банки, фізичні особи або нерезиденти. Коли банк реалізує частину облігацій внутрішніх державних позик, які використовуються для підвищення його капіталу, це не робить його остаточним власником відсоткових платежів. Проте ці витрати все ще є прямими витратами держави на підтримку банків. Відсоткові доходи, отримані державними банками від облігацій, які використовуються для їхньої докапіталізації, мали значний вплив на їхню рентабельність.

За оцінками, у 2019 та 2020 роках державні банки заробили близько 12 мільярдів гривень відсоткових доходів від "капітальних облігацій", що складало приблизно 16% від усіх процентних доходів чотирьох державних банків. Це також перевищувало 40% чистого процентного доходу, отриманого державними банками в 2019 році, оскільки ці відсоткові платежі фактично були гарантованим "пасивним доходом" і не потребували додаткового фінансування для придбання "капітальних облігацій" [10].

На практиці саме державні банки, за винятком Приватбанку, повністю утримують у своїх портфелях «капітальні облігації внутрішніх позик» у межах власних цільових фондів і одержують від них відсотковий прибуток. Це, до певної міри, зумовлено умовами емісії таких ОВДП, оскільки їхня дохідність є меншою порівняно з ОВДП (з терміном обігу понад 5 років), які Міністерство фінансів реалізовує на первинному ринку. Крім того, частково обмежений ринок збуту характеризує частину ОВДП, які вже були докапіталізовані в Ощадбанку, Укрексімбанку і Приватбанку у 2016–2017 роках; це облігації, номінальна вартість яких пов'язана з курсом іноземної валюти, але відсотковий дохід фіксований в гривні. Відсоткові виплати, отримані державними банками від ОВДП для їх докапіталізації, значно впливають на їхню рентабельність. Враховуючи 2019 та 2020 роки, можна зазначити, що ці банки щорічно отримували близько 12 мільярдів гривень відсоткових виплат від "капітальних ОВДП". Це становило приблизно 16% від загальних відсоткових доходів чотирьох державних банків у той період, або понад 40% їхнього чистого відсоткового доходу у 2019 році.

Укрексімбанк та Ощадбанк відзначаються найбільшими показниками прибутку, отриманого від "капітальних облігацій з внутрішньою державною підтримкою", відносно чистого процентного доходу: відповідно 78% та 42%. Беручи до уваги великі адміністративні і операційні витрати цих фінансових установ, можна припустити, що без прибутку від цих облігацій банки,

найімовірніше, мали б негативний фінансовий результат у формі чистого збитку за підсумками 2019 року.

У пункті 2.1 здійснено аналіз динаміки середньозваженої дохідності гривневих облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) протягом періоду з 2018 по 2022 роки. Зроблено висновок, що ця динаміка не мала сталого характеру й активно змінювалася протягом вказаного періоду. Найвищі значення спостерігалися в кінці 2018 - на початку 2019 року та з середини 2022 року, а найнижчі - всередині 2020 року.

Давайте розглянемо, як змінювались процентні доходи банків за 2017-2024 роки (рис. 2.11).

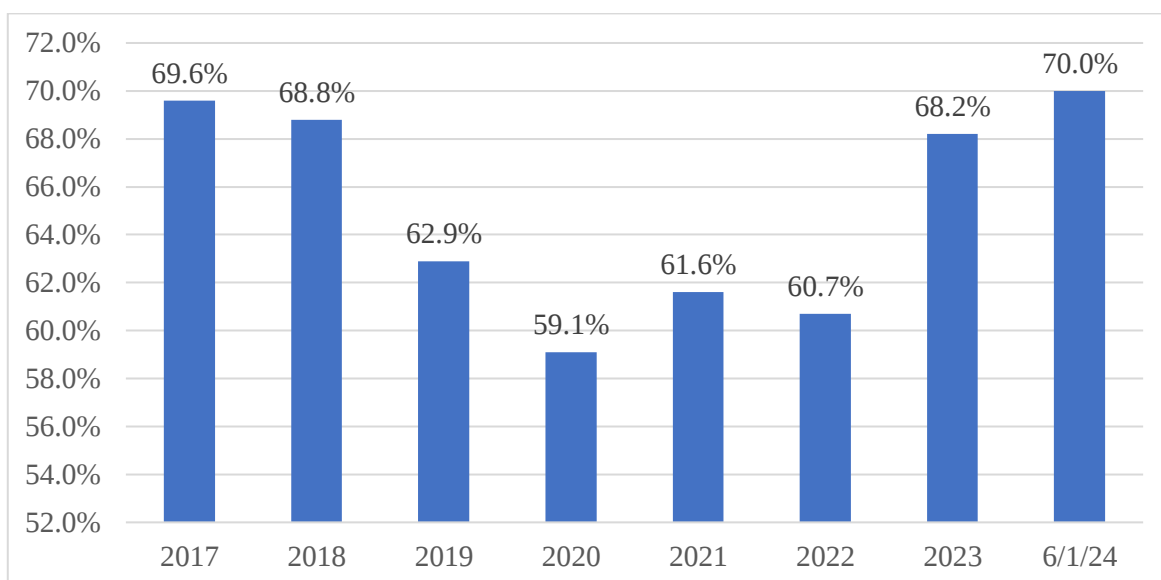


Рис. 2.11. Відсоток процентного доходу банків в загальних доходах, %

Джерело: побудовано за даними [6]

Зауважимо, що якщо відстежити динаміку обсягів різних видів кредитів, наданих банками, а також даних, щодо вкладень в цінні папери та довгострокові інвестиції за період з 2017 по червень 2024 рік, то можемо зробити наступні висновки: просідання процентного доходу в 2019-2020 році до 62,9% та 59,1% відповідно відбулося за рахунок скорення обсягів кредитів, наданих клієнтам, у 2020 році аж до 960 597 млн грн. Що було найнижчим

показником за досліджувані роки, тож безпосередньо вплинуло зниження частки процентних доходів банку.

Обсяги ж вкладень у цінні папери та довгострокові інвестиції значно зросли з 425803 млн грн у 2017 році до 1467512 млн грн станом на червень 2024 році. Особливо помітне зростання вкладень в ОВДП з 348638 млн грн до 793 407 млн грн у червні 2024. Збільшення таких вкладень стабілізувало частку процентних доходів у 2021 році і призвело до її зростання у 2023-2024 роках аж до 68%. Адже кредити надані банками так і залишалися на відносно стабільному рівні 1065347 млн грн у 2021 році та 1024647 станом на 2023 рік.

Динаміка дохідності облігацій внутрішньої державної позики зумовлена рядом факторів, включаючи розмір облікової ставки Національного банку України. Ця ставка визначається рішеннями НБУ та регулярно переглядається протягом року, враховуючи загальну економічну та фінансову ситуацію у країні. Національний банк використовує облікову ставку як основний інструмент для регулювання грошового ринку та дотримання політики інфляційного таргетування з метою утримання річного рівня інфляції у межах 5% ($\pm 1\%$).

Дослідимо вплив динаміки облікової ставки Національного банку на зміну дохідності гривневих ОВДП. Для цього обчислимо коефіцієнт кореляції Пірсона між цими показниками відповідно до формули 1, використовуючи щомісячні значення від 2018 до грудня 2023 року. Кількість місяців для проведення розрахунків становить 72 [26].

$$K_{\text{кор.}} = \frac{\sum_{i=1}^{72} (x_i - 15,09)(y_i - 15,06)}{\sqrt{\sum_{i=1}^{72} (x_i - 15,09)^2 \sum_{i=1}^{72} (y_i - 15,06)^2}} = 0,94, \quad (2.1)$$

де $K_{\text{кор}}$ – коефіцієнт кореляції;

x_i, y_i – значення параметрів (облікової ставки та дохідності ОВДП).

Отже, аналіз показав, що коефіцієнт кореляції Пірсона, обчислений на підставі даних за останні 72 місяці, складає 0,94. Високий рівень цього коефіцієнта підтверджує наявність чіткого прямого статистичного зв'язку між зміною облікової ставки Національного банку України та доходністю гривневих ОВДП. З метою наочності та порівняння динаміки зазначених показників побудуємо графік, результати якого будуть відображені на рис. 2.12.

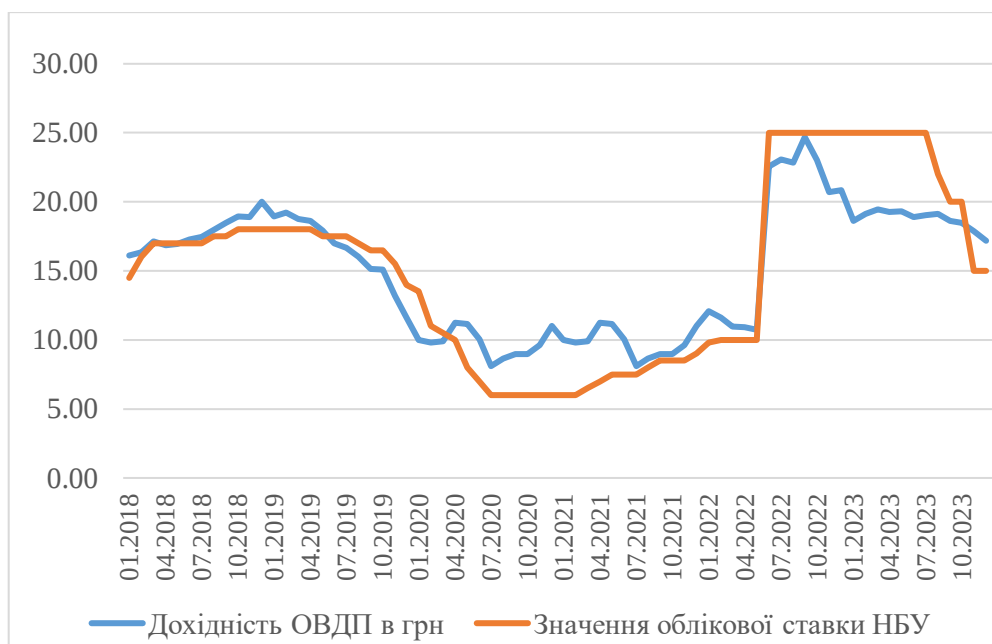


Рис. 2.12. Динаміка доходності гривневих ОВДП та розміру облікової ставки НБУ 2018-2023 рр.

Джерело: побудовано автором за даними [26]

У рамках даного дослідження виявлено, що механізм впливу ОВДП проявляється у їхньому впливі на економічні процеси. При збільшенні облікової ставки відзначається зростання доходності ОВДП, що спонукає до більш активного інтересу до цих фінансових інструментів з боку як резидентів, так і нерезидентів. Зростання інвестицій у ОВДП від іноземних інвесторів призводить до більшого обсягу іноземної валюти на внутрішньому ринку. При стабільній кількості національної валюти спостерігається зміцнення гривні на валютному ринку, що впливає на темп інфляції, збільшуючи швидкість його зменшення [89].

Якщо індекс інфляції перебуває в межах цільового діапазону або не перевищує його, Національний банк України приймає стратегію зниження облікової ставки, що відзначається як політика "дешевих грошей" [74]. Зменшення рівня облікової ставки призводить до зниження доходності державних облігацій, враховуючи взаємозв'язок між цими двома показниками, який був підтверджений раніше. Таким чином, вказаний механізм відзначається циклічністю і повторюється під час проходження двох циклів, що призводить до повернення до початкової точки - встановлення рівня облікової ставки Національним банком.

Для раціонального ухвалення управлінських рішень необхідно аналізувати потенційні виклики та зовнішні фактори, які можуть впливати на майбутні події. Використання методів прогнозування фінансових показників дозволяє розкрити напрямки їх розвитку та сприяє визначенню стратегічних альтернатив для формулювання ефективного плану дій на найближчий період.

$$Y_i = x_i * 0,66 + 5,15, \quad (2.2)$$

де Y_i – прогнозовані значення доходності гривневих ОВДП;

X_i – прогнозовані значення облікової ставки (згідно з даними НБУ).

Під час створення моделі однофакторної регресії для прогнозування були отримані значення параметрів. Коефіцієнт кореляції R складає 0,94, що свідчить про високий взаємозв'язок між фактором та залежною змінною. Коефіцієнт детермінації R^2 дорівнює 0,87, показуючи, що у 87% випадків зміна фактору впливатиме на зміну результату, а в 13% випадків інші фактори матимуть вплив на цей показник.

Враховуючи прогнозовані показники облікової ставки Національного банку України протягом наступних п'яти кварталів і застосовуючи модель однофакторної регресії, визначено прогнозовані доходності внутрішніх державних облігацій в гривнях за відсотковими ставками, що виражені у формулі 2.2. Результати прогнозування представлені на рисунку 2.13. За аналізом представлених даних можна зробити наступні висновки, що якщо керуватися прогнозними значеннями НБУ щодо облікової ставки на період до

І кварталу 2025 року, то зменшення прогнозованого рівня облікової ставки (12,48%) призводить до зниження прогнозованої доходності державних облігацій (11,10%).

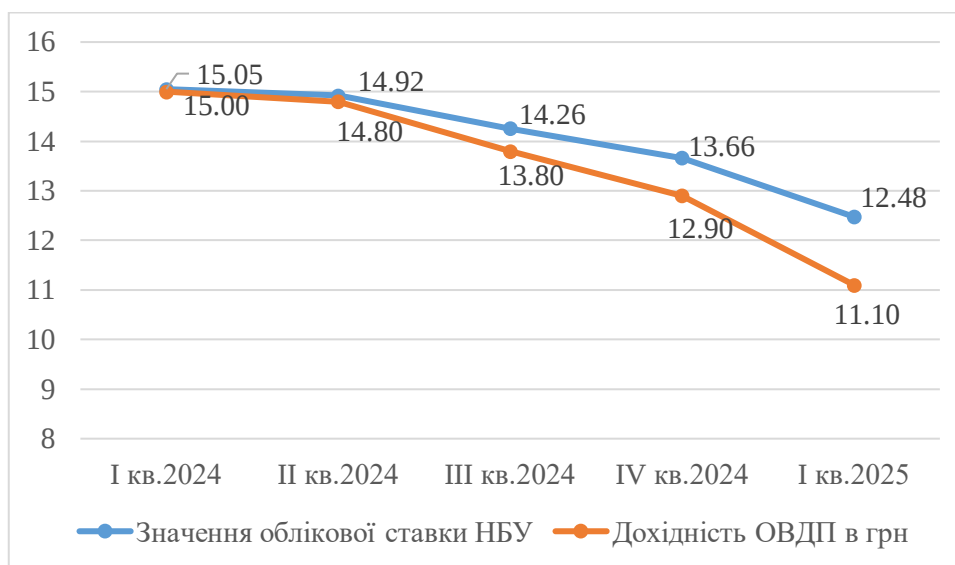


Рис. 2.13. Динаміка поквартальних прогнозованих значень облікової ставки та доходності гривневих ОВДП упродовж 2024–2025 років

Джерело: складено авторами за даними [88]

Згідно з результатами моделювання однофакторної регресії (2.2), що використовується для прогнозування, були отримані наступні значення її параметрів. Коефіцієнт множинної кореляції R становить 0,95, що свідчить про високий рівень лінійного зв'язку між фактором та його залежною змінною. R^2 має значення 0,90, що означає, що в 90% випадків зміна облікової ставки приведе до зміни доходності ОВДП, залишаючи 10% випадків під впливом інших факторів.

Спершу варто відзначити, що траєкторія облікової ставки, яку передбачив Національний банк України, не суттєво змінюється протягом наступних п'яти кварталів. Показники вказують на плани Національного банку продовжувати політику "жорстких грошей", спрямовану на зменшення інфляції та протидію негативному впливу кризи в економіці та фінансах у наступні роки. Це означає, що з другого кварталу 2024 року можна очікувати

початок поступового зниження процентної ставки. Прогнозовані значення доходності гривневих облігацій внутрішньої державної позики будуть визначатися з урахуванням прогнозів. Розширення емісії та реалізація облігацій напряду впливає на діяльність банків в Україні, оскільки вони є великими інвесторами у державні цінні папери. Останнім часом банки збільшили свої інвестиції в гривневі облігації, що позитивно позначилося на динаміці їхніх активів [90].

У сучасний період Національний банк активно виконує роль головного депозитарію для відповідних цінних паперів, реалізуючи централізований облік їхніх операцій. Слід відзначити, що банки, що володіють ліцензією на придбання цінних паперів на первинному або вторинному ринку, а також правом здійснювати брокерську та дилерську діяльність, виступають ключовими посередниками для фізичних осіб у здійсненні операцій купівлі та продажу ОВДП. В умовах, коли у банківському секторі виникла потреба в поглибленні гривневої ліквідності та удосконаленні механізмів монетарної трансмісії, однією із потенційних стратегій для Національного банку може стати частковий продаж облігацій внутрішньої державної позики із його портфеля. Такі дії сприяли б підвищенню доходності ОВДП та стимулювали б фізичних та юридичних осіб збільшувати інвестиції в державні облігації, зробивши вторинний ринок ОВДП більш динамічним. Таким чином, можна зазначити, що операції з ОВДП мають прямий вплив на функціонування банківської системи України та управління її потенційними ризиками, такими як ризик ліквідності та валютний ризик.

У період пандемії Україна, так само, як і більшість країн світу, стикалася з збільшенням дефіциту бюджету. Банківський сектор активно забезпечував фінансування, вкладаючи кошти в ОВДП, доходність яких збільшувалася. Зростанню інвестицій сприяли значна ліквідність сектору, послаблення попиту на кредити та впровадження довгострокового рефінансування Національним банком України. Покупка державних облігацій не повністю заміщувала кредитування; великі банки комбінували збільшення

кредитного портфеля з інвестиціями в державний борг. Поступове зменшення фіскального дефіциту та розширення можливостей уряду для залучення коштів призведуть до зменшення ролі банків у фінансуванні бюджету.

Фінансові установи зацікавлені у державних облігаціях, тому що Національний банк дає змогу створити половину обов'язкових резервів за рахунок цих цінних паперів, що стало можливим з початком 2023 року. Поки це обмеження існує, а банки продовжують залучати термінові депозити, ця тенденція буде актуальною. Однак, якщо Національний банк вирішить відмінити це правило, можливо, попит банків на державні облігації знову зменшиться, як це сталося у 2022 році.

Отже, на основі певної сукупності показників створимо модель аналізу ринку державних цінних паперів (зокрема ОВДП) (Додаток Е). В даному випадку можна розглянути модель множинної лінійної регресії для оцінки впливу різних факторів на ринок ОВДП [6].

Для цього визначимо залежну та незалежні змінні:

Залежна змінна - обсяг ОВДП, які знаходяться в обігу, за номінально-амортизаційною вартістю, у власності банків, млрд грн.

Незалежні змінні:

- Кредити і заборгованість в активах банків, млрд грн.
- Депозитні сертифікати в портфелі банків, млрд грн.
- Динаміка обсягу обов'язкових резервів у банках, млрд грн.
- Середньозважена дохідність ОВДП.
- Обсяг коштів, залучених до Державного бюджету України за рахунок розміщення ОВДП на аукціонах номінованих у млрд грн.
- Обсяг NPL банків, млрд грн.
- Вторинний ринок. Обсяг угод за номінальною вартістю, млрд грн.

Модель може виглядати наступним чином:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n + \varepsilon, \quad (2.3)$$

Де: Y - залежна змінна (Обсяг ОВДП в обігу власності банків),

$X_1, X_2, \dots, X_n$ - незалежні змінні (вказані фактори),

$\beta_0, \beta_1, \beta_2 \dots, \beta_n$ - коефіцієнти регресії.

За допомогою кореляційного аналізу можна оцінити вплив різних фінансових показників на обсяг ОВДП в банківському портфелі, визначивши ступінь їх взаємозв'язку. Розглянемо кожен показник, використовуючи кореляційну матрицю (Додаток Ж):

- Кредити і заборгованість в активах банків (0,20): з невеликою позитивною взаємозв'язаністю можуть підказувати, що банки менше зацікавлені в інвестуванні у державні облігації, коли рівень кредитування високий. Це може бути пояснене тим, що банки можуть вибирати альтернативи, які принесуть їм вищий дохід для підтримки рівня ліквідності, дохідності портфелю та диверсифікації ризиків.

- Середньозважена дохідність ОВДП (-0,232776693): негативний коефіцієнт кореляції свідчить про зворотну залежність між прибутковістю ОВДП та їх привабливістю для банків. Можливо, висока дохідність ОВДП зменшує зацікавленість банків у цих цінних паперах або на ринку є інші способи збільшити активи.

- Обсяг коштів, залучених до Державного бюджету (0,79): позитивний зв'язок між ними підтверджує, що збільшення фінансування державного бюджету за допомогою випуску ОВДП призводить до зростання обсягу державних цінних паперів у банківському портфелі. Це відзначає важливу роль банків у фінансуванні потреб держави. Проте, сума, яку уряд України витратив на погашення внутрішніх боргів, перевищує кошти, що були залучені до державного бюджету на аукціонах з продажу ОВДП, на 54,7 мільярда гривень.

Поштовхом для залучення додаткових коштів на фінансовому ринку є дефіцит бюджетів. Збільшення внутрішнього боргу держави може призвести до зростання обсягу державних цінних паперів в банківському портфелі. Адже саме банки ставали рятівним колом для держави, щоб залучити додаткові

ресурси в цей скрутний час. Банки не надали кошти у вигляді безповоротної допомоги державі, а надали їх у позику, інвестуючи в облігації внутрішньої державної позики (ОВДП), з очікуваною середньорічною доходністю на рівні 19%.

- Обсяг NPL (-0,82): обернений зв'язок між обсягом непрацюючих кредитів і збільшенням обсягу державних цінних паперів. Це може бути пояснене тим, що у банків або ж менше проблем з кредитами, тому вони активніше інвестують у цінні папери, або ж банки зменшують кредитний портфель, оскільки не хочуть кредитувати ризикованих позичальників (які підвищують рівень NPL) і тому спрямовують ці кошти на ринок державних цінних паперів. Варто зазначити, що у першому кварталі 2024 року якість кредитних портфелів банків перестала погіршуватися. Станом на 01.04.2024 року частка NPL в банківській системі України в середньому становила 36,07% порівняно з 37,35% на початку 2024 року. Отже, рівень NPL у кредитних портфелях банків стабілізувався, і якість портфелів починає покращуватися. Основним напрямком діяльності комерційних банків виступає саме кредитування, тоді як інвестування в цінні папери, зокрема ОВДП, розглядається як менш значущий аспект. У разі великого ризику, пов'язаного із кредитами та великою часткою непрацюючих кредитів у кредитному портфелі, банкам може бути вигідніше вкладати кошти в цінні папери з низьким ризиком, щоб забезпечити ліквідність та стабільний прибуток. Проте, варто відзначити, що збільшення обсягів ОВДП у портфелі в основному обумовлене нормативно-регулятивними факторами.

- Депозитні сертифікати в портфелі банків (0,54): збільшення інвестицій у депозитні сертифікати банками показує прямий взаємозв'язок зі зростанням обсягу державних цінних паперів. Це відбувається через те, що банки стараються балансувати свої інвестиційні портфелі, розподіляти ризики та забезпечити собі додатковий дохід.

Депозитний сертифікат Національного банку України представляє собою електронний цінний папір, що видається банку, розміщуючи тимчасово

вільні фінансові ресурси у Національному банку. Цей процес може включати в себе віддачу грошей банком у НБУ на короткий термін, такий як одна ніч (овернайт) або кілька днів, наприклад, 7, 14 або 30 днів.

Ініціюючи пропозицію банку розмістити свої фінансові ресурси у депозитних сертифікатах, Національний банк допомагає банку вирішити проблему того, що робити з коштами, які тимчасово "не використовуються".

Якщо банк залучив значну суму коштів від населення чи юридичних осіб, але не може надати кредити на аналогічну суму, він завжди може використати депозитні сертифікати, розмістивши свої фінансові ресурси у Національному банку. При цьому доходність, наприклад, за депозитними сертифікатами овернайт, зазвичай залишається на рівні на 2% нижче облікової ставки НБУ.

На початку 2022 року банки розміщували свої фінансові ресурси у депозитних сертифікатах "на ніч" за ставкою 8% річних. З 3 червня цей показник збільшився майже у три рази, досягнувши 23% річних.

У кінці 2022 року банки розмістили 95,3 млрд гривень у депозитних сертифікатах овернайт в Національному банку України. Ця сума зросла в п'ять разів до 477,5 млрд гривень на початку 2023 року.

Отже, комерційні установи, розміщуючи свої фінансові ресурси у депозитних сертифікатах НБУ, забезпечують собі прибуток, не піддаючи себе ризику. Зафіксовані процентні ставки на депозити фізичних та юридичних осіб дозволяють банкам заробляти на різниці між ставками за депозитними сертифікатами НБУ та власними депозитами.

Деякі банки навіть відмовляються активно приваблювати нових клієнтів і віддають перевагу простішому шляху отримання прибутку. Отже, мотивація банків стає очевидною. Вигода ж Національного банку полягає в наступному:

- По-перше, таким способом регулятор підтримує фінансові установи, сприяючи забезпеченню стабільності їх функціонування та регулюванню грошових потоків, що запобігає можливим банкрутствам.

- У випадку, якщо банки потребують фінансового підтримання, НБУ надає їм так звані "кредити рефінансування" за ставкою, що на 2% перевищує облікову ставку НБУ. Іншими словами, рефінансування надається за 27% річних, у той час як фінансові ресурси, залучені через депозитні сертифікати, приносять 23%.
- Для видачі кредитів рефінансування Національний банк використовує, зокрема, кошти, які залучені через депозитні сертифікати, і це не потребує емісії нових грошей.
- Крім того, за допомогою депозитних сертифікатів Національний банк вирішує питання зайвої грошової маси (яка зараз не використовується в економіці), утримуючи ці гроші від виливання на валютний ринок та захищаючи національну валюту від обвалу.

Важливо відзначити, що це відбувається у два етапи: спочатку комерційні банки залучають "тимчасово вільні" фінансові ресурси через депозити від населення, а потім Національний банк залучає те, що залишилося після надання кредитів, через депозитні сертифікати.

- Динаміка обсягу обов'язкових резервів у банках (0,68): сильна позитивна кореляція вказує на те, що збільшення обов'язкових резервів пов'язане із збільшенням інвестицій у державні цінні папери. Банки використовують ці папери для управління ліквідністю та дотримання регуляторних вимог.

У 2023 році Національний банк України впроваджує вирівнювання нормативів обов'язкового резервування для банків з урахуванням строковості коштів, що належать юридичним особам. Це рішення необхідне, зокрема, для подальшого зменшення ризиків, пов'язаних із структурним надлишком ліквідності в банківській системі та мінімізації викривлень на фінансовому ринку. Починаючи з 11 вересня 2023 року, обов'язкові резерви для строкових коштів та депозитів юридичних осіб уже становили 10% в національній валюті (порівняно із поточним рівнем 0%), а в іноземній валюті – 20% (порівняно із поточним рівнем 10%).

Отже, обов'язкові резерви представляють собою стандартний інструмент центральних банків, що передбачає, що банк повинен утримувати на своєму кореспондентському рахунку кошти в розмірі, визначеному певним відсотком від його зобов'язань (норматив резервування). Цей відсоток враховує частку обов'язкових резервів, яку банк формує за рахунок бенчмарк-ОВДП, що також стало поштовхом до активного придбання банками саме бенчмарк-ОВДП.

- Вторинний ринок. Обсяг угод (0,85): сильний позитивний зв'язок вказує на важливість вторинного ринку для посилення позицій державних цінних паперів у банківському портфелі та активну роль банків як учасників у торгівлі.

Загалом, кореляційні зв'язки, представлені в Додатку Ж показують, що фінансові рішення банків мають значний вплив на ринок державних цінних паперів, а ці зв'язки обумовлені різними аспектами, інвестиційної діяльності банків, фінансового ринку та макроекономічними умовами.

При здійсненні регресійного аналізу на основі цих же факторів було виявлено не достовірність зв'язку. Тому для даної моделі визначимо лише ті показники, що мають вплив в моделі регресійного аналізу.

Отримані коефіцієнти регресії та статистичні показники наведено в Додатку И. Результати регресійного аналізу вказують на статистично значущий вплив деяких факторів на обсяг облігацій внутрішньої державної позики у власності банків.

Multiple R: це коефіцієнт кореляції між спостережуваними і передбачуваними значеннями. Значення близьке до 1 вказує на високу лінійну залежність між залежною та незалежними змінними.

R-squared: показує відсоток варіації залежної змінної, який пояснюється моделлю. Значення 0,877 означає, що 87,7% зміни в обсягу ОВДП може бути пояснено використаною моделлю.

Normalized R-squared: подібно до R-квадрат, але враховує кількість незалежних змінних та розмір вибірки. Значення 0,26 свідчить про середню адекватність моделі.

Y-перетин: це константа (760,609), яка представляє собою очікуваний обсяг ОВДП у власності банків, коли всі незалежні змінні дорівнюють нулю.

Коефіцієнти незалежних змінних: вказують на зміну у залежній змінній при одиничній зміні незалежної змінної. Знак та величина коефіцієнта вказують на напрямок та силу залежності.

- Кредити і заборгованість в активах банків: -0,0815 вказує на невеликий від'ємний вплив на обсяг ОВДП у власності банків при збільшенні цього показника.

- Середньозважена дохідність ОВДП: -127,7677. Це величина, яка підкреслює велику чутливість обсягу ОВДП до змін в доходності цих облігацій.

- Обсяг коштів, залучених до Державного бюджету: -1,1209 вказує на від'ємний вплив приведенного обсягу коштів на обсяг ОВДП у власності банків.

- Обсяг NPL: -0,7064 вказує на від'ємний вплив на обсяг ОВДП у власності банків при збільшенні частки непрацюючих кредитів.

- Вторинний ринок. Обсяг угод: 1,0453. Зазначає великий позитивний вплив від обсягу угод на вторинному ринку на обсяг ОВДП у власності банків

Формула моделі може бути вигляду:

$$\text{ОВДП} = 760.609 - 0.0815 * \text{Кредити банків} - 127.7677 * \text{Дохідність ОВДП} - 1.1209 * \text{Обсяг коштів Держбюджету} - 0.7064 * \text{NPL} + 1.0453 * \text{Вторинний ринок}.$$

Перевіримо дані для прогнозу на основі даних минулих років. (табл. 2.3).

Як можемо побачити – похибка незначна. Отже, ця формула може бути використана для прогнозування обсягу ОВДП у власності банків на основі значень незалежних змінних.

Після проведення дослідження можемо встановити, що активність банків як учасників фінансового ринку в розрізі державних цінних паперів пов'язана в першу чергу з необхідністю залучення державою додаткових ресурсів. І кому як не банкам (особливо державним) рятувати ситуацію, щоб не застосовувати емісійний механізм залучення додаткових коштів для погашення дефіциту бюджету. Однак, варто зазначити, що емісія національної грошової одиниці все ж працює для забезпечення погашення позик по ОВДП.

Таблиця 2.3

Перевірка прогнозної моделі

	Фактичні дані ОВДП, які знаходяться в обігу, за номінально- амортизаційною вартістю, у власності банків	Прогнозовані дані ОВДП, які знаходяться в обігу, за номінально- амортизаційною вартістю, у власності банків	Залишки
01.01.2018	361,47	348,981	12,48911258
01.01.2019	374,99	387,231	-12,24322271
01.01.2020	336,47	379,606	-43,13939626
01.01.2021	519,50	489,122	30,37592451
01.01.2022	547,09	603,711	-56,62216076
01.01.2023	485,98	452,457	33,52794863
01.11.2023	622,90	587,288	35,61179401

Джерело: побудовано автором

У зв'язку з високими ризиками, пов'язаними з кредитуванням, та обмеженим попитом на кредити як у сфері бізнесу, так і серед населення, банки можуть розміщувати тимчасово вільні кошти у короткострокові депозитні сертифікати, що є інструментом НБУ. Ставка за такими сертифікатами визначається обліковою ставкою НБУ і на жовтень 2023 року становила 23% річних, що набагато привабливіше ставок по ОВДП.

З червня 2022 року НБУ різко збільшив облікову ставку з 10% до 25%. Відповідно зросли і ставки за депозитними сертифікатами - у 2022 році, банки почали отримувати за ними процентну ставку у розмірі 23% (облікова ставка НБУ мінус 2%).

В 2023 році НБУ видозмінив цю модель - з квітня депозитні сертифікати випускаються вже двох видів. Перший вид – депозитні сертифікати овернайт строком випуску на одну добу під облікову ставку мінус 5%. Тобто банки отримують вже 20%, проте банки можуть перевкладатись у ці фінансові інструменти хоч щодоби, тобто для них "нічні" депозитні сертифікати перетворюються у "річні".

У 2022 році обсяг інвестицій банків у депозитні сертифікати Нацбанку збільшився з 95 млрд грн на початку року до 456 млрд грн в кінці року, що становить приблизно 5-кратне збільшення [60] Нацбанк, зокрема, підвищив норми резервування за гривневими та валютними рахунками з 1 січня 2023 року, як спосіб зменшення надлишкової ліквідності банківської системи. Частину цих резервів банки можуть вкладати у певні гривневі облігації, що частково сприяє їхній активності на ринку ОВДП [92].

З квітня 2024 року для визначення лімітів укладень банків у тримісячні депозитні сертифікати зростання депозитів фізичних осіб у гривні терміном більше 93 днів обчислюватиметься за останні 12 місяців, а не з 4 квітня 2023 року, як це відбулося на початку 2024 року.

За даними НБУ, такі зміни мають стимулювати банки збільшувати портфелі строкових депозитів населення у гривні, що є важливим для підтримки курсової стійкості та захисту міжнародних резервів.

Діяльність на внутрішньому борговому ринку відіграє ключову роль у забезпеченні стійкості фінансів у макромасштабі. З одного боку, вона протистоїть емісійному фінансуванню бюджетного дефіциту, а з іншого - сприяє збільшенню тривалості фінансових ресурсів у банківській сфері та зменшенню ризиків для валютного ринку та стабільності цін.

В умовах воєнного стану спостерігається значний зріст важливості ролі банків на ринку державних запозичень, оскільки вони наразі утримують найбільший обсяг урядових облігацій. Цей факт відіграє ключову роль у підтримці системи державних фінансів та забезпечує здатність задовольняти термінові потреби в фінансових ресурсах для забезпечення обороноздатності

країни. Тим часом, важливо враховувати, що надмірна концентрація банківських інвестицій, включаючи активні операції саме в державних цінних паперах може призвести до ризиків ліквідності для банківського сектора у випадку невчасного погашення урядових зобов'язань. У цьому контексті належить наголошувати на важливості застосування збалансованих підходів до формування інвестиційної політики та політики управління ризиками в банківському інвестуванні.

У сучасних умовах наявність банків на внутрішньому ринку державних боргових цінних паперів традиційно вважалася значущою та відігравала важливу роль у забезпеченні стабільності економіки країни в цілому і фінансового сектора зокрема. Згідно з результатами аналізу, представленими у статті, обсяги інвестицій банків у державні цінні папери показали позитивну динаміку протягом останніх років. Факторами, що сприяли концентрації інвестиційних операцій банків у сегменті державних цінних паперів, були безризиковість цих фінансових інструментів та їхній високий дохід, що стимулювало спекулятивні мотиви в інвестиційній політиці банків.

Банки з державною часткою залишалися активними учасниками ринку державних цінних паперів, і їхнє підконтрольне становище традиційно призводило до використання їх фінансових ресурсів для фінансування бюджетного дефіциту в Україні. Зазначена тенденція в сучасних умовах збільшилася, зокрема через вплив воєнного стану, що призвело до заміни звичайних облігацій на військові облігації із цільовим спрямуванням на підтримку армії та функціонування країни в умовах воєнного стану [93].

Фінансування функцій безпеки України здійснюється за допомогою військових облігацій, які є внутрішньою державною позикою і розміщуються виключно на внутрішньому ринку капіталу. Ці цінні папери призначені для забезпечення фінансування пріоритетних витрат державного бюджету, зокрема на потреби обороноздатності країни. Уряд розпочав кампанію підтримки Збройних Сил України ще у 2014–2015 роках, випустивши казначейські зобов'язання "Військові" для фізичних осіб зі строком обігу два

роки та річною ставкою 7%. Після повномасштабного нападу на Україну у 2022 році Міністерство фінансів провело перший випуск "Військових облігацій", результатом якого було залучено 8,1 млрд гривень до державного бюджету. Зазначені облігації випускаються в гривні, доларі США та євро, і за період до 24 червня 2022 року було проведено 54 аукціони, під час яких було залучено до бюджету 81 млрд гривень, 437 млн доларів США та 283 млн євро.

Військові облігації доступні для інвестування серед банків, корпоративних та приватних осіб, місцевих громад та іноземних інвесторів з строком від 2 місяців до 1,5 року. Середня процентна ставка становить від 9,5 до 11,5 % річних в гривні, від 3,5 до 3,7 % в доларах США та 2,5 % в євро. Інвестування у військові облігації має декілька переваг: підтримка держави, отримання доходу до 11 % річних, інвестори звільнені від оподаткування на відміну від депозитів у банках. Процес ідентифікації та верифікації покупців спрощений для зручності, що звільняє банки від перевірки джерел походження коштів клієнтів. Кабінет Міністрів України прийняв постанову про випуск облігацій внутрішньої державної позики "Військові облігації" з метою забезпечення фінансування держави. Національний банк України викуповує ці облігації виключно на залишковій основі, фінансуючи лише критичні витрати уряду. Цей процес допомагає виконувати функції держави. Протягом перших трьох місяців війни було залучено 213 млрд гривень через військові облігації, що складає 75% від загальних надходжень у державний бюджет за цей період, а в квітні цей показник перевищив 100%. Отже, випуск цих облігацій є ключовим джерелом фінансування державного бюджету [92, с.18-19].

З початку війни до 30 квітня 2024 року уряд на первинних аукціонах залучив 657 052,4 млн грн, 6 380,9 млн дол. США та 2 270,3 млн євро, а на погашення за ОВДП спрямовано 455 494,7 млн грн, 6 946,5 млн дол. США та 1 806,1 млн євро.

За даними НБУ, протягом першого кварталу 2024 року Уряд України зміг залучити від розміщення ОВДП на аукціонах 102 876,7 млн грн, 763,6 млн дол. США та 557,2 млн євро. У цей же період на погашення за внутрішніми

борговими державними цінними паперами пішло 26 122,9 млн грн, 810,9 млн дол. США та 555,5 млн євро.

Протягом першого кварталу 2024 року запозичення Мінфіну на внутрішньому ринку боргових зобов'язань на 74 921,2 млн грн в еквіваленті перевищували виплати за ОВДП, так в квітні 2024 – на 35 670,3 млн грн в еквіваленті. Роловер вкладень у ОВДП за січень – квітень 2024 року становив 162% у всіх валютах за поточним курсом.

У сучасному контексті, Національний банк також виконує активну роль основного депозитарію для відповідних цінних паперів, забезпечуючи централізований облік операцій з ними. Важливо відзначити, що банки, які мають ліцензію на придбання цінних паперів на первинному або вторинному ринку, а також право на здійснення брокерської та дилерської діяльності, виступають ключовими посередниками для фізичних осіб у проведенні операцій купівлі та продажу ОВДП.

Активізувати внутрішній борговий ринок вдалося завдяки спільним зусиллям уряду та НБУ.

Таким чином, НБУ надав банкам можливість покривати до 50% загального обсягу обов'язкових резервів за рахунок бенчмарк-ОВДП з визначеного НБУ переліку та поступово розширював цей перелік. Крім того, НБУ дозволив нерезидентам переказувати за кордон кошти, отримані від сплати відсотків за ОВДП після 1 квітня 2023 року, за умови дотримання ними мінімального безперервного строку володіння ОВДП до моменту отримання відсотків.

Уряд, же зі свого боку, пропонує ринкові ставки за ОВДП. У квітні 2024 року максимальна дохідність ОВДП на аукціонах становила 18,30% річних у гривні та 3,25% річних у євро, аби привернути кошти до бюджету, що може ставити під загрозу стабільність фінансової системи країни [95, с.93].

Активне функціонування внутрішнього боргового ринку відіграє ключову роль у забезпеченні макрофінансової стабільності. Запобігає емісійному фінансуванню бюджетного дефіциту та слугує важливим

інструментом для покращення строковості фінансових ресурсів у банківській системі, зниження ризиків для валютного ринку та підтримання цінової стабільності.

У ситуації, коли у банківському секторі виникає потреба у поглибленні гривневої ліквідності та вдосконаленні механізмів монетарної трансмісії, однією з можливих стратегій для Національного банку може стати частковий продаж облігацій внутрішньої державної позики з його портфеля. Такі дії сприяли б підвищенню доходності ОВДП та стимулювали б фізичних та юридичних осіб збільшувати інвестиції в державні облігації, зробивши вторинний ринок ОВДП більш динамічним.

Отже, можна визначити, що операції з ОВДП також безпосередньо впливають і на функціонування банківської системи України та керування її потенційними ризиками, такими як ризик ліквідності та валютний ризик.

Наслідки інвестиційної діяльності банків на ринку державних цінних паперів є двозначними. Це сприяє розширенню активів банківської системи, розвитку внутрішнього фондового ринку та зменшенню залежності України від зовнішніх кредиторів. З іншого боку, це створює додатковий системний ризик та відволікає ресурси банків від кредитування економічного розвитку. У контексті стабілізації економічної ситуації доцільно розглядати потребу в диверсифікації інвестиційних операцій банків та зменшенні їхньої фокусованості на державних цінних паперах.

Майбутні дослідження цих питань залишаються актуальними, особливо в умовах складної фінансової системи України та банківського сектора. Банки повинні відігравати ключову роль у післявоєнному відновленні вітчизняної економіки. У цьому контексті, важливим напрямком майбутніх досліджень є аналіз шляхів збільшення інвестиційної привабливості банківської системи та управління пов'язаними з цим ризиками, а також формування нових стратегій для участі банків у ринку державних облігацій після конфлікту.

Висновки до розділу 2

Отже, здійснивши загалом аналіз діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів в Україні, зокрема здійснивши загальну характеристику стану ринку державних цінних паперів в Україні, проаналізувавши діяльність банків в операціях з державними цінними паперами та дослідивши модель оцінки впливу банківських установ на розвиток ринку державних цінних паперів, можна зробити такі висновки:

1. Встановлено, що у 2019 році спостерігалось зменшення обсягу випуску державних цінних паперів, в той час як у 2020 році відбулося стрімке їхнє зростання. Причини таких коливань пов'язані з подоланням наслідків пандемії COVID-19 та потребою впровадження реформ для поліпшення умов для бізнесу та збільшення інвестиційної привабливості країни. У 2022 році відзначається найвищими обсягами випуску ОВДП та ОЗДП протягом досліджуваного періоду. Це може бути пояснено початком повномасштабного вторгнення російської федерації на територію України та необхідністю залучення Україною додаткових ресурсів для покриття фінансових потреб держави в умовах воєнного стану, зокрема на підтримку економіки, соціальної сфери та оборонних цілей.

2. Спостережено, що динаміка обсягу торгів державними облігаціями протягом періоду аналізу не була стійкою, з найнижчими значеннями у 2015-2017 роках. Однак важливо відзначити, що за останні роки ситуація на цьому ринковому сегменті стабільна, і у 2020 році обсяг торгів державними облігаціями склав 826 млрд гривень, що становить 82,52% від загального обсягу торгів на ринку цінних паперів. Мінімальна частка торгів державними облігаціями України відзначалася у 2015-2016 роках і складала 13,04% та 15,96% відповідно. Протягом 2011-2022 років велика частина торгів державними облігаціями відбувалася на внутрішньому ринку. Знижені значення вказаних показників були наслідком фінансово-економічної кризи,

проблем в банківському секторі та зменшення активності банків на фінансовому та фондовому ринках. Крім торгівлі облігаціями, також відбувалася торгівля державними деривативами, хоча їхня частка фактично невелика і становить 0,001%. Найбільший обсяг торгів залишався в сфері облігацій, що складає 99,91%, тоді як частка облігацій з додатковим покриттям становила 0,09%.

3. Дослідження активних операцій банків на вітчизняному фінансовому ринку свідчить про те, що банки приділяють особливу увагу вкладенням у цінні папери та довгострокові інвестиції, розташовуючись на другому місці за цим показником. За період до 2020 року включно спостерігалось зростання частки облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) у активах банків. Проте, починаючи з 2021 року, відбулося послідовне зменшення даного показника, і на кінець 2022 року частка ОВДП в активах внутрішніх банків складає 22,65%. Це свідчить про зменшення значущості державних облігацій в активах банківських установ.

У цей період особливо виділяється частка ОВДП в активах саме банків з державною участю, зокрема, АТ КБ «ПриватБанк», АТ «Ощадбанк», АТ «Укресімбанк», АБ «УКРГАЗБАНК», які займають провідні позиції в рейтингу первинних дилерів. Важливим стимулом для цих банків у виборі ОВДП є їхня висока надійність як фінансового інструменту. Ці банківські установи, переважно, є основними учасниками ринку облігацій внутрішньої державної позики, що виявляється в найвищих обсягах укладених та виконаних біржових контрактів у цьому сегменті в 2020 році.

4. Визначено, що коефіцієнт кореляції Пірсона, розрахований на основі показників середньозважених дохідностей ОВДП та облікової ставки Національного банку України протягом останніх 72 місяців, складає 0,94. Високий рівень цього коефіцієнта свідчить про виражений прямий статистичний зв'язок між динамікою облікової ставки НБУ та доходністю гривневих облігацій внутрішніх позикових документів. Зауважено, що із збільшенням розміру облікової ставки відбувається зростання доходності

ОВДП, що призводить до збільшення попиту на ці фінансові інструменти серед резидентів і особливо нерезидентів. При стабільному обсязі внутрішньої валюти гривня посилюється на міжнародному валютному ринку, що впливає на темп інфляції, зменшуючи його темпи зростання. Збільшення обсягів емісії та продажу облігацій має прямий вплив на діяльність банків в Україні, оскільки вони є інвесторами та посередниками у придбанні державних цінних паперів. Останні роки бачимо збільшення портфелів банків, оскільки вони активно інвестують у гривневі облігації внутрішньої державної позики. Однією з причин є привабливі відсоткові ставки, бенчмарк-облігації та зниження та застій у кредитній діяльності банків.

5. Досліджено та встановлено, за допомогою кореляційного аналізу, що фінансові рішення банків виявляють суттєвий вплив на ринок державних цінних паперів. Різноманітні аспекти фінансового ринку та макроекономічні умови створюють ці взаємозв'язки. Запропонована модель може використовуватися для прогнозування обсягу ОВДП, враховуючи значення незалежних змінних. Виявлено, що активність банків, зокрема державних, на ринку державних цінних паперів пов'язана з необхідністю залучення додаткових ресурсів державою. Важливо відзначити, що незважаючи на це, емісія використовується для забезпечення погашення позик, виданих через ОВДП. Ринок ОВДП виявляється не таким привабливим для банків, особливо враховуючи високі ризики, пов'язані з кредитуванням, та обмежений попит на кредити в різних секторах, що призводить до того, що банки вкладають вільні кошти у короткострокові депозитні сертифікати. Ставка за такими сертифікатами визначається обліковою ставкою НБУ та на жовтень 2023 року становила 23% річних, що було вигіднішим порівняно зі ставками на ОВДП, хоча на липень 2024 ставка за депозитними сертифікатами склала 13%, а за ОВДП близько 17%, що знову ж таки стимулювало вкладення банків у ОВДП. Банки з державною участю залишаються активними учасниками ринку державних цінних паперів, використовуючи своє підконтрольне становище для фінансування бюджетного дефіциту в Україні. Ця тенденція підсилюється

в сучасних умовах, зокрема через вплив воєнного стану, що призводить до заміщення звичайних облігацій військовими облігаціями з цільовим спрямуванням на підтримку армії та функціонування країни в умовах конфлікту.

Основні результати розділу опубліковано в наукових працях автора: [11; 13; 14].

РОЗДІЛ 3

НАПРЯМИ РОЗВИТКУ ДІЯЛЬНОСТІ БАНКІВСЬКИХ УСТАНОВ НА РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

3.1. Світова практика взаємодії банків та держави на вторинному ринку державних цінних паперів

Значне розширення ринку урядових зобов'язань та збільшення частки ринкових випусків у структурі державної заборгованості більшості розвинутих країн у 90-ті роки призвело до змін методів первинного розміщення ДЦП. При первинному розміщенні неринкових зобов'язань переважають неконкурсні способи: індивідуальне розміщення, відкритий продаж, синдикат. При індивідуальному розміщенні уряд веде переговори з одним або кількома великими інвесторами для обговорення умов отримання державного кредиту через емісію боргових зобов'язань (рис. 3.1).

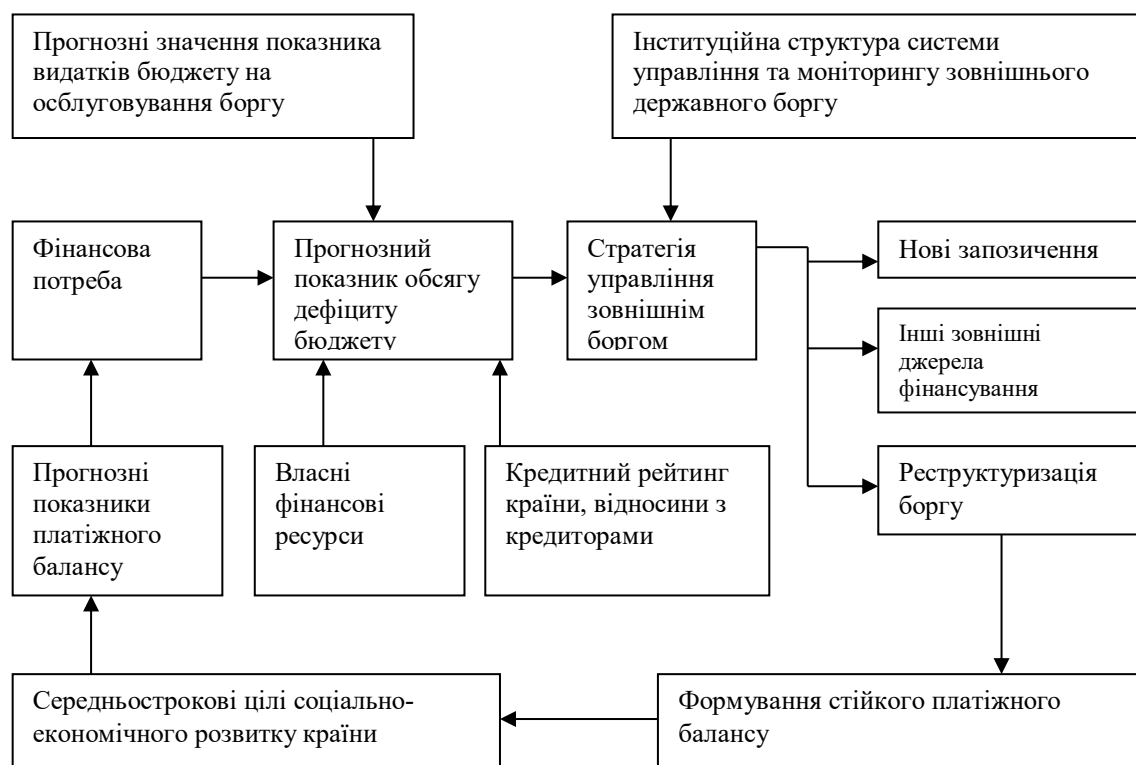


Рис. 3.1. Структурно-функціональна модель управління розміщенням державних цінних паперів

Джерело: побудовано автором на основі [96]

Найбільш поширені неконкурсні способи розміщення держзобов'язань при фіксованій дохідності - продаж за підпискою та через синдикат. При відкритому продажу розміщення цінних паперів відбувається протягом певного періоду часу. Цінні папери продаються всім бажаючим на єдиних умовах, які публікуються заздалегідь. У міру здійснення відкритого продажу умови його можуть коригуватися з урахуванням ринкової кон'юнктури.

Домінування неконкурсних методів первинного розміщення державних цінних паперів в Німеччині, зумовлене специфікою фінансової структури країни. Лише протягом останніх двох років можна спостерігати активний перехід до конкурсного розміщення. Цікавим аспектом німецького досвіду є спроби поєднання конкурсних та неконкурсних методів розміщення ДЦП, включаючи в себе впровадження аукціонних принципів у традиційну модель синдикату, що склалася в історичному аспекті [97, с.137-143].

Практика розміщення державних позик через синдикат є найбільш характерною для Німеччини, Швейцарії. У Німеччині федеральні облігації зазвичай розміщуються Федеральним консорціумом, очолюваним Бундесбанком.

Відповідно до Securities Prospectus Act (Wertpapierprospektgesetz, WpPG) Німеччини, який втілює Директиву 2003/71/ЄС щодо оприлюднення проспекту, у випадку публічної пропозиції або допуску цінних паперів до торгів (з урахуванням змін, включаючи поправки до Директиви 2010/73/ЄС від 24 листопада 2010 р.), проспект є обов'язковим, коли облігації публічно пропонуються в Німеччині. Термін "публічно пропонуються" означає інформаційне повідомлення у будь-якій формі та засобами, що містить достатню інформацію для того, щоб інвестор міг прийняти рішення про покупку або передплату цінних паперів (табл. 3.1) [98].

До членів консорціуму висуваються суворі вимоги. Учасником консорціуму може бути лише установа, допущена до біржової торгівлі. Кредитний інститут повинен мати ліцензію Федерального управління банківського нагляду або, будучи місцевою філією іноземного банку, мати

ліцензію на проведення операцій із цінними паперами у Німеччині. Специфікою розміщення державної заборгованості через синдикат є можливість переговорів та консультацій між органами, що регулюють ринок (Мінфіном та Національним банком та синдикатом про обсяг емісії, купонну ставку, дисконт).

Таблиця 3.1

Структура випуску облігацій у Німеччині

Облігації	Кількість			Обсяг, млн EUR			Частка ринку в національній валюті, % до загального обсягу випусків
	всього	в тому числі		всього	в тому числі		
		випуск в євро	випуск в іноземні валюти		випуск в євро	випуск в іноземні валюти (у перерахунку в євро)	
Державні	195	195		1 120 582	1 120 582		100,0
Муніципальні	771	754	17	304 094	294 606	9 488	96,9
Корпоративні	12 036	9 781	2 255	2 172426	1 697 697	474729	78,1
ВСЬОГО	13 002	10 730	2 272	3597103	3 112 885	484 218	86,5
Частка випуску муніципальних облігацій у загальному випуску облігацій, %	5,9	7,0	0,7	8,5	9,5	2,0	

Джерело: побудовано автором за даними [98]

Нова процедура розміщення державних паперів у Німеччині, розпочата в 1990 р., є комбінацією традиційної процедури підписки та тендерного аукціону. Розміщення здійснюється у вигляді двох траншів. Перший транш має фіксовані умови, включаючи ціну випуску, і зазвичай розміщується серед членів синдикату. Усім членам надається фіксована частка випуску незалежно від умов. До 25% випуску залишається Бундесбанком з метою грошово-кредитного регулювання. Другий транш розміщується на аукціонних принципах (шляхом подання заявок із зазначенням ціни) наступного дня після проведення першого траншу. При розміщенні довгострокових випусків (10-річних федеральних облігацій) до другого траншу допускаються тільки члени синдикату, а при розміщенні п'ятирічних спеціальних федеральних облігацій,

казначейських нот, дисконтних казначейських зобов'язань до аукціону, що проводиться способом диференційованої ціни. За цим траншем комісійні не виплачуються. Два транші утворюють випуск із тотожними умовами, загальний обсяг якого оголошується Бундесбанком після розміщення. Точні пропорції співвідношення між двома траншами не встановлюються з метою повнішої відповідності обсягу випуску ринковим умовам.

Неформальні консультації з учасниками ринку (як із банками, так і з іншими інвесторами) напередодні ключових аукціонів доповнюють офіційні оголошення. Ці консультації можна проводити у форматі "ринкової консультаційної групи", коли з інвесторами та іншими учасниками ринку обговорюють загальну стратегію розвитку ринку. До числа ширших заходів щодо ринкової комунікації обов'язково повинні входити регулярні зустрічі з первинними дилерами та залучення в роботу інвесторів через спеціальну канцелярію з відносин з інвесторами.

Такі широкі принципи, як здається, озброєні обома ринками-компараторами регіону:

- У Польщі на сайті Міністерства фінансів вказано продаж та ротацію облігацій на поточний рік з конкретними подробицями аукціону, які зазвичай публікуються заздалегідь за декілька днів [98]. Щодо актуальної емісії або ротації вказані розподіли, які здійснюються на безконкурентній основі. Доступний також значний обсяг деталей за минулими емісіями та ротаціями.

- В Україні заявлені аукціони на поточний місяць, а спеціальні оголошення провадяться з 4-денним попередженням. На сайті міністерства доступна та докладна інформація щодо минулим аукціонам.

Ліквідність на вторинному ринку держборгу – грамотна політична мета. Ліквідність приносить блага щодо вартості фінансування та зниження ризиків, пов'язаних з управлінням держборгом. Крім того, ліквідність сприяє розвитку ринку приватних цінних паперів, і навіть ефективності фінансової політики.

З метою виникнення ліквідного ринку між банками та інвесторами держава як найбільший учасник такого ринку має проводити випуск,

розміщення, торгівлю та зворотний викуп на ринкових умовах. Розподіл та умови розміщення держборгу все ще далекі від таких ринкових умов. Фактично, уряд проводить інтервенції у функціонування фінансового ринку позичкових фондів, забезпечуючи собі цим дешевші і більш довгострокові фінансові кошти на умовах, які кращі за ті, які переважали б у протилежному випадку.

Основними учасниками ринку цінних паперів є професіонали, які спеціалізуються на перерозподілі грошових ресурсів через операції з цінними паперами [100]. Ця спеціалізована діяльність включає організаційно-технічне та інформаційне обслуговування випуску та обігу цінних паперів (рис. 3.2).

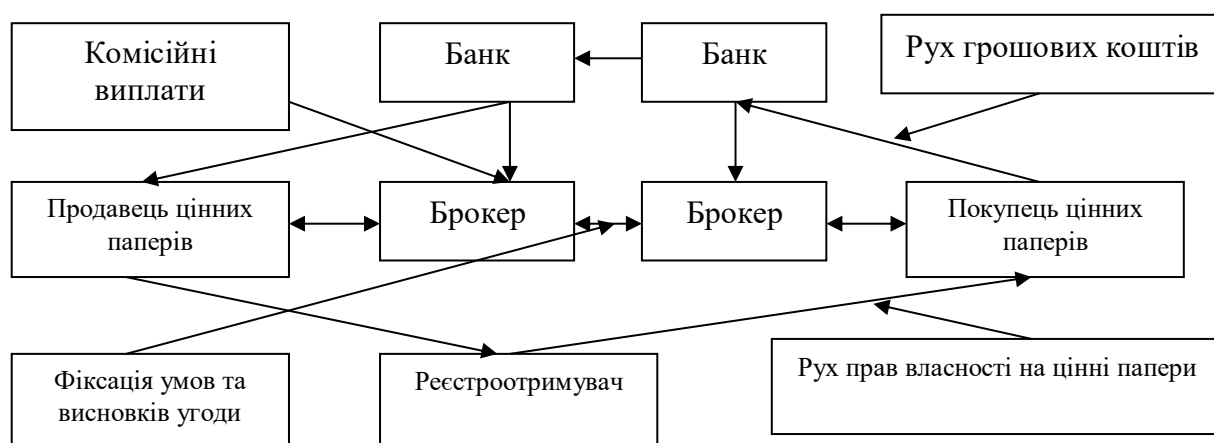


Рис. 3.2. Схема роботи вторинного ринку державних цінних паперів

Джерело: розроблено автором на основі [100, с.132]

У наукових дослідженнях відмежовують різні варіанти первинного розміщення на ринкових умовах, включаючи тендер відкритого і закритого типу, а також регулярні первинні аукціони. Тендер враховує випуск нових траншів наявних випусків за потребою, а також їхнє розподілення на вторинному ринку шляхом приєднання до вторинної торгівлі. У випадку закритого тендеру торги проводяться лише для відібраних учасників, таких як первинні дилери. В інших джерелах цей спосіб розміщення відомий як дозований випуск (*tap issuance*). Метод тендерного розміщення є типовим для країн, таких як Данія та Ірландія, де застосовуються відкриті і закриті тендерні форми.

Глобалізаційні процеси та необхідність розвитку строкових ринків стала одним із об'єктивних факторів, які призвели до впровадження американської моделі організації первинного ринку ДЦП у європейських країнах [101-105]. Зростання потреб фінансового ринку у базових активах для хеджування зобов'язувало казначейства періодично та регулярно розміщувати зобов'язання на аукціонній основі.

У більшості країн використовується третій спосіб ринкового розміщення, а саме періодично проводжувані первинні аукціони, при первинному розміщенні.

Зростання рухливості фінансових ринків та при одночасному розширенні ринку держзобов'язань зажадало змін у порядку проведення первинних аукціонів. Випуски стали здійснюватися на регулярній основі.

Першими до ретельного планування майбутніх випусків підійшли США. З 1975 р. американське казначейство розпочало здійснення програми з "регуляризації емісії державних зобов'язань" ("regularization of debt issuance"). В даний час більшість країн проводять аукціони за графіком, що оголошується наперед (США, Канада, Франція, Фінляндія, Нідерланди, Нова Зеландія, Бельгія Норвегія, Португалія, Іспанія, Швеція, Швейцарія).

Основна мета стратегії регуляризації полягає в збільшенні оперативності виконання боргових зобов'язань. Запровадження системи регулярного випуску державних цінних паперів сприяло ефективному плануванню фінансових графіків приватних емітентів. Чітка періодичність емісій відчутно знизила витрати на рефінансування боргових зобов'язань.

У деяких країнах виникла практика стимулювання учасників аукціонів або фіскального агента, який відповідає за їх проведення, за результатами аукціону, наприклад виплату фіксованих комісій національному банку у Франції та Туреччині.

Участь в аукціоні може відбуватися на конкурентній та неконкурентній основі. Конкурентні заявки подаються найбільшими учасниками аукціонів і становлять більшу частину аукціонного попиту. У США 75-80 учасників, що

подають конкурентні заявки, набувають 80% казначейських векселів і близько 90% казначейських нот та облігацій, що розміщуються на аукціоні.

Решта випуску розміщується на неконкурентній основі (у США кількість учасників аукціону, що подають неконкурентні заявки, становить приблизно 20000 учасників аукціону). У неконкурентних заявках зазначається лише кількість цінних паперів, які хоче придбати інвестор. Неконкурентні заявки зазвичай приймаються з обмеженнями за обсягом. У разі проведення аукціону способом єдиної ціни неконкурентні заявки задовольняються за єдиною ціною для всіх заявок. У разі проведення аукціону множини неконкурентні заявки задовольняються повністю виходячи з умов, що склалися в середньому за результатами конкурентних торгів.

Банки ФРС можуть подавати на аукціонах неконкурентні заявки за свій рахунок у розмірі, обмеженому обсягом випусків, що погашаються, що знаходяться в портфелі ФРС для відновлення цієї частини цінних паперів. Крім того, ФРС може придбати цінні папери при первинному розміщенні для закордонних національних банків за їх дорученням

Регулюючі органи застосовують різні заходи для запобігання ціновим маніпуляціям на аукціонах. По-перше, у Іспанії та Італії встановлені нижні межі цін, нижче яких аукціонні пропозиції не розглядаються. По-друге, існує обмеження на кількість конкуруючих пропозицій, які може подати один учасник. У країнах з розвинутим фінансовим ринком таке обмеження може бути відсутнім, але зазвичай встановлюється максимальний обсяг придбання одним учасником.

По-третє, є обмеження на неконкурентні заявки. У Франції первинні дилери можуть подавати неконкурентні заявки наступного дня після проведення аукціону у розмірі не більше ніж 15 % цінних паперів, розміщених на аукціоні. У Бельгії обмеження на неконкурентні заявки становить 30% цінних паперів, реалізованих на останніх 4 аукціонах [105].

По-четверте, існують обмеження щодо величини довгої нетто-позиції дилера. Дилери зобов'язані повідомляти обсяг своєї довгої позиції тільки у

випадку, якщо її величина в сукупності з конкурентною заявкою, що подається вище, ніж більшість аукціонного випуску.

По-п'яте, до певних категорій учасників (дилерам які мають статусу первинних), можуть пред'являтися підвищені вимоги. Довгий час (до реформ 90-х років) саме така практика існувала у США. У ході адміністративно-правових змін у регулюванні первинного ринку в США всім дилерам та брокерам, які займаються операціями з державними цінними паперами, зареєстрованим Комісією з цінних паперів та бірж, було дозволено виставляти на аукціонах заявки для клієнтів (раніше це могли робити тільки первинні дилери та депозитні інститути).

Іншим шляхом розширення кількості учасників аукціону став дозвіл на подання заявок на придбання нот та облігацій на аукціоні без вимоги депозиту, якщо особа, що подає заявку, має угоду з банком, який підтримує оплату цінних паперів, куплених на аукціоні. Раніше таку можливість мали лише первинні дилери та депозитні інститути. Політика регулюючих органів, спрямована на збільшення кількості учасників ринку, значно зменшила можливість змови серед інвесторів.

Теоретичні концепції, які розглядають сучасну теорію аукціонів, були викладені досить докладно ще у 1961 році у роботі Вільяма Викрі. Він вводив дві змінні при класифікації аукціонів: метод визначення аукціонної ціни та спосіб подання заявок на аукціон. Відповідно до цього, він виділяв два типи аукціонів під час попереднього етапу подання заявок і два типи аукціонів у режимі реального часу.

При попередньому поданні заявок (заявки надаються заздалегідь у запечатаному вигляді) залежно від способу встановлення аукціонної ціни розрізняють: аукціон першої ціни (first-price sealed-bid auction) та аукціон другої ціни (second-price sealed-bid auction). На аукціоні першої ціни заявки задовольняються зі зниженням запропонованих цін, доки весь обсяг цінних паперів, запланований до розміщення, нічого очікувати реалізовано (продано). Таким чином, кожен заявник, який показав ціну вище за стоп-ціну (ціну

відсікання), отримує заявлений обсяг за зазначеною в конкретній заявці ціною. У фінансовій пресі цей вид аукціону отримав назву американського (US-style auction). Його також часто називають аукціоном множинної (multipl-price) або диференційованої ціни (discriminatory-price auction), маючи на увазі, що учасники аукціону сплачують різну ціну, виставляючи однакові заявки.

Інший метод визначення аукціонної ціни, що в теоретичних дослідженнях отримав назву "аукціон другої ціни" (second-price sealed-bid auction), передбачає, що вартість розміщення всього випуску буде рівна ціні, запропонованій другим найвищим учасником, тобто ціні, яка є нижчою за найвищу пропозицію. У фінансовій літературі такий аукціон також іноді називають "аукціон єдиної ціни" або "голландським аукціоном".

Щодо методу подання заявок на аукціон, вирізняють аукціон із попередньою подачею заявок, де проведення аукціону може відбутися після отримання всіх заявок аукціонером, та аукціон в режимі реального часу. Аукціони, що проводяться в режимі реального часу, в залежності від способу встановлення ціни поділяються на аукціони множинної та єдиної ціни.

У першому випадку аукціон починається із максимальної ціни. Аукціонер оголошує послідовність цін, що знижуються до того моменту, поки не знайдеться покупець, якого влаштує дана ціна. Наступні заявки задовольняються, відповідно, за цінами, що послідовно знижуються. У теоретичних дослідженнях даний спосіб проведення аукціону отримав назву аукціон відкритого торгу при зниженій ціні (descending-price open-outcry auction), його також називають голландським аукціоном.

Другим способом проведення аукціону в режимі реального часу є аукціон відкритого торгу за висхідною ціною (ascending-price open-outcry auction). Аукціон починається з оголошення ціни, і бажаючі учасники подають на розгляд заявки, які повідомляють про обсяг цінних паперів, які їм потрібні. Обсяг заявок за цією ціною оголошується, і в наступному раунді ціна зростає (доки обсяг, необхідний учасниками аукціону, менший за обсяг випуску). Коли обсяг випуску вичерпаний продавець оголошує найвищу ціну, придатну

для розміщення всього випуску Насамперед задовольняються заявки тих хто називав ціну вище за ціну розміщення, а також деяка хто подав заявки за нижчою ціною.

Згідно з визначенням У. Вікрі [134; 135; 136], усі чотири формати аукціонів гарантують однаковий обсяг прибутку для продавця у випадку, коли оцінки щодо лотів є незалежними. Однак у випадку торгівлі державними цінними паперами це припущення стає недійсним, оскільки вартість, зазначена у заявках, відображає недосконалу оцінку ціни в майбутніх ринкових торгах.

При розгляді аукціонного формату казначейство повинно враховувати як найближчі, так і дальні перспективи регулювання ринку державних зобов'язань. У найближчій перспективі головною метою казначейства під час проведення аукціонів є максимізація прибутку або зниження витрат на запозичення під час конкретного аукціону.

У разі аукціону з єдиною ціною підвищена ціна може бути розглянута як збільшення шансів на перемогу. Оскільки переможець платить ціну, яка близька до ринкової рівноваги, а не свою пропозицію, агресивніші учасники мають більшу впевненість у виграші. Таким чином, аукціон з єдиною ціною буде менш чутливим до можливих втрат інвестора, що виграє, і оптимальна стратегія учасників буде більш агресивною, ніж у випадку аукціону з багатьма цінами.

У цьому випадку ризики маніпулювання ринком значно зменшуються: втрати переможця аукціону менше відчутні, що зменшує проблеми для менш інформованих учасників. Враховуючи, що можливість змови при аукціоні з єдиною ціною менше, ніж у випадку з багатьма цінами, такий аукціон сприяє збільшенню кількості потенційних учасників і, отже, зростанню попиту на державні цінні папери.

У наш час більшість розвинених ринків застосовують систему аукціону множинної ціни, але винятки складають Фінляндія, Греція, Нідерланди, Норвегія та Швейцарія. Хоча казначейство не завжди може максимізувати

прибуток від своїх емісій через цю систему, вона сприяє зручному управлінню грошовою політикою та розвитку активного вторинного ринку державних зобов'язань.

Щодо сучасної практики аукціонів, відомий американський економіст Мілтон Фрідман вже в 1960 році рекомендував казначейству перейти до розміщення цінних паперів методом аукціону єдиної ціни. У вересні 1992 року казначейство оголосило про початок експерименту: всі дворічні та п'ятирічні казначейські ноти стали розміщуватися методом аукціону єдиної ціни. Практика проведення аукціонів виявилася складнішою, ніж теоретично передбачалося. Неможливо гарантувати безризиковість стратегій учасників, особливо якщо учасники аукціону виступають як посередники, а не кінцеві інвестори.

При визначенні, ефективнішого способу первинного розміщення державних цінних паперів необхідно враховувати нерозривний зв'язок усіх ринків, у яких здійснюється торгівля державними зобов'язаннями.

Усі ринки державних цінних паперів з погляду тимчасового інтервалу можуть бути класифіковані таким чином: торгівля до проведення аукціону або в період між проведенням аукціону та надходженням грошей на рахунки - торгівля «ві-ай» (WI), торгівля на аукціоні та торгівля на вторинному ринку.

Хоча аукціонний ринок вважається первинним ринком державних цінних паперів, насправді він не є першим ринком, на якому розпочинається торгівля держпаперами. Ринок "ві-ай" є різновидом термінового ринку. У США існує двотижневий період між оголошенням про розміщення нового випуску і фактичною датою проведення аукціону. В цей період казначейство дозволяє торгівлю ДЦП, про випуск яких вже оголошено. У 1983 р. США ФРС, казначейство і Асоціація первинних дилерів дійшли до угоди про координацію дій зменшення ризику втрат, що з розтягнутим періодом торгівлі над ринком «ви-ай». Казначейство погодилося зменшити кількість днів торгівлі на ринку «ві-ай» шляхом скорочення періоду торгівлі, днем проведення аукціону та днем проведення розрахунків. Крім того, з 1983 р. первинні дилери повинні

щодня звітувати про всі операції на ринку «ві-ай», що перевищують 10 млн. дол., а з 1984 р. - 5 млн дол. На відміну від подавців конкурентних заявок на аукціоні покупці ринку "ві-ай" знають кількість цінних паперів, які вони хочуть отримати і ціну, яку вони хочуть заплатити.

Торгівля «ві-ай» виконує кілька ключових функцій. Вона сприяє розподілу фінансових зобов'язань серед інвесторів, зменшує невизначеність, пов'язану з аукціонами, і служить механізмом визначення цін на державні папери. Для учасників, які подають конкурентні заявки, це є важливим критерієм попиту і джерелом інформації для підготовки та подачі заявок на аукціон, а для тих, хто подає неконкурентні заявки, це допомагає визначити середню прибутковість аукціону. Участь у ринку «ві-ай» також визначає позицію учасника аукціону. Подавці конкурентних заявок, що купують зобов'язання «ві-ай», виступають на аукціоні як власники довгих позицій, оскільки вони вже мають певні зобов'язання, тоді як подавці заявок, які продають зобов'язання «ві-ай», мають короткі позиції. Ринок «ві-ай» відображає стикування інтересів учасників термінових угод. Однак, існує ймовірність витіснення інвесторів з ринку через недосконалу взаємодію трьох торговельних форматів. Наприклад, несподіване збільшення попиту від великих торговців на ранніх етапах аукціону може призвести до хвилі ентузіазму, що збільшить ціни, встановлені ринком.

Позитивним моментом організації торгів способом єдиної ціни є вужчий спред цін ринку «ві-ай», що значно зростає при проведенні аукціону множинної ціни, отже, у першому випадку ринок до початку аукціону абсорбував більший обсяг інформації. Більший обсяг інформації, задіяний в аукціоні єдиної ціни, означає меншу інформаційну нерівність учасників аукціону, сприяє розширенню числа учасників і, отже, забезпечує більшу ціну продажу держпаперів і доходи для казначейства.

При організації первинного ринку способом множини, торгуючи на ринку «ві-ай», дилери не афішують свою поінформованість (те знання наказів

клієнтів) і торгують на підставі її після аукціону (цінові коливання ринку «ві-ай» після проведення аукціону зростають)

Аналіз теорії та практики методів первинного розміщення держпаперів дозволяє зробити такі висновки.

По-перше, сучасна теорія аукціонів не дає всебічної та вичерпної відповіді на питання, який спосіб проведення аукціону ефективніший для первинного розміщення держпаперів, а практичні експерименти американського казначейства з новим аукціонним форматом продовжуються.

По-друге, проведений протягом кількох років експеримент показав, що аукціон єдиної ціни у довгостроковому плані сприяє збільшенню попиту на казначейські зобов'язання, тому що менш уразливий по відношенню до цінових маніпуляцій (як і передбачає теорія).

По-третє, зміна способу проведення аукціону дає відносно невелике вдосконалення абсолютних показників при первинному розміщенні держзобов'язань.

По-четверте, ефективність первинної торгівлі зростає при розміщенні короткострокових та середньострокових зобов'язань, але практично не змінюється під час роботи з довгостроковими випусками.

Враховуючи, що ринок держпаперів відіграє роль буфера фінансового ринку і завжди повинен залишатися більш стійким, можна дійти невтішного висновку необхідності дотримання обережності при зміні практики проведення аукціонів навіть у умовах розвиненого ринку. Недоліки можуть бути вище отриманого прибутку. Досить сказати, що експерименти з різними аукціонними форматами проводяться поки що тільки в США.

Регулювання первинного розміщення державних цінних паперів в Україні. Незважаючи на те, що загальним завданням регулювання в процесі розміщення на первинному ринку і в умовах розвиненого і ринку, що розвивається, є зменшення концентрації розміщених держпаперів в одного дилера, очевидно, що в умовах нестабільної ситуації ринку, що розвивається,

проведення експериментів (що стосуються способів встановлення ціни на аукціоні), недоцільно.

Україна цікавиться досвідом західноєвропейських країн, які успішно використовують елементи американської моделі регулювання ринку державних цінних паперів, у поєднанні з національною системою регулювання цінних паперів, що склалася. У Німеччині, зберігаючи традиційну форму первинного розміщення державних цінних паперів через синдикат, розміщення відбувається шляхом проведення аукціону американського типу серед членів синдикату. У Франції впроваджена аукціонна система, яка має свої особливості, що дозволяють регуляторам ринку швидко та гнучко адаптуватися до змінних умов ринку цінних паперів. Існує можливість щорічного перегляду умов емісії нових випусків, а казначейство може проводити позапланові аукціони за необхідності.

На українському ринку, що формується, за недостатнього попиту інвесторів, залишається потреба в підтримці первинного розміщення. Український Національний банк має закріплену законом можливість входу на первинний ринок. Це з одного боку є сильною підтримкою ринку державних цінних паперів, але з іншого боку, купівля зобов'язань Міністерством фінансів Національним банком має ту саму емісійну природу, що й пряме кредитування бюджету. Тому перенесення акценту на підтримку ринку державних цінних паперів на Національний банк неприпустиме, навіть в умовах розвиненого ринку, оскільки це призводить до деградації останнього з макроекономічного погляду. Україна здійснювала політику поступового зменшення участі Національного банку України у первинному розміщенні державних цінних паперів (в умовах розвиненого ринку така практика законодавчо заборонена).

Пріоритети регулювання первинного ринку відрізняються залежно від рівня розвитку фінансового ринку. Для розвиненого, стабільного ринку характерне послаблення регламентаційної діяльності щодо більшості учасників аукціонів з метою розширення кількості потенційних інвесторів та збільшення сумарного попиту на державні цінні папери.

Перспективи регулювання первинного розміщення держпаперів в Україні визначатимуться такими основними моментами. По-перше, розвиток ринку держпаперів та формування сталого попиту на них неможливий без взаємодії трьох тимчасових форматів ринку урядових зобов'язань (ринку «ві-ай», первинного та вторинного ринку).

Прогнозуючи ціни державних зобов'язань, ринок «ві-ай» виступає індикатором рівня попиту і забезпечує більш рівномірний розподіл державних зобов'язань, що розміщуються. ринку «ві-ай» та використання американського досвіду його регулювання може значно підвищити ефективність регулювання ринку держзобов'язань в Україні. Враховуючи, що торгівля на ринку "ві-ай" може вести до посилення рівня монополізації ринку та створення можливостей його корнування, період торгівлі на ринку "ві-ай" повинен бути мінімальним, вимоги контролюючих органів до учасників ринку жорсткими, а самому процесу впровадження передаукціонного торгового формату має передувати ретельна розробка нормативно-правової бази регулювання.

По-друге, враховуючи складності для емітента, що виникають у процесі розміщення при погіршенні ринкової кон'юнктури, в умовах ринку, що розвивається (в т. ч. українського) при загальному домінуванні конкурсних способів первинного розміщення, доцільно поєднання ринкових і неринкових (неконкурсних) способів первинного розміщення. Для України це особливо актуально через завдання розвитку роздрібного сектора ринку державних цінних паперів. Саме неконкурсні способи первинного розміщення домінують серед дрібних інвесторів у багатьох країнах

Залежно від способу встановлення ціни, ролі посередників та тимчасового режиму подання заявок розрізняють кілька методів організації періодичної торгівлі. Найбільш поширеними формами нерегулярної вторинної торгівлі є: періодичний аукціон із попередньою подачею заявок (sealed-order call auction) та періодичний аукціон, який у режимі реального часу, тобто. аукціон відкритого торгу (open-outcry call auction).

На аукціоні з попередньою подачею заявок його учасники заздалегідь подають заявки із зазначенням ціни та кількості цінних паперів, що купуються або продаються. Перевагою цього виду аукціону є простота його організації та низький ризик виникнення змови учасників. При організації періодичних аукціонів як реального часу методом біржового торгу біржові брокери можуть надавати додаткові накази безпосередньо під час торгової сесії, тобто. функція стабілізації ціни переходить від аукціонера до біржових посередників. У разі інтерактивного встановлення ціни встановлена ринкова ціна буде ближчою до рівноважної ціни (equilibrium value), а сам процес її встановлення буде більш ефективним. Однак, аукціони в режимі реального часу доцільні лише за значних обсягів торгівлі.

Електронна форма організації є найбільш досконалим видом організації періодичного аукціонного ринку, тому що розширює кількість учасників торгів та дає можливість надання нових наказів на основі ринкової інформації.

Отже, періодичні ринки мають такі спільні риси. Прибуток учасників ринку збільшується шляхом розширення числа учасників, представлених на одній торговій сесії, що веде до стабілізації цін і збільшення ліквідності. Загалом основним гідністю періодичних ринків вважатимуться нижчий рівень витрат на укладання угод (в результаті відсутності низького рівня посередницьких витрат).

У ході розвитку фінансового ринку кількість його учасників різко зростає, кількість торгованих випусків неухильно збільшується, торгові стратегії стають більш рухливими та складними. Відсутність безперервної торгівлі перешкоджає швидкого виявлення рівноважної ціни над ринком. Реалізація інтересів учасників ринку (отримання одночасної інформації про ціни, операції та ринкові умови) стає можливим лише у разі безперервної торгівлі. Залежно від способу встановлення ціни угоди постійно діючі (регулярні) ринки можуть бути організовані як аукціонні ринки, що ґрунтуються на наказах (auction order-driven markets) та дилерські ринки, що ґрунтуються на котируваннях (dealer quote-driven markets).

Біржі працюють за принципом аукціону, але аукціонний ринок не обов'язково збігається з біржею. Дилерські ринки, зазвичай, є позабіржовими, але їх не можна однозначно віднести до позабіржового обороту. Україна перейшла до ринку-котирувань у 1996 році, але це не означає, що можливостей для позабіржової торгівлі не існує. При дилерській організації ринку може переважати як біржовий, так і позабіржовий оборот цінних паперів, як це відбувається у США та Великобританії. У Великобританії більшість угод із держпаперами укладаються на біржі, а первинні дилери держпаперів повинні бути членами Лондонської фондової біржі.

Аукціонні ринки можуть мати різні форми, такі як двосторонній аукціон, біржовий аукціон, торгівля у певних секціях біржі або електронний аукціон. Основою для двостороннього аукціону є консолідована книга наказів. На біржі завжди зберігається консолідована книга наказів, що встановлює пріоритети для торгівлі. Пріоритет ціни означає, що накази з найкращою ціною виконуються першими, незалежно від часу їх подачі. Пріоритет часу вказує на те, що в разі однакової ціни перевага надається заявкам, які були подані раніше. При такій організації ринку брокер може виконувати тільки функцію посередника між клієнтами, а власна торгівля заборонена. Наразі вторинна торгівля держпаперами за схемою двостороннього аукціону функціонує у Греції, Мальті та Ірландії (проте ірландський ринок перебуває на етапі переходу до дилерської організації).

При організації постійно діючого ринку методом біржового аукціону (board trading) у консолідованій книзі наказів відображаються лише найпривабливіші ціни. Пріоритет часу існує тільки за двома найкращими котируваннями. Такий спосіб торгівлі нагадує гібридний ринок, де від брокерів може бути потрібна підтримка спредів. Особливістю буде те, що подання заявок на купівлю/продаж має здійснюватися у стандартизованому розмірі (одиницею угод виступає лот). Подібна форма організації торгівлі характерна для багатьох ринків, що розвиваються. Різні країни мають певні особливості встановлення цін під час проведення біржових аукціонів. У

Німеччині встановлення ціни офіційної торгівлі фахівцями є специфічною рисою Німецької фондової біржі. При встановленні стандартної ціни повинні враховуватися всі накази, що надійшли, а відбувається встановлення ціни за принципом «максимального виконання», тобто, офіційно встановленою ціною буде та, за якої спостерігається максимальний товарообіг.

Торгівля над ринком наказів може здійснюватися у суворо певної секції біржі (crowd trading") за посередництва брокерів (dual-capacity brokers), виконують кілька функцій над ринком (тобто виступаючих як і принципи від імені клієнта). книга наказів відсутня, і обов'язковою умовою здійснення угоди є наявність двосторонніх торгових угод між брокерами. Дозвіл брокерам здійснювати операції за свій рахунок збільшує ліквідність ринку та сприяє стабілізації цін на ринку. В даний час він характерний для ф'ючерсних та опціонних угод за державними зобов'язаннями, що укладаються на Лондонській міжнародній біржі фінансових ф'ючерсів (LIFFE) та товарній біржі Чикаго (Chicago Mercantile Exchange).

При поданні наказів електронним способом (electronic ordermatching) ефективність торгівлі значно збільшується: всі учасники торгівлі мають доступ до інформаційного потоку наказів, а здійснюється торгівля на анонімній основі. Ліквідність такого ринку знижується через відсутність брокерів, але електронна форма проведення аукціону загалом найбільш оптимальна проти біржовими засобами організації торгівлі. Прикладом такої системи може бути автоматизована система торгівлі IBIS, що належить Німецькій фондовій біржі і відкрита всім кредитним інститутам та біржовим брокерам - членам фондових бірж Німеччини. В даний час електронна система наказів використовується в Італії та Ірландії на ф'ючерському ринку, в Індії з окремих випусків держпаперів, в Іспанії для роздрібних операцій з облігаціями.

Аукціонний спосіб організації вторинної торгівлі надає учаснику ринку можливість покращення ціни угоди, яка коливається між її максимальним та мінімальним рівнем. Недоліком є те, що на аукціонному ринку існує ризик

виконання наказу (execution risk). Ліквідність і глибина ринку залежить від довільного співвідношення прийнятих наказів. Під час надання клієнтом наказу ціна угоди не відома. Отримати тверду котирування ціни від дилера до подання наказу на купівлю/продаж цінного паперу і усунути ризик виконання наказу щодо здійснення угоди інвестор може у разі дилерської організації ринку державних зобов'язань.

На основі теоретичних досліджень встановлено, що в дилерській організації ринку через систему котирувань інвестори отримують кращу ціну за свої заявки порівняно з аукціонним ринком-наказами, де заявки діють без впливу інших заявок. У дилерському вторинному ринку дилери зобов'язані постійно наводити котирування на обидва боки ціни при купівлі/продажу державних зобов'язань для учасників ринку, що укладають угоди за цими котируваннями. Ринок може бути позабіржовим з єдиним брокером для первинних дилерів або централізованим електронним дилерським ринком.

Найпростішою формою дилерського ринку є позабіржовий ринок, де угоди укладаються безпосередньо між дилерами або між дилерами та клієнтами. Багато ринків, що розвиваються з торгівлі короткостроковими випусками, починають саме з цієї форми організації. У початкових стадіях розвитку таких ринків власниками векселів зазвичай є обмежена група фінансових установ, які мають добре встановлені взаємини, що полегшує укладання угод. Децентралізована природа торгівлі може обмежити обмін інформацією в реальному часі, що призводить до укладання угод за різними цінами. Така організація ринку ускладнює залучення приватних інвесторів, які хочуть оцінити вигідність угоди, запропонованої посередником.

Слід враховувати, що якщо дилери не отримують комісійну винагороду за свої послуги, то дилерський ринок демонструватиме великі спреди та сильну рухливість цін. Вирішення цієї проблеми (ефективного встановлення ціни) при дилерській організації ринку можливе з появою над ринком посередників для дилерів (міждилерських брокерів - interdealer brokers).

Міждилерські посередники, відомі також як брокери для дилерів, спеціалізуються на виконанні торгових наказів для дилерів. Присутність таких брокерів на ринку сприяє покращенню функціонування ринку, оскільки вони надають інформацію про ціни та здійснені операції. Це сприяє зниженню витрат на аналіз ринкової ситуації і поліпшує конкурентні умови між дилерами, обмежуючи різницю в ринкових цінах. В більшості випадків міждилерські брокери пропонують систему брокерських послуг, відому як "система сліпого брокера", яка забезпечує дилерам анонімність, що має важливе значення на ринку з інформованими клієнтами або при домінуванні великих дилерів. На відміну від дилерів, міждилерські посередники отримують комісійні від одного чи кількох учасників угоди.

Органи-регулятори ринку держпаперів, здійснюючи вибір організаційної мікроструктури вторинного ринку держпаперів, повинні керуватися комплексом взаємопов'язаних факторів (рис. 3.3).

По-перше, при виборі між періодичною або регулярною формою торгівлі, слід враховувати, що на ринку, що формується (особливо на його початковому етапі), ефективніше може бути використання періодичної торгівлі. У разі низької ліквідності, вузького ринку та високого ризику виконання, періодичні ринки можуть бути більш вигідними, оскільки вони зменшують витрати на укладання угод (завдяки відсутності посередників).

Зі зростанням ринку та збільшенням числа учасників та обсягів торгівлі, ризик виконання зменшується, але збільшується кількість факторів, що впливають на рівноважну ціну. Ці фактори стають складнішими через рухливість відсоткових ставок та взаємовплив ринку державних паперів на валютний та грошовий ринки. Це вимагає постійного ведення торгівлі. Тому в організаційній структурі вторинних ринків державних цінних паперів на ринку, що розвивається, спостерігається перехід від періодичного до регулярного (постійного) ринку.

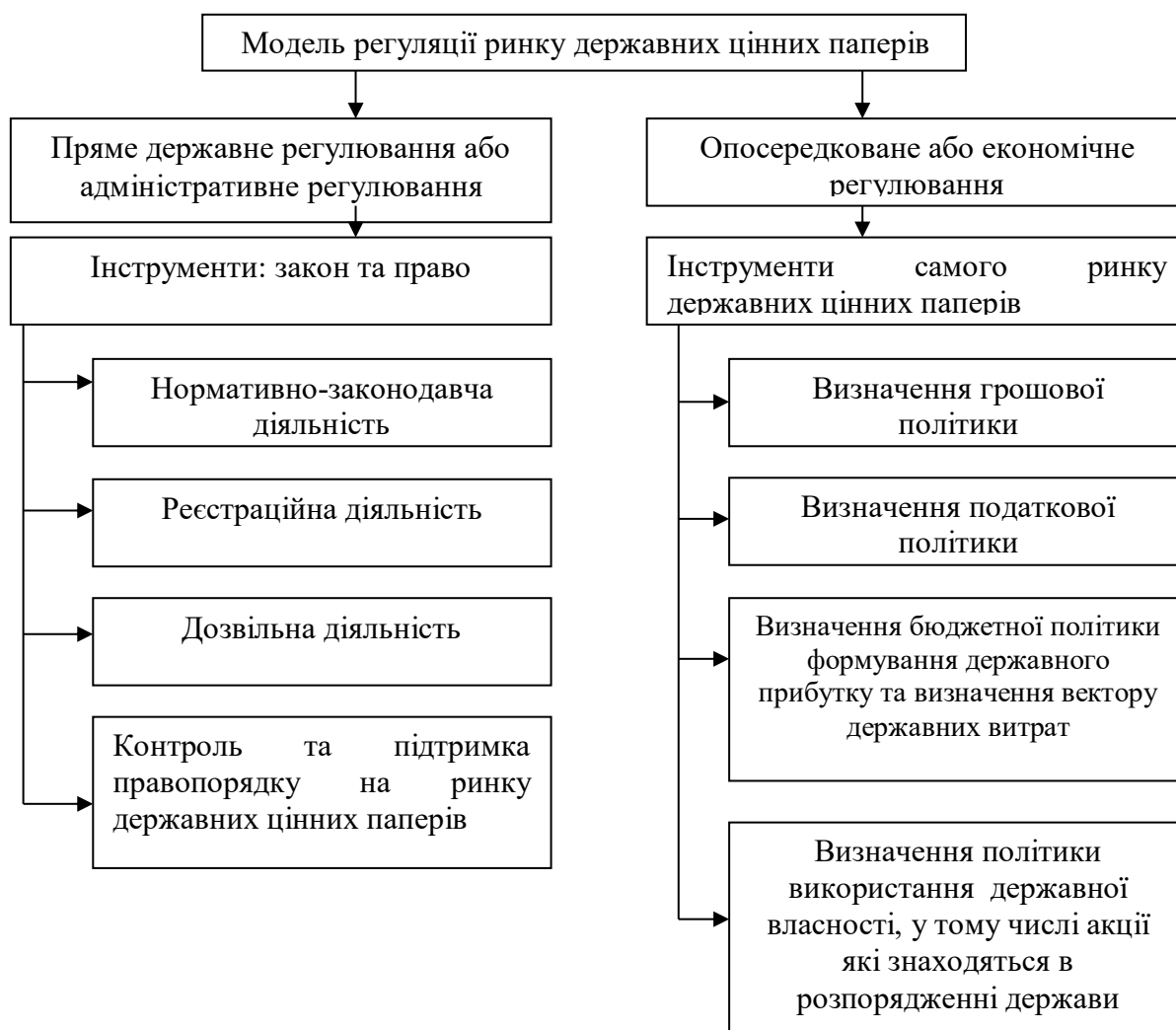


Рис. 3.3. Модель регуляції ринку державних цінних паперів України

Джерело: розроблено автором

До основних операцій прямого регулювання ринку державних цінних паперів відносяться:

- формування обов'язкових вимог щодо характеристики учасників ринку державних цінних паперів, які встановлені згідно нормативно-правових актів;
- проведення реєстрації емітентів, що випускають цінні папери;
- проведення реєстрації професійних учасників ринку державних цінних паперів;
- забезпечення політики гласності та рівноправного доступу до інформації для всіх учасників ринку державних цінних паперів.

До основним операціям непрямого регулювання ринку державних цінних паперів відносяться:

- зміна умов системи податкового адміністрування з метою підвищення інвестиційної привабливості ринку державних цінних паперів;
- застосування інструментів грошово-кредитної політики;
- політика формування доходів державного бюджету та їх розподіл з метою стимулювання розвитку ринку державних цінних паперів;
- політика управління державною власністю, що відноситься до різних видів державних цінних паперів.

Постійно діючий аукціонний ринок наказів вимагає меншого фінансового капіталу в порівнянні з дилерським ринком котирувань. Якщо володіння концентрується у великих фінансових інститутів, то найбільш доцільною є дилерська організація ринку. Вона є оптимальною при істотному зростанні державної заборгованості, оскільки підтримує як первинний, так і вторинний ринки. У випадку, коли немає великих структур, готових взяти на себе відповідальність за підтримку вторинної торгівлі, доцільним вибором може бути електронна дилерська організація ринку (наприклад, в Італії).

По-друге, серед чинників, що впливають на обрання форми організації ринку, є абсолютний рівень капіталізації і конкуренція. У невеликих країнах з обмеженим числом учасників ринку, аукціонний ринок, що базується на внутрішній конкуренції, частіше вважається прийнятним, ніж дилерський.

По-третє, вибір методу організації ринку важливий з урахуванням терміновості зобов'язань. Короткострокові державні цінні папери, такі як казначейські векселі, мають тісний зв'язок з грошово-кредитним регулюванням і є дуже рухливими з урахуванням випадкових змін грошової бази та інших факторів. Оскільки аукціони з первинного розміщення векселів можуть проводитися щотижня, організація торгівлі над ринком казначейських векселів має гарантувати максимальну частоту встановлення ціни, що зазвичай досягається через дилерський ринок.

По-четверте, інвестори з різними ринковими стратегіями та рівнем капіталу віддають перевагу різноманітним формам організаційної структури вторинного ринку. Приватні інвестори, які здійснюють невеликі операції, зазвичай мають довгострокову стратегію та готові чекати на появу партнера з угодою. Такі інвестори віддають перевагу періодичним або постійним аукціонним ринкам, де витрати на виконання угод менші.

Великі інституційні гравці на ринку, які приділяють перевагу короткостроковим інвестиційним стратегіям, пов'язаним з хеджуванням чи арбітражем, часто виявляються непереносливими інвесторами. Вони нахиляються до постійних дилерських операцій, що захищають від ризику виконання. Наприклад, в Німеччині роздрібна торгівля відбувається на періодичних ринках, тоді як великі угоди укладаються на постійних ринках. Країни, де значна частина населення володіє державними облігаціями, часто вибирають аукціонну форму ринку.

По-п'яте, при виборі організаційної форми вторинного ринку слід враховувати цілі, що ставляться регуляторами ринку. З погляду регуляторів ринку державних цінних паперів, найбільш перевагу надають централізованим формам, які забезпечують високий рівень прозорості, наприклад, централізований аукціон або електронні торги. На відміну від цього, найпростіша форма дилерського ринку - позабіржовий ринок (без посередників для дилерів) - має низький рівень прозорості, що ускладнює аудиторські перевірки ринку державних цінних паперів.

Заслуговує на розгляд організаційна мікроструктура вторинного ринку державних цінних паперів США, що мають найбільший і найефективніший ринок у світі..

Дилерський ринок державних цінних паперів відрізняється від дилерського ринку корпоративних випусків за обсягом угод (більші угоди), рівнем позикових коштів і витрат за здійснення угод, величині відсотків, якими дилери отримують позики. Дилерський ринок державних цінних паперів характеризується виключно високим рівнем позикових коштів, а

капітал первинних дилерів становить лише кілька відсотків вартості цінних паперів, якими вони володіють. Дилери виступають активними учасниками та первинного та вторинного ринку державних цінних паперів. Брокери не ведуть операції власним коштом і відкривають позиції, їх завданням є виключно сприяння дилерській торгівлі.

З метою поліпшення функціонування первинного та вторинного ринку багато країн запозичили американську модель "первинних" дилерів державних цінних паперів. Склад фінансових інститутів, які входять у структуру первинних дилерів, залежить, переважно, від прийнятої моделі організації ринку цінних паперів. У США до первинних дилерів відносяться: банківські дилери, що є відділами комерційних банків (об'єкт контролю сторони ФРС), реєстровані дилери - багатопрофільні фірми, що працюють з державними та корпоративними випусками, дилери, що не реєструються, на фірми, що спеціалізуються виключно операціях з державними цінними паперами та іншими випусками, звільненими від реєстрації (формально звільнені від федерального регулювання).

Первинні дилери виконують такі основні функції: на первинному ринку беруть активну участь у його організації, приймаючи він зобов'язання щодо розміщення нових випусків державних цінних паперів, підтримують безперервне розміщення державних облігацій навіть за несприятливих ринкових умов; забезпечують поточною інформацією щодо стану ринку, зацікавлені відомства, тобто виконують функції посередника між ринком і монетарною владою, на вторинному ринку підтримують його ліквідність. Якщо інститут первинних дилерів ефективний, це дозволяє Національному банку (який на початковому етапі становлення ринку бере активну участь у первинній торгівлі), поступово відмовитися від цієї ролі.

3.2. Напрями гармонізації інтересів банківських установ та держави на ринку цінних паперів

Порівняння вимог, що висуваються до первинних дилерів регулюючими органами, у країнах із різним рівнем розвитку ринку передбачається, що первинні дилери здійснюють підтримку первинного і вторинного ринку.

Найважливіше завдання первинних дилерів – гарантувати ліквідність вторинного ринку державних цінних паперів. В одних країнах (у Великій Британії) існує вимога до первинних дилерів про участь на ринку по всьому спектру цінних паперів, в інших (у США, у Франції) обов'язки первинних дилерів формуються у загальному вигляді. Зазвичай дилери повинні створювати ринок лише з основних видів цінних паперів, що менш обтяжливим.

Враховуючи вимоги, покладені на первинних дилерів, і важливість завдань, що виконуються ними, в більшості випадків регулюючі органи надають первинним дилерам широкий спектр безпосередніх привілеїв.

У низці країн первинні дилери можуть отримувати переваги у сфері цін чи комісійні за гарантію ефективного розміщення цінних паперів (рис. 3.4). Проте на розвинених ринках ця практика має тенденцію до зникнення, так як регулюючі органи впевнені, що аукціони пройдуть успішно без спеціального заохочення первинних дилерів. Для первинних дилерів зберігаються лише деякі комерційні переваги: можливість коригувати ціни, аж до останньої секунди до початку аукціону (у Франції), звільнення від вимоги надавати кошти на оплату під час подачі заявок на аукціонах (у США), можливість подання заявок по телефону, а не письмово, пільговий режим оподаткування (у Великій Британії).

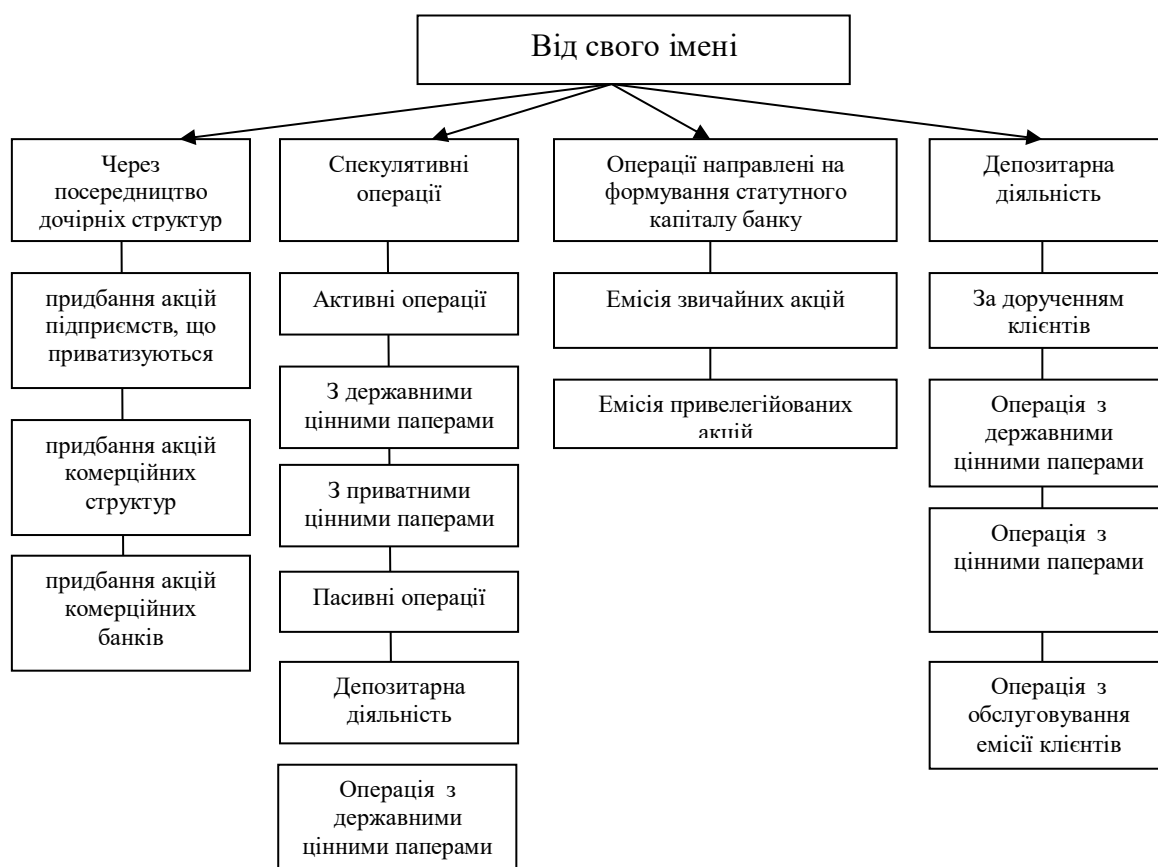


Рис. 3.4. Операції комерційних банків із цінними паперами

Джерело: побудовано автором

Важливою перевагою первинних дилерів на первинному ринку є ексклюзивний доступ, який може набувати таких форм: ексклюзивне право подання конкурентних чи неконкурентних заявок, ексклюзивне право подання заявок на певні серії цінних паперів.

В Україні перевагою для первинних дилерів відсутність обмежень на неконкурентні заявки. Первинні дилери, виставляючи необмежений обсяг неконкурентних заявок на аукціоні, зосереджували в собі велику частку заявок інвесторів (найбільші консервативні і виставляють неконкурентні заявки).

До привілеїв первинних дилерів на вторинному ринку відносяться: ексклюзивний доступ до торгової системи міждилерських брокерів (існує у США, Великобританії, Франції) та ширший діапазон дозволених операцій, ніж

у інших брокерів (можливість запозичувати цінні папери та займати коротку позицію), ексклюзивний доступ до операцій на відкритому ринку (США).

Істотні переваги первинні дилери отримують із своїх взаємин із Національним банком. Визнання первинного дилера основним чи ексклюзивним контрагентом Національного банку відкриває для дилера додаткові механізми запозичення коштів.

Як критерій незалежності Національного банку прийнято також такий показник, як участь держави у капіталі Національного банку. У багатьох країнах центральний банк є державною, проте в деяких розвинених країн (Італії, США, Швейцарії) держава не бере участі у капіталі центрального банку чи бере участь приватно (Бельгія, Японія), й у нормальних умовах функціонування істотного впливу цей чинник не надає. Зокрема, функції регулювання банківської сфери в Австралії виконує Служба з фінансового нагляду, Бельгії – Комісія з банків, фінансів та страхування, Великобританії – Фінансова контрольна служба, Німеччини – Федеральна служба фінансового нагляду, Ірландії – Фінансова контрольна служба, Іспанії – Міністерство економіки, Канаді – Міністерство фінансів, Люксембурзі – Міністерство бюджету та казначейства, Франції – Комітет із кредитних інститутів та інвестиційних фондів, Швейцарії – Федеральна банківська комісія, Японії – Фінансова служба та тощо. Центральний банк поряд із формуванням та реалізацією грошово-кредитної політики регулює банківські установи в Болгарії, Греції, Італії, Литві, Нідерландах, Новій Зеландії, Португалія, Словаччина, Чехія. Як наслідок є країни, в яких а) центральний банк проводить політику, розроблену урядом, чи узгоджує її з урядом; б) центральний банк самостійно виконує цю функцію.

Як зазначалося, дилерські позиції мають високий рівень використання позикових коштів: капітал первинних дилерів перебуває у межах 1,5 - 2 % вартості цінних паперів, якими вони володіють. Первинні дилери можуть мати можливість отримання короткострокових фінансових кредитів Національного банку під гарантію, що дозволяє «творцю ринку» утримувати довгу позицію

протягом кількох днів. Багато країн (Італія, Канада, Великобританія) існує кредитна лінія підтримки первинних дилерів.

Як показує досвід розвинених країн, розміри кредитної лінії скорочуються, і Національний банк залишає лише непрямі важелі стимулювання первинних дилерів: операції на відкритому ринку, можливість отримання цінних паперів на умовах «репо» від Національного банку в тих випадках, якщо для виконання зобов'язань щодо підтримки ринку у дилера немає достатньої кількості цінних паперів.

Згідно з сучасною американською стратегією регулювання ринку держпаперів проведення таких операцій можливе лише у разі крайньої необхідності. Американські дилери фінансують свої позиції головним чином за допомогою операцій РЕПО не з ФРС, а з банками, агентствами, що мають федеральну підтримку, урядами штатів, місцевих органів влади та іншими інституційними інвесторами.

Під час проведення операцій РЕПО ці інвестори авансують дилерам кошти своїх фондів, тимчасово купуючи державних цінних паперів. У той самий час дилери погоджуються викупити цінних паперів назад: на певну у майбутньому дату і за ціною, що включає відсоток. Операції РЕПО стали поширеним методом інвестування надлишку фондів, так як є високоприбутковими інструментами ринку.

В умовах менш розвиненого фінансового ринку, навпаки, часто існує підтримка кредитної лінії та ексклюзивні можливості для первинних дилерів у проведенні операцій РЕПО з Національним банком. Україна є прикладом такої ситуації, де первинні дилери мали наступні переваги.

По-перше, вони могли встановлювати двосторонні котирування під своїм іменем зі збереженням котирувань, тоді як інші учасники торгів використовували лише ринкові заявки без їх збереження у торговельній системі. Це надавало первинному дилеру певної незалежності від інших учасників ринку і дозволяло йому встановлювати націнку на цінні папери.

По-друге, українські первинні дилери могли використовувати вільні кошти для надання практично безризикових кредитів під високі відсотки, отримувати одноденні розрахункові та ломбардні кредити.

Ринок цінних паперів розвивається дедалі інтенсивніше. В цих умовах зростає кількість гравців, загальний обсяг операцій, середня вартість однієї угоди. Від точності проведення угод залежить ефективність інвестицій та величина збитків, зумовлена якістю інвестиційного аналізу. Під час проведення інвестиційного аналізу доцільно використовувати різні методи, у тому числі, методи аналізу ризику, які дозволяють оцінити питому ймовірність збитків за кожною цінному папері, встановити граничні ліміти за обсягами угод та порогові значення з кожної операції.

Аналіз ризиків дозволяє врахувати різні аспекти операцій із цінними паперами, фактично надаючи інвестору аргументовану програму здійснення інвестиційної діяльності та формування збалансованих відповідно до стратегій інвестиційних портфелів, включають папери з різними показниками прибутковості, терміновості, ліквідності. Різні показники ризику дозволяють оцінити ймовірність втрат інвестора, тому аналіз ризику є найбільш універсальним інструментарієм оцінки доцільності конкретної інвестиційної угоди.

В результаті оцінки ризиків інвестор обирає певну стратегію поведінки, що дозволяє найбільш адекватно врахувати різні коливання ринку та уникнути зайвих втрат у результаті настання непередбачених подій над ринком цінних паперів. Сучасні підходи до аналізу та оцінки ризиків на ринку цінних паперів припускають різні варіанти поведінки, в тому числі, активну та пасивну ринкову стратегію, які вибираються інвестором відповідно до можливостей участі в операціях та інтенсивності інвестиційної поведінки.

Для кожного варіанта поведінки доцільно використовувати спеціалізовані інструменти аналізу ризику, які враховують стиль ринкової поведінки та не вимагають надлишкових витрат ресурсів для проведення оцінки. Для активної стратегії найважливішими є методи ринкового

прогнозування, для пасивної стратегії – методи оцінки витрат та поточної прибутковості. Тобто вибір методів оцінки ризику визначається різними поведінковими факторами, які дозволяють оцінити як сам ризик над ринком цінних паперів, а й ефективність роботи з аналізу та оцінки ризику.

Таким чином, сучасний стан ринку цінних паперів передбачає необхідність використання досить різноманітного інструментарію для аналізу та оцінки ризику, причому критерії вибору конкретних інструментів досі розроблено недостатньо конкретно.

Розглянуті методи мають свої плюси й мінуси. Існує кілька основних підходів, які дозволяють ідентифікувати ризики та їх параметри з різною ефективністю (табл. 3.2).

Таблиця 3.2

Базові методи оцінки ризиків на ринку цінних паперів

Спосіб	Об'єктивність	Повнота	Вартість	Час	Якість	Загальна оцінка
Експерти	4	3	2	4	5	18
Статистика	5	3	3	4	4	19
Третя сторона	4	3	5	4	4	20
Поставлені ризики	3	4	5	5	3	20
Процеси	3	4	5	5	3	20

Джерело: розроблено автором

Шкала від 1 (дуже погано) до 5 (дуже добре)

Розглянуто п'ять базових способів:

- Експертна оцінка: проведення інтерв'ю зі співробітниками компанії для визначення їхнього ставлення до існуючих ризиків та оцінки їх параметрів.

- Статистика: вивчення документації для виявлення фактів, що підтверджують ризики, а також факторів, які можуть призвести до цих ризиків.

- Залучення зовнішніх консультантів: найм фахівців для ідентифікації та оцінки ризиків.

- Класифікація ризиків: складання списку та оцінка параметрів ризиків, які часто зустрічаються в аналогічних умовах.

- Процеси: застосування спрощеного підходу, описаного вище.

Плюси та мінуси базових способів оцінки ризиків на ринку цінних паперів наведені в Додатку К.

Кожен з цих методів оцінки має свої п'ять ключових критеріїв:

- об'єктивність (реалістичність оцінки);
- повнота (заповнення всіх аспектів узагальненого списку);
- вартість (витрати, включаючи нематеріальні ресурси, для реалізації методу);
- час (необхідний час для реалізації методу);
- якість (якість початкового матеріалу для подальшого аудиту).

Більшість ринків мають тісний зв'язок між первинними дилерами та Національними банками, проте така взаємодія не повинна зашкодити іншим інвесторам. Це означає, що привілеї первинних дилерів можуть бути забезпечені лише на початкових етапах розвитку ринку.

На розвиненому ринку первинні дилери поступово втрачають свої привілеї через стабілізацію фінансових інститутів, що дозволило регулюючим органам знизити вимоги до розміру фінансового капіталу, щоб збільшити кількість учасників інституту первинного дилерства.

Підсумовуючи, зауважимо: нині розвинені ринки, що формуються, мають загальні напрями регулювання вторинних ринків. По перше. перехід від концепції періодичного до регулярно функціонуючого ринку. Безперервність вторинного ринку - обов'язкова умова ліквідності ринку держпаперів та успішного проведення грошово-кредитної політики Національним банком.

По-друге, сучасний період характеризується зростанням ролі дилерської торгівлі для готівкових інструментів ринку державних цінних паперів. Дилерська торгівля держпаперами виконує кілька функцій фінансовому ринку: виступає сполучною ланкою між фінансовим ринком і ринком капіталів, служить основою арбітражних угод. Оскільки багато дилерів

держпаперів є активнішими учасниками корпоративного та комунального ринку, з'являється можливість здійснення арбітражних операцій: дилери ринку державних цінних паперів виступають найбільшими арбітражерами на фінансовому ринку.

По-третє, загальною тенденцією в організаційній мікроструктурі всіх вторинних ринків незалежно від конкретного способу організації стало посилення ролі електронного способу ведення торгівлі. Електронні технології збільшують ефективність ринку незалежно від конкретного способу його організаційної мікроструктури, ліквідуючи механічні елементи у процесі торгових операцій (автоматизуючи подачу, збирання та ранжування заявок), покращуючи прозорість ринку (поширюючи інформацію в режимі реального часу), та збільшуючи конкуренцію. Нарешті, використання електронних технологій дозволяє уникнути посередництва на ринках державних цінних паперів країн, які мають необхідного числа великих фінансових інститутів.

По-четверте, на фондовому ринку існують два типи торгових майданчиків: біржові та позабіржові, які виконують різноманітні функції. Біржові платформи концентрують попит та пропозицію, формуючи реальні ціни на цінні папери. У той час, позабіржові майданчики забезпечують переміщення великих обсягів цінних паперів між інвесторами або поєднання ринку приватних вкладників (роздрібних інвесторів) та великих (оптових) інвесторів. Нині вторинний оборот державних цінних паперів переважно позабіржової, до того ж час існують певні ніші (строкові операції) й у біржових угод.

По-п'яте, система первинних дилерів ефективна як в умовах розвиненого, так і ринку, що формується. У країнах із перехідною економікою використання системи первинних дилерів необхідне, оскільки ринку не вистачає кваліфікованих кадрів та фінансового капіталу, а монетарним владі швидше і безпечніше працювати з обмеженим числом контрагентів. Особливості регулювання інституту первинних дилерів визначаються рівнем розвитку ринку конкретної країни.

По-шосте, проведене порівняння інфраструктури вторинного ринку доводить ефективність одночасної підтримки різних організаційних форм вторинного обігу (періодичних та постійних аукціонів, ринку наказів та ринку котирувань, централізованих та децентралізованих, біржових та позабіржових торгових майданчиків).

Одним з елементів регулювання ринку державних цінних паперів - залучення роздрібних капіталів - буде неможливим без формування альтернативних форм вторинної торгівлі, що відповідають інтересам дрібних інвесторів. Такими формами можуть стати постійно діючий аукціонний ринок наказів чи періодичний ринок, які забезпечують низькі вимоги до фінансового капіталу інвесторів, через відсутність посередницьких витрат. Встановлення спеціального режиму торгівлі має сприяти зниженню бар'єру входження ринку і припливу капіталів дрібніших інвесторів (дилери ринку в Україні воліли працювати з великими клієнтами).

Вибираючи оптимальну форму вторинної торгівлі, регулятори ринку мають враховувати вплив організаційної мікроструктури вторинного ринку ефективність первинного розміщення державних цінних паперів. Проведений аналіз показує, що в абсолютній більшості країн з дилерським ринком котирувань первинне розміщення організується способом аукціонів, що періодично проводяться, що полегшують (в умовах дилерської організації вторинного ринку) завдання дилерів з підтримки вторинного ринку, усуваючи зайву конкуренцію первинного і вторинного ринків. Навпаки, у країнах з переважанням аукціонного ринку наказів (Данія, Ірландія) регулюючі органи як спосіб первинного розміщення обирають тендерні форми його організації.

Вибір оптимальної форми інфраструктури вторинного ринку можливий на основі аналізу взаємопов'язаного комплексу факторів: рівня розвитку ринку, величини його капіталізації, терміновості зобов'язань, за якими здійснюється торгівля, впливу вторинної торгівлі на первинне розміщення державних цінних паперів, визначення ймовірних стратегій інвесторів та пріоритетності завдань органів-регуляторів ринку державних цінних паперів

Ринок урядових зобов'язань у порівнянні з іншими сегментами ринку цінних паперів є високою мірою регульованим і ліквідним, що дозволяє монетарній владі використовувати його в процесі грошово-кредитного регулювання. Вплив ринку державних цінних паперів на монетарні процеси економіки та використання ринку урядових зобов'язань у процесі грошово-кредитного регулювання здійснюється у вигляді надання кредитів під заставу державних цінних паперів і проведення Національним банком операцій на ринку.

Надання Національним банком кредитів конкретним позичальникам під забезпечення (під заставу) як державних цінних паперів є способом рефінансування з допомогою державних цінних паперів Національним банком комерційних банків. За формою кредитування під заставу схоже з операціями РЕПО, але відрізняється від операцій на ринку тим, що економічна мотивація операції впливає з конкретної фінансової потреби учасника ринку, а чи не з завдань Національного банку у підтримки ліквідності. Змінюючи рівень відсотка (облікову ставку), Національний банк стимулює або стримує попит депозитних установ на кредитні ресурси.

У сучасних умовах найбільш мобільним інструментом грошово-кредитної політики є операції центрального банку на відкритому ринку, вперше впроваджені в США, і ФРС, що регулярно проводяться, з середини 30-х років.

Рівень розвитку операцій на ринку у різних країнах неоднорідний. На противагу ФРС, яка щодня проводить операції на відкритому ринку, центральні банки західноєвропейських країн більше використовують мінімальні резервні вимоги, а на відкритий ринок виходять лише раз на два тижні. У післявоєнний період відзначалося розширення використання операцій на ринку у країнах Західної Європи, що відповідає загальній тенденції переходу від прямих до ринкових (непрямих) методів регулювання грошово-кредитної сфери.

Особлива привабливість для кредитних установ операцій Національного банку на відкритому ринку пов'язана з високою ліквідністю (переважними є операції з найбільш ліквідними паперами - короткостроковими) і гнучкістю, обумовленою тим, що обсяг покупок (продажів) державних цінних паперів, а також використовувана при цьому процентна ставка можуть змінюватись щодня відповідно до вимог грошово-кредитної політики.

Переслідуючи довгострокові цілі зміни обсягу резервів депозитної системи, Національний банк використовує звичайні, тобто безумовні та остаточні в даній угоді купівлі або продажу цінних паперів.

Якщо необхідність змінити обсяг резервів носить лише тимчасовий характер (наприклад, прогноз вказує на те, що виділені сьогодні резерви доведеться в найближчому майбутньому вилучити з метою компенсувати очікувані коливання сезонних факторів), використовуються операції, що мають тимчасовий вплив на сумарну пропозицію резервів: операції РЕПО та зворотного РЕПО.

На відміну від ринку, що розвивається ринок РЕПО в розвинених країнах діє найчастіше за принципом «все проти всіх», тобто можливе укладання угод РЕПО між усіма учасниками фінансового ринку. Це означає, що всі учасники ринку можуть отримувати кредити через механізм РЕПО на ринку держпаперів не тільки в Національному банку, а й один в одного. У той самий час під час проведення операцій на ринку контрагентами Національного банку більшості країн можуть виступати лише первинні дилери державних цінних паперів.

Структура угоди РЕПО виглядає як купівля та форвардний продаж цінних паперів. Як така, угода РЕПО створює кредитний ризик для обох сторін, що беруть участь, оскільки кожна сторона бере на себе зобов'язання проведення форвардної угоди з іншою, і здатність кожної сторони виконувати свої форвардні зобов'язання залежить від її безперервної платоспроможності. У угодах РЕПО забезпеченням є цінних паперів, переходять із рук в руки.

Під час проведення операції РЕПО в її учасників виникають правничий та обов'язки стосовно друг до друга, які вказуються у договорах між учасниками операції. Необхідно відзначити, що укладання письмових договорів між учасниками ринку РЕПО не є загальноприйнятим стандартом, проте складнощі пов'язані зі зловживаннями на ринку РЕПО стали причиною розробки стандартних договорів РЕПО, що включають опис правовідносин, що виникають, та їх наслідків.

Незважаючи на значні спільні риси, регулювання операцій на відкритому ринку мають суттєві особливості країни. Відрізняються склад фінансових інститутів, що беруть участь в угодах (банківські та небанківські), види державних цінних паперів, що використовуються при проведенні операцій на відкритому ринку (короткострокові або середньострокові), механізм встановлення відсоткових ставок (адміністративний, при якому ставки встановлюються Національним банком, та ринковий), ініціатива у проведенні операцій (залишається учасникам грошового ринку або надається Національному банку).

Склад учасників операцій визначається головним чином особливостями фінансової системи країни. У США та Великобританії центральний банк проводить операції в основному з небанківськими структурами через їх суттєву роль на фінансовому ринку та можливістю кредитних установ запозичувати кошти в центральному банку за допомогою інших інструментів рефінансування (через дисконтне вікно, шляхом міжбанківського кредитування). У Великобританії операції на відкритому ринку, як правило, проводяться з дисконтними будинками, що становлять центральну ланку грошового ринку та в обмежених масштабах із комерційними банками.

Особливість операцій на відкритому ринку в Німеччині полягає в тому, що вони проводяться не за ринковими відсотковими ставками, а за заздалегідь встановленим курсом. При цьому процентні ставки за операціями на відкритому ринку встановлюються Бундесбанком диференційовано (залежно від терміновості державних цінних паперів).

Практичний досвід розвинутих країн щодо того, як забезпечити неінфляційне зростання грошової бази, суттєво відрізняється. Федеральна резервна система періодично закупає довгострокові державні цінних паперів задля забезпечення бажаного зростання фінансової бази. У Великобританії ж, навпаки, центральний банк кредитує фінансову систему через короткострокові операції РЕПО або купівлю короткострокових (часто недержавних цінних паперів), термін погашення кредиту зазвичай становить два тижні.

Національні особливості механізму реалізації грошової політики Великобританії та інших європейських країн можуть спричинити певні проблеми у регулюванні у зв'язку з переходом до Євросоюзу.

Так, для Великобританії характерний швидший та безпосередній ефект впливу зміни офіційних короткострокових процентних ставок на ставку позичкового відсотка через два чинники. По-перше, у Великій Британії як країні англосаксонського права значно вищий рівень конкуренції між фінансовими посередниками. По-друге, у Великій Британії на відміну від інших країн, більше використовуються фінансові інструменти з нефіксованими відсотковими ставками при фінансуванні приватного сектора (особливо при більшій позичці під заставу нерухомості). Тому будь-яка зміна короткострокових процентних ставок матиме значно більший вплив на зміну ставки відсотка на позиковий капітал, ніж у Німеччині чи Франції. Ці відмінності можуть з часом згладжуватися під впливом конкуренції з боку єдиного євроринку, але малоймовірно, що вони зникнуть швидко [98].

Іншою важливою проблемою для країн-учасниць Євросоюзу є те, що проведення несприятливої фіскальної політики однією країною стає не просто питанням розширення відсоткового спреду даної країни, а впливає на рівень відсоткового спреду даної країни, а впливає на рівень відсоткових ставок усіх країн-учасниць спілки. Оскільки між коротко- і довгостроковими відсотковими ставками за державними цінними паперами існує досить стійкий зв'язок, то розширення спреду щодо довгострокових паперів стане серйозною

проблемою і для Європейського центрального банку, що спирається в процесі проведення грошової політики на ринок короткострокових випусків держпаперів. Здатність Європейського центрального банку керувати короткостроковими відсотковими ставками у разі розширення їхнього спреду значно важко.

Операції Національного банку на відкритому ринку ефективно регулюють обсяг грошової маси в обігу, забезпечуючи багаторазове розширення чи стиснення грошової маси. Закупівлі державних зобов'язань Національним банком на ринку є найвиразнішим інфляційним джерелом. Купуючи державні цінні папери, Національний банк створює «базу» для наступної депозитно-чекової емісії комерційних банків і, отже, безпосередньо впливає на масу грошей, що обертаються. Сумарний ефект операцій Національного банку відбивається у показнику фінансової бази. Складові компоненти фінансової бази є статті фінансового балансу Національного банку. Найважливішим джерелом пропозиції фінансової бази є портфель державних зобов'язань Національного банку.

У макроекономічному плані вплив розширення ринку державних цінних паперів на інфляційні процеси одна із найскладніших проблем. В українській економічній літературі часто зустрічається спрощене трактування терміну монетизація державної заборгованості. При розміщенні державних зобов'язань в Національному банку останній випускає в обіг незабезпечений обсяг додаткових платіжних коштів, що чинить прямий інфляційний вплив на грошовий обіг. 8 березня 2022 року Правління Національного банку України затвердило постанову № 43, яка передбачає можливість викупу військових облігацій уряду під час воєнного стану.

Навряд чи можна погодитися з тим, що в умовах розвиненого фінансового ринку, покупка Національним банком держпаперів на вторинному ринку має прямий інфляційний вплив на грошовий обіг. Грошово-кредитне регулювання у країнах із розвиненими ринками передбачає, що частка державних зобов'язань, що осідає в Національному банку, залежить не

так від абсолютних розмірів державної заборгованості, як від відношення приросту державного боргу до грошової бази та запланованих темпів зростання грошей.

Оскільки порівняння абсолютних розмірів портфеля державних цінних паперів у власності Національного банку та сукупного обсягу державних цінних паперів не дає точного уявлення про вплив обсягу ринку держпаперів на кількість грошей у обігу. позначення терміном «монетизація» процесу заміщення державних зобов'язань під час операцій на ринку, проведених Національним банком, представляється не зовсім точним. Крім того, прискорені темпи зростання грошей можуть досягатися в умовах збільшення, збереження на стабільному рівні або зниження абсолютних та відносних обсягів закупівель держпаперів Національним банком. Тому під монетизацією доцільніше розуміти додаткове збільшення темпів зростання пропозиції грошей (що перевищує рівень, що виходить із закономірності постійного зростання грошової маси), що здійснюється з боку Національного банку.

Вивчення впливу державного боргу на інфляційні процеси має базуватися на порівнянні приросту державної заборгованості та грошової маси. Фінансова політика ФРС виявилася в тому, що за винятком операцій на відкритому ринку всі інші джерела пропозиції фінансової бази були різко обмежені. Так, розширення закупівель державних зобов'язань компенсувалося скороченням інших каналів надходження ліквідних коштів у банківську систему [109].

Звісно ж правильним є висновок, що за умов розвиненого фінансового ринку «значне збільшення державного боргу неспроможна бути достатньою умовою інфляційного зростання цін, але вона найчастіше виявляється необхідною умовою подальшого розширення грошової маси. На ринку, що формується, за відсутності функціонального розмежування довгих і коротких випусків проблема впливу операцій Національного банку на вторинному ринку на інфляційні процеси виглядає інакше.

Ринки, що у процесі формування, проходять кілька стадій у використанні операцій, вкладених у монетарне регулювання. На першому етапі через нерозвиненості чи відсутності вторинного ринку державних цінних паперів Національний банк обмежується операціями на первинному ринку, беручи участь у аукціонах нових випусків казначейських векселів. При труднощах на вторинному обігу Національний банк (за відсутності чи нестачі в портфелі державних зобов'язань) як фінансові інструменти може практикувати випуск власних цінних паперів.

Розвиток вторинного ринку державних цінних паперів дозволяє впровадити фінансові інструменти, що ґрунтуються на них: кредитування під заставу державних цінних паперів (ломбардне кредитування), операції на відкритому ринку (безпосередні купівлі продажу, угоди про зворотну купівлю (РЕПО), зворотні РЕПО), форвардні та ф'ючерсні договори. Їх використання веде до появи додаткових інвестиційних альтернатив, підвищує стабільність і передбачуваність динаміки внутрішніх показників ринку (ціни, прибутковості, ліквідності).

Політика регулювання прибутковості на ринку державних зобов'язань не є «незалежним» напрямом регулювання, а нерозривно взаємопов'язана і з фінансовою, і з грошовою політикою.

Регулювання прибутковості держпаперів (за допомогою операцій на вторинному ринку та первинних розміщень на аукціонах) впливає на рівень рентабельності переважної частини фінансових інструментів, так як державні зобов'язання становлять значну частку ринку цінних паперів.

Залежність між прибутковістю ринку державних цінних паперів і корпоративними паперами спостерігається як на розвиненому, так і на ринку, що формується [109]. В умовах нестабільної та невизначеної ситуації на фінансовому ринку уряду не байдуже, на якій стадії кривої прибутковості запозичувати кошти. Емітент (уряд) може віддати перевагу продовженню терміну отриманого кредиту, щоб йому не доводилося часто займатися рефінансуванням (випустивши довгострокові цінні папери з фіксованими

виплатами за купонами), якщо ці папери вдасться розмістити, то номінальна вартість запозичення коштів стабілізується.

Труднощі в регулюванні прибутковості держпаперів в умовах ринку, що розвивається, пов'язані також з тим, що, з одного боку, необхідно збільшувати середню тривалість терміну обігу державних цінних паперів, а з іншого - у міру збільшення терміну погашення цінного паперу збільшується ймовірність ризиків, пов'язана з частковою відмовою від боргу, отже, надбавка за ризик зі збільшенням терміну звернення державних зобов'язань істотно зростатиме.

Нині перед регуляторами українського ринку державних цінних паперів гостро постає питання можливих шляхах існування ринку урядових зобов'язань. У разі девальвації і неминучості інфляції найважливішими завданнями регулювання ринку держпаперів слід вважати недопущення занадто великого розриву між прибутковістю держпаперів і темпами інфляції (ситуація в Україні 2013-2015 рр.), за одночасного збільшення середнього терміну звернення державних цінних паперів. Одним із можливих способів вирішення цих завдань може стати випуск індексованих облігацій.

Довгий час казначейство США заперечувало проти випуску індексованих облігацій із двох основних причин. По-перше, індексовані облігації є привабливими не всім груп інвесторів. По-друге, випуск нового виду облігацій збільшує фрагментарність ринку, зменшуючи його ліквідність, вимагаючи більшої ризикової премії, у результаті різко зростають витрати запозичень.

Прийняття американським казначейством рішення про випуск індексованих облігацій стало результатом розрахунків, які довели, що вигоди від індексації облігацій для інвесторів, казначейства та монетарної влади перевершують витрати, пов'язані з невисоким попитом і фрагментацією.

По-друге, випуск індексованих облігацій дозволяє казначейству заощадити кошти за рахунок виключення премії за інфляційний ризик, яка зазвичай є складовою доходу за облігаціями.

У низці країн проводилися експерименти індексування облігацій щодо національної валюти. Зобов'язання погашаються у національній валюті, але сума, що виплачується, фіксується за обраною іноземною валютою. Говорячи про перспективи України, нині така прив'язка навряд чи вдалою, так як у разі чергової девальвації витрати запозичення для емітента виявляться укрій високими. Крім того, індексування щодо національної валюти, що заохочує використання інвалюти в економіці ("доларизацію"), несприятливе для розвитку національного валютного ринку.

При ув'язці прибутковості, яка виплачується за державними зобов'язаннями, з індексом інфляції виникає кілька проблем. По-перше, існують різні індекси інфляції (оцінюють зміну цін різних груп товарів), найкраще відбивають інфляцію у різних секторах економіки. Інвестори, що здійснюють накопичення, вкладаючи в держпапери, переслідують різні цілі в процесі заощаджень (накопичування засобів для освіти, для медичного обслуговування тощо), отже, для різних груп інвесторів оптимальними будуть різні індекси інфляції.

Проте за умов високорозвиненого конкурентного ринку таке випередження не веде до витрат для казначейства. Допустимо інвестори отримують реальні виплати 3%. За рівня інфляції 4% номінальні виплати для казначейства становитимуть 7%. Якщо обраний індекс випереджає реальну інфляцію на 1 % на рік, ринкова конкуренція над ринком цінних паперів змістить реальний відсоток, сплачуваний за купоном до 2%. У результаті казначейство заплатить 2% реальних відсотка за облігації, що індексується, і 5% коригування відповідно до індексу споживчих цін (в результаті загальний відсоток, що виплачується казначейством складе ті ж 7%) [98].

Під час проведення індексації великі труднощі пов'язані з інтервалом (періодом відставання) індексації. Запізнення в індексації виникає, тому що величина індексу стає відомою лише через певний проміжок часу. У Великій Британії тимчасовий лаг індексації державних цінних паперів становить 8 місяців, у Канаді та США 3 місяці. Тримісячний (вісім місячний) лаг індексації

означає, що піврічні відсоткові виплати за індексованою облігацією визначаються трьома (вісьмома) місяцями раніше, настання строку платежу. Останнє коригування виплати принципала облігації здійснюється за три (вісім) місяців до настання терміну погашення облігації, відповідно в ці останні місяці інвестори не захищені від інфляційного ризику, тобто по суті в останній період свого існування індексована облігація перетворюється на звичайну.

Зарубіжний досвід випуску індексованих облігацій показує, що найбільшу проблему регулювання ринку індексованих облігацій становить наявність тимчасового лага індексації. Так, якщо термін обігу цінного паперу становить 2 роки, а тимчасовий лаг затримки індексації дорівнює 8 місяцям, то фактично протягом третини терміну обігу облігація є неіндексованою. Казначейство може мінімізувати ефект запізнення індексації, випускаючи індексовані облігації з більш частими купонними виплатами. Якщо купонні виплати здійснюються не раз на півроку, а раз на місяць, то неминучий відрізок запізнення індексації скорочується з 8 до 3 місяців.

Якщо головна мета випуску індексованих облігацій - захист інвесторів від інфляції, то критерієм індексації доцільно використовувати індекс цін на споживчі товари. Якщо за регулюванні ринку урядових зобов'язань першому плані висувається захист казначейства від інфляції, то оптимальним показником індексації буде фіксовано зважений дефлятор цін валового внутрішнього продукту (коефіцієнт перерахунку у постійні ціни), так як прибутки казначейства тісно пов'язані з національним доходом.

У розвинених країнах існує значна кількість індексів інфляції, широко відомих населенню і регулярно публікованих у фінансовій пресі та в Інтернеті (у США індекс цін на споживчі товари, які купують - CPI-U публікується на сторінці Інтернету, присвяченій проблемам державного боргу США, - <http://www.publicdebt.treas.gov>). На ринку, що формується, вибір показника для індексації може викликати суттєві проблеми. По-перше, за високої інфляції ускладнюються можливості проведення розрахунків щодо визначення впливу

інфляції на різні сторони економіки. По-друге, індекси якості товарів та послуг досі нашою статистикою не розраховуються. Так, у Німеччині питома вага позичок під боргову розписку позичальника, основним недоліком яких виступає обмежена оборотність і неможливість використання як відповідного забезпечення ломбардних кредитів та для проведення операцій на відкритому ринку, знизився з 50% у середині 70-х р.р. до 5% в даний час [99].

По-друге, спостерігається стійкий взаємозв'язок між політикою монетарної влади на вторинному ринку державних зобов'язань та грошово-кредитними об'єктами регулювання (відсотковими ставками, прибутковістю основних фінансових інструментів, загальним обсягом кредитів в економіці, грошовою масою, інфляцією).

Оцінюючи підсумки грошово-кредитного регулювання в Україні, слід зазначити, подвійну роль українського ринку державних цінних паперів у процесі грошово-кредитного регулювання. З одного боку, використання інструментів ринку державних цінних паперів грало істотну позитивну роль: дозволяло емітенту згладжувати несприятливі економіки країни тенденції.

З іншого боку, особливості організаційної моделі українського ринку обмежують можливості грошово-кредитного регулювання та ефективністю. По-перше, досягнення однієї мети грошово-кредитної політики часто суперечить досягненню іншої.

По-друге, в умовах ринку, що формується, взаємозв'язок між зміною основних параметрів ринку держпаперів (обсягу запозичень, відсоткових ставок і прибутковості урядових зобов'язань) і грошово-кредитними об'єктами регулювання (загальним обсягом кредитів в економіці, грошовою масою, рівнем інфляції, величиною інвестицій та заощаджень) часто порушується чи відсутня.

Зниження інфляції в Україні супроводжувалося різким стиском фінансово-відтворювальної бази реального сектора економіки результаті перерозподілу прибутків і фінансових ресурсів із реального сектора на фінансово-банківський. Але зменшення грошової маси за рахунок скорочення

інвестицій в основний та оборотний капітал реального сектора, що веде до абсолютного зниження обсягів виробництва та споживання, не рекомендується навіть монетаристами. Антиінфляційна політика промислово-розвинених країн, на відміну від української, будується не просто на зниженні індексів абсолютних цін, а на одночасному усуненні диспропорцій відносних товарних цін: ціни трудових, виробничих та інвестиційних ресурсів (відсоткової ставки). Усе це радикально відрізняється від монетарної політики розвинених країн, де ставка рефінансування становить кілька відсотків, нормативи обов'язкових резервів щодо невисокі та стабільні, а більшість облігацій має тривалий термін погашення.

Перспективи відродження ринку держпаперів в Україні та його ролі у процесі грошово-кредитного регулювання повністю залежать від позиції уряду у зміні спрямованості економічних реформ та ступеня її узгодженості з політикою монетарної влади. Відхід від дотримання ринкових принципів у процесі регулювання ринку державних цінних паперів в Україні об'єктивно зумовлено ходом її попереднього економічного розвитку. Глибинні причини, які призвели до відходу від ринкових принципів регулювання системи державних позик в Україні, пов'язані з відсутністю реального економічного базису, що забезпечує стійкість фінансової системи та фінансового ринку. Проведення «псевдореформ», криза державної фінансової системи – вирішальні чинники, які не дозволили українському фінансовому ринку (фондовому, ринку державних цінних паперів) повноцінно виконувати свої макроекономічні функції.

3.3. Підвищення ролі банківських установ у розвитку ринку цінних паперів в Україні

Поняття ліквідності ринку цінних паперів відрізняється від термінів ліквідності цінних паперів та банківської та корпоративної ліквідності. В теоріях ринкової ліквідності в таких роботах, як Кайла та Гарріса [112], вже включають поняття, такі як "вартість зміни позицій" і "глибина ринку", а також "час, необхідний для відновлення цінового рівноваги".

Умови взаємодії між бізнесом і громадянами формуються через активне втручання держави, яка регулює цей процес [114; 115].

Публічна модель такої взаємодії представлена на рис. 3.5: 1 - фіскальна політика держави; 2 - кредитно-грошова політика; 3 - податки; 4 - державні інвестиції; 5 - державне споживання; 6 - заробітна плата державним службовцям; 7 - заощадження; 8 - споживання; 9 - інвестиції.

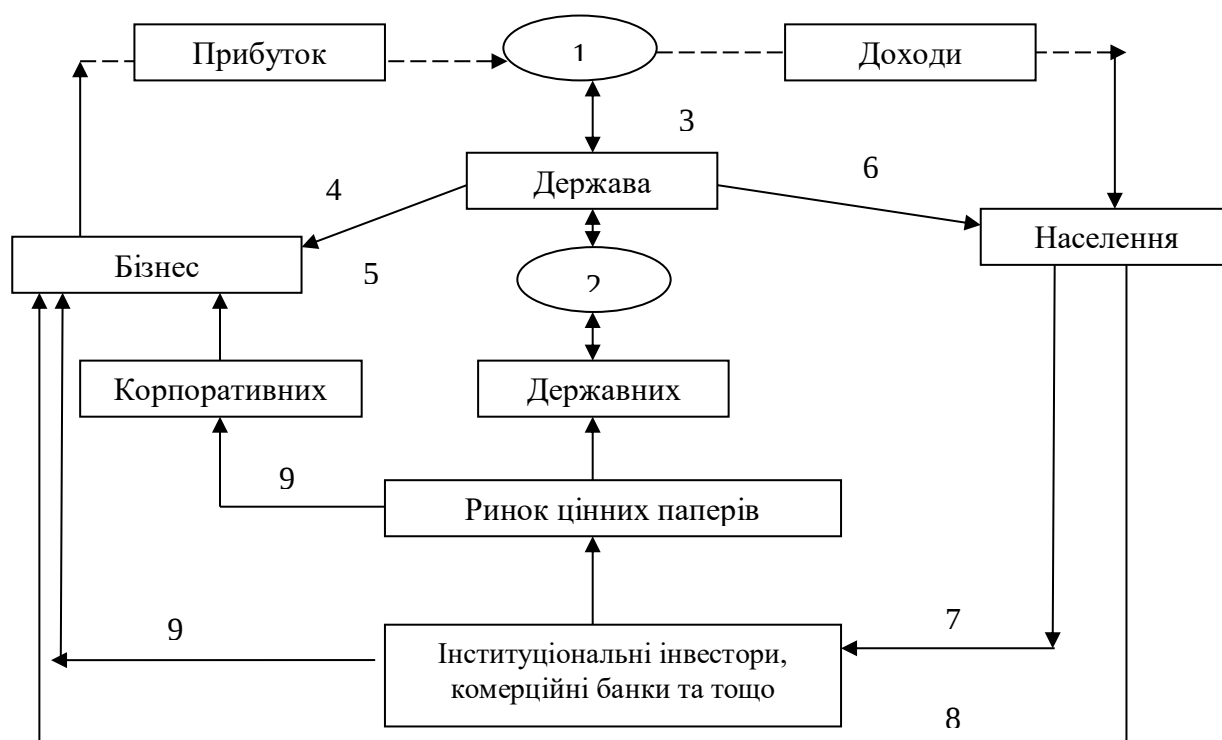


Рис. 3.5. Публічна модель взаємовідносин бізнесу, населення та держави на ринку цінних паперів в Україні

Джерело: розроблено автором на основі [113]

Бізнес залучає вільні грошові ресурси громадян через різні фінансові інституції, такі як пенсійні фонди, страхові компанії, комерційні банки та інвестиційні установи, з метою їх подальшого інвестування. Держава, у свою чергу, користується емісією державних цінних паперів для здійснення своєї кредитно-грошової політики. Фіскальна та кредитно-грошова політики стають інструментами державного регулювання взаємодії на фондовому ринку. Загалом, економічна політика держави, включаючи баланс державних інвестицій і державного споживання, регулювання рівня заробітної плати в державному секторі, впливає на інвестиційні можливості та потреби бізнесу, а також на рівень заощаджень громадян.

Сучасні дослідження акцентують увагу на понятті ринкової ліквідності, спрямованій на здатність ринку забезпечити швидке виконання великих угод з цінними паперами і його вплив на ринкову ціну цих цінних паперів. Одночасно ліквідність ринку випуску цінних паперів тісно пов'язана з ліквідністю самих цінних паперів, оскільки можливість швидко і з мінімальним впливом на ціни реалізувати цінний папір є важливою для інвесторів.

На ринку корпоративних цінних паперів розгляд ліквідності окремих випусків є найбільш доцільним, оскільки цей ринок представлений різними компаніями, тому має різноманітні кредитні ризики. Зазвичай на ринку державних цінних паперів діє лише один емітент - держава, що означає, що учасникам цього ринку не потрібно аналізувати фінансовий стан різних емітентів. Це дозволяє розглядати різні випуски як єдиний ринок.

У розвинених країнах часто використовується механізм фінансової взаємозамінності на ринках державних цінних паперів. Цей механізм дозволяє учасникам укладати угоди на певну суму коштів із групою взаємозамінних державних облігацій, не обмежуючись конкретним випуском цінних паперів. Під час укладання угод на зворотній основі, зокрема угод РЕПО, також використовуються взаємозамінні державні облігації як забезпечення. [114, с.19-22; 115, с.205; 116, с.324-328; 117, с.70; 118, с.85]. Отже, утворюються

спеціалізовані ринки фінансових інструментів, що відображають сегменти ринку державних цінних паперів.

Ліквідний ринок державних цінних паперів можна визначити як ринок, де учасники можуть оперативнo укладати угоди з великими обсягами різних видів державних цінних паперів, не суттєво впливаючи на ринкові ціни. При оцінці впливу угод враховується не лише ціна облігацій одного виду, а й ринкові ціни різних видів державних цінних паперів. Сучасні дослідження ліквідності ринку окремого виду цінних паперів фокусуються на аналізі глибини, щільності та стійкості ринку [119; 120; 121; 122, с.15; 123]. Вперше уявлення ліквідності ринку через призму цих трьох понять виникло в теорії А.С. Кайла [112].

Глибина ринку певного випуску цінних паперів відображає, скільки цінних паперів цього видання можуть бути куплені або продані за поточною ціною. Це можна виміряти двома способами: за обсягом укладених угод з цінними паперами цього видання; за кількістю заявок на ці цінні папери у торговій системі в певний момент часу.

Обидва методи визначення глибини ринку показують, наскільки легко можна здійснити велику угоду і навіть її вплив на ринкову ціну. Ринки з більшою глибиною, як правило, є більш ліквідними, тобто ринки здатні швидше та з меншим впливом на ціну забезпечити угоду. Отже, глибину ринку слід розглядати як угоди, а також як потенційні потреби учасників, відображені обсягом заявок.

Показник щільності ринку для певного видання цінних паперів відображає рівень відхилень цін пропозиції та попиту (поточних котирувань) від середньої ринкової ціни. На ринку з високою ліквідністю спостерігається невелике розходження між цінами пропозиції та попиту, що свідчить про незначний вплив укладення великих угод на ринкову ціну. Для оцінки щільності ринку часто використовуються спреди між цінами попиту та пропозиції - різниця між цінами продажу та купівлі цінних паперів конкретного видання (ціна пропозиції перевищує ціну попиту). Загалом, чим

менший спред між цінами попиту та пропозиції, тим більша ліквідність ринку (за наявності значного обсягу виставлених заявок).

Стабільність ринку певного виду цінних паперів вказує на те, наскільки швидко ринок відновлює нормальні торгові умови після того, як сталася подія, що вплинула на ціни та обсяги угод. Ця стабільність показує, як угоди впливають на ринкову ціну та на здатність ринку поглинути їх наслідки. Крім того, вона дає уявлення про те, наскільки глибокий цей ринок і як він реагує на зміни в попиті та пропозиції. Швидкість відновлення спреда між цінами покупки та продажу, а також його волатильність, можуть вказувати на стабільність конкретного ринку цінних паперів. Це підтверджує, що швидке відновлення нормальних ринкових умов після укладення великої угоди є ознакою ліквідності ринку.

Взаємозв'язок між глибиною, щільністю та стійкістю ринку окремого випуску цінних паперів вперше узагальнили Енгл Р. (Engle R.) та Ланг Дж. (Lange J.) [117]. Результати досліджень глибини, щільності та стійкості ринків різних видів цінних паперів можуть значно відрізнятися від одного ринку до іншого. Інформативність щодо одного ринку може не повністю відображати ситуацію на іншому.

Дослідження ліквідності певних цінних паперів можна включити в аналіз ринку державних цінних паперів в цілому або в окремі його частини. Глибина ринку державних цінних паперів відображає загальну кількість облігацій різних випусків, які можуть бути укладені за поточних ринкових цін. Чим більша глибина ринку, тим він, як правило, більш ліквідний.

Рівень ринкової активності державних облігацій визначається їхньою щільністю на ринку, яка показує, наскільки сильно поточні ціни різних видів державних цінних паперів відрізняються від середнього рівня. На ліквідному ринку спостерігається незначне відхилення цін попиту та пропозиції, що свідчить про те, що великі угоди не сильно впливають на ринкові ціни.

Стійкість ринку державних облігацій вказує на швидкість відновлення нормальних ринкових умов після здійснення торговельної операції, але на рівні

ринку в цілому, а не на окремому фінансовому інструменті. Це відображає вплив укладених угод на ринкові ціни та здатність ринку адаптуватися до їхніх наслідків. Легко помітити, що швидке відновлення ринкових умов після великих угод є характеристикою ліквідного ринку державних цінних паперів.

Зараз існує багато числових показників, які показують глибину, щільність і стійкість ринку окремих випусків цінних паперів. Проте, жоден з них не може повністю описати всю його ліквідність, оскільки вона охоплює безліч аспектів стану ринку. Враховуючи, що оцінка ліквідності ринку державних цінних паперів або його сегментів може проводитися за різними напрямками, які враховуються при аналізі ліквідності окремих випусків цінних паперів, можна використовувати ці показники для оцінки ліквідності ринку загалом або окремих його сегментів [125].

Кількісні дані можна поділити на статичні і динамічні показники. Більшість досліджень зосереджені на статичних аспектах, таких як торговельний оборот, кількість угод та різниця між цінами попиту та пропозиції [125; 126, с.26; 127; 128; 129]. Однак, статичні дані не відображають вплив великих угод на ринкові ціни або швидкість відновлення ринкових умов після їх укладення.

Натомість, динамічні показники можуть краще відобразити вплив ліквідності на цінову функцію ринку окремих цінних паперів, серед них: коефіцієнт впливу на ринок, коефіцієнт стійкості ринку та волатильність різниці між цінами попиту та пропозиції. Ці показники відображають вплив угод на ринок.

Найчастіше у світовій практиці використовуються такі статичні показники глибини та щільності ринку окремого випуску цінних паперів, а також динамічні показники його стійкості: глибина; торговий обіг; кількість укладених угод; обсяг виставлених заявок; спред між цінами попиту та пропозиції; стійкість: коефіцієнт впливу на ринок; коефіцієнт стійкості ринку; волатильність спреду між цінами попиту та пропозиції.

1) Торговий обіг характеризує глибину ринку певного фінансового інструменту та рівень активності його учасників, а також часто використовується для порівняння ліквідності різних фінансових інструментів. Його популярність викликана тим фактом, що активніший ринок, як правило, відображає його більш високу ліквідність. Недоліком цього показника є те, що торгові обороти також взаємопов'язані з волатильністю ринку, яка зазвичай розглядається як перешкода для підвищення його ліквідності [124].

Торговий оборот зазвичай розраховується як сумарний торговий оборот за певний період часу. У той же час часто використовується середній щоденний оборот, який є середнім арифметичним щоденним торговим оборотом за певний період часу.

2) Кількість укладених угод.

Аналогічно торговим оборотам, багато укладених угод зазвичай відбиває високу ліквідність ринку, що іноді може також асоціюватися з його високої волатильністю. Дослідження Ч.М.Джонса (Charles M. Jones), Г.Каула (Gautam Kaul) та М.Л.Ліпсона (Marc L. Lipson) показали, що позитивний взаємозв'язок між торговими оборотами та волатильністю, що існує на багатьох ринках, супроводжується позитивною взаємозв'язком між кількістю укладених угод та волатильністю [123].

Кількість укладених угод зазвичай розраховується як сумарна кількість укладених угод за певний період. У той же час часто використовується середня щоденна кількість угод, яка є середньою арифметичною кількістю угод за всі торгові дні в рамках певного часового інтервалу.

3) Обсяг виставлених заявок.

При визначенні глибини ринку окремого випуску цінних паперів слід розглядати не лише укладені правочини, а й потенційні потреби учасників, які відображають обсяг виставлених заявок. При дослідженні цього показника можна визначити як сукупний обсяг виставлених заявок (сумарний обсяг заявок на купівлю та продаж), так і різницю між обсягами заявок на купівлю та продаж облігацій (чистий обсяг). При цьому сукупний обсяг є індикатором активності

учасників ринку, а чистий обсяг – рівня невідповідності попиту та пропозиції, що існує на ринку. Як правило, при розрахунку даного показника розглядаються щоденні дані щодо обсягу виставлених заявок.

4) Спред між цінами попиту та пропозиції є загальноприйнятим показником густини ринку окремого випуску цінних паперів. Він є основним джерелом інформації про витрати на укладання одиничної (невеликої) угоди. У цьому під витратами її висновок розуміються витрати учасника, які під час купівлі/продажу цінних паперів за ціною, відмінну від поточної ринкової ціни. Витрати на укладення такої угоди зазвичай розраховуються як різниця між ціною попиту чи пропозиції та середньою ціною між ціною попиту та пропозиції (половина спреда). Отже, що менше спред з цінних паперів певного випуску, то ліквіднішим є їх ринок. Недоліком цього показника є те, що значення спреда дає чітке уявлення про ситуацію на ринку лише в межах невеликої кількості цінних паперів та короткого часового інтервалу.

У зв'язку з аналізом спреда між цінами попиту та пропозиції в рамках значних тимчасових інтервалів він визначається як різниця між максимальною ціною на купівлю та мінімальною ціною на продаж цінного паперу за результатами торгового дня (щоденний спред).

5) Коефіцієнт на ринок.

При вивченні стійкості ринку певного випуску цінних паперів необхідно оцінити вплив укладених угод на функцію ціноутворення, що передбачає дослідження динамічних показників ліквідності. Відповідно до наукових праць Д. Муранага (J.Muranaga) коефіцієнт впливу на ринок (X) надає інформацію про здатність ринку певного фінансового інструменту абсорбувати угоди, здатні викликати зміну в ціні цінних паперів після їх виконання. Цей коефіцієнт показує, наскільки розширяться спреди між цінами попиту та пропозиції після укладання угоди. Він розраховується як відношення впливу ціни на обсяг угоди, стандартизований за нормальним ринковим розміром [128, с.4]. При цьому під обсягом угоди розуміється обсяг задоволеної заявки, а під нормальним розміром ринку — сукупний обсяг виставлених заявок щодо цього випуску цінних паперів

на момент введення вищевказаної заявки. Інакше кажучи, коефіцієнт на ринок розраховується як ставлення зміни кращої ціни продажу облігацій під час укладання угоди до приватного від розподілу обсягу укладеної угоди на сукупний обсяг виставлених заявок за найкращою ціною пропозиції.

Іншим динамічним показником ліквідності ринку окремого випуску цінних паперів є коефіцієнт стійкості ринку. Він ґрунтується на тому факті, що за допомогою вимірювання збільшення спреда між цінами попиту та пропозиції цінних паперів певного випуску, викликаного укладанням угоди, та часу, необхідного для його відновлення до початкової величини, можна оцінити стійкість ринку даного випуску. Отже, що більше його величина, то стійкіший ринок. Коефіцієнт стійкості ринку розраховується як відношення зміни кращої ціни продажу облігацій після укладання угоди до часу, витраченого на відновлення існувала до укладення угоди величини спреда [123, с.4].

7) Волатильність спреда між цінами попиту та пропозиції.

Волатильність спреда між цінами попиту та пропозиції цінних паперів окремого випуску також є динамічним показником і відбиває легкість, з якою спред відновлюється до свого звичайного розміру після укладання угоди, тобто. стійкість ринку цього фінансового інструмента. Отже, що менша волатильність, то стійкіший ринок по відношенню до зміни цін. Волатильність спреда між цінами попиту та пропозиції може визначатися у різний спосіб.

Зазначимо, що порядок розрахунку обсягу виставлених заявок, спреда між цінами попиту та пропозиції, коефіцієнта впливу на ринок та коефіцієнта стійкості ринку потребує уточнення. Оскільки спочатку ці показники застосовуються до окремого випуску цінних паперів, то їх розрахунку стосовно ринку державних цінних паперів загалом чи окремим його сегментам слід використовувати методи агрегування даних. Найбільш простими методами агрегування даних є обчислення сумарного значення, середнього арифметичного та середнього геометричного. У той самий час застосування певного методу залежить від економічного змісту тієї чи іншої показника.

Сукупний обсяг виставлених заявок з цінних паперів певного випуску відбиває рівень попиту та пропозиції даного фінансового інструменту у певний час. Для отримання показника ліквідності стосовно ринку державних цінних паперів загалом доцільно підсумовувати сукупні обсяги виставлених заявок з цінних паперів всіх випусків, що відображатиме сукупний попит та пропозиція на ринку державних цінних паперів. В іншому випадку (при використанні середнього арифметичного або середнього геометричного) будуть отримані показники, що дають уявлення про середній обсяг виставлених заявок, що припадає на один фінансовий інструмент, а не про попит та пропозицію на ринку в цілому. Необхідно також звернути увагу на те, що надалі розглядаються щоденні дані про обсяг виставлених заявок.

Спред між цінами попиту та пропозиції цінних паперів окремого випуску при аналізі значного тимчасового інтервалу обчислюється як різниця між максимальною ціною на купівлю та мінімальною ціною на продаж цінного паперу за результатами торгового дня (щоденний спред). У той самий час щодо щільності ринку державних цінних паперів загалом доцільно його розраховувати як середнє арифметичне спредів між цінами попиту та пропозиції з усіх випусків державних облігацій. Цей показник буде відображати середню густину ринку на певний торговий день, тобто різницю між цінами попиту та пропозиції в середньому по ринку. Будь-який учасник, володіючи такою інформацією, зможе оцінити свої середні витрати на укладання невеликої угоди на цьому ринку, що стає неможливим при використанні сумарної величини спредів по всіх випусках облігацій, оскільки вона відображає витрати учасника при укладанні угод одночасно з усіма випусками державних облігацій.

При цьому до розрахунку середнього щоденного спреда між цінами попиту та пропозиції не включаються дані щодо тих випусків державних облігацій, за якими за результатами торгового дня були відсутні котирування на купівлю та/або продаж.

Коефіцієнт на ринок і коефіцієнт стійкості ринку стосовно ринку державних цінних паперів загалом слід обчислювати як середнє арифметичне значень тих самих коефіцієнтів за всіма випусками державних облігацій. Застосування в даному випадку середнього геометричного призведе приблизно до аналогічних результатів, а використання підсумовування сильно спотворить економічний зміст показників, оскільки вони тоді не відображатимуть середню швидкість відновлення на ринку нормальних ринкових умов після укладання угоди.

Обчислення волатильності спреду між цінами попиту та пропозиції по ринку державних цінних паперів загалом буде здійснюватись за раніше наведеною формулою, проте замість спреду між цінами попиту та пропозиції цінних паперів окремого випуску використовуватимуться середні спреди щодо ринку.

На додаток до перерахованих вище показників у світовій практиці існує ряд показників, які зазвичай використовуються при аналізі ринку державних цінних паперів або різних його сегментів, а не окремих фінансових інструментів. До них зазвичай відносять: обсяг (ємність) ринку та коефіцієнт оборотності. Крім того, слід також проаналізувати такий індикатор, як сума зарезервованих коштів.

1) Обсяг (ємність) ринку.

На відміну від торгового обороту та кількості укладених угод такі показники як обсяг (ємність) ринку та сума зарезервованих коштів оцінюють потенційну глибину ринку (на додаток до обсягу виставлених заявок). Їх окремий розгляд дозволить дослідити максимальні значення попиту та пропозиції на державні облігації в певний момент часу, які не можуть бути коректно визначені лише на підставі фактично укладених угод, оскільки введені заявки становлять лише частину від обсягу (ємності) ринку, та й лише частину заявок, Введені в торговельну систему, задовольняються в процесі торгів.

Під обсягом ринку розуміється ринкова/номінальна вартість державних

цінних паперів всіх випусків, які у зверненні певну дату. Сучасні дослідження показують, що більше обсяг ринку, тим ліквіднішим він є. Водночас ринок може бути неліквідним у разі, якщо основна маса державних облігацій розміщена серед інвесторів, які мають намір тримати їх аж до погашення.

При дослідженні ліквідності ринку визначатиметься як середній щоденний обсяг ринку за ринковою вартістю, що являє собою середню арифметичну обсяги ринку за ринковою вартістю за всі торгові дні в рамках певного часового інтервалу.

2) Коефіцієнт оборотності.

Коефіцієнт оборотності є відношенням торгового обороту (за номіналом/ринковою вартістю) до обсягу ринку (за номіналом/ринковою вартістю) і відображає активність учасників з урахуванням обсягу ринку. Перевагами використання цього показника є те, що він надає можливість оцінити взаємозв'язок між торговими оборотами та обсягом ринку, а також порівняти активність роботи учасників із значними та незначними за обсягом групами випусків облігацій.

3) Сума зарезервованих коштів.

Для тих ринків, на яких існує попереднє резервування коштів для участі в торгах, потенційну глибину ринку станом на певний торговий день можна оцінити за допомогою суми зарезервованих коштів. Цей індикатор відбиває максимальний обсяг попиту облігації у певний час. Обмеженнями у використанні є такі факти: заявки зазвичай виставляються не на всю суму зарезервованих коштів, а лише на її частину; враховуються односпрямовані заявки..

В результаті проведеного дослідження можна зробити наступні основні висновки:

1. Однією з ключових рис ринку державних цінних паперів є розгляд ліквідності на рівні загального ринку, а не окремих випусків. Таким чином, було сформульовано визначення ліквідного ринку державних цінних паперів, що передбачає можливість швидкого укладання угод з великими обсягами цінних

паперів різних випусків без суттєвого впливу на ринкові ціни. Оцінка впливу угод проводиться відносно загальних ринкових цін, а не конкретного випуску облігацій.

2. Оцінюючи ліквідності ринку державних цінних паперів є доцільним аналіз наступних показників глибини, щільності та стійкості ринку:

- ✓ глибина ринку: торговий обіг; кількість укладених угод; обсяг (ємність) ринку; коефіцієнт оборотності; сума зарезервованих коштів; обсяг виставлених заявок;
- ✓ щільність ринку: спред між цінами попиту та пропозиції;
- ✓ стійкість ринку: коефіцієнт впливу на ринок; коефіцієнт стійкості ринку; волатильність спреду між цінами попиту та пропозиції.

3. Методи обчислення різних показників для агрегування даних були уточнені. Ці показники враховують обсяг виставлених заявок, різницю між цінами попиту та пропозиції, вплив на ринок і стійкість ринку щодо загальних державних цінних паперів. Пропонується розраховувати загальний обсяг поданих заявок як суму обсягів усіх випусків державних облігацій, що відображає загальний попит та пропозицію на ринку; різницю між цінами попиту та пропозиції як середнє значення різниць по всіх випусках державних облігацій, що свідчить про середні витрати учасника при укладанні угоди з цими облігаціями; коефіцієнт ринку та коефіцієнт стійкості ринку як середнє значення цих коефіцієнтів за всіма випусками державних облігацій, що відображає середню швидкість відновлення нормальних ринкових умов після укладання угоди.

4. Розрахунок ліквідності потребує точних даних щодо здійснюваного торгового режиму на ринку, виключаючи періоди закриття та позасистемні сесії, які впливають на формування цін.

Висновки до розділу 3

Отже, визначаючи напрями розвитку діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів, а також аналізуючи світові практики взаємодії банків та держави на вторинному ринку цінних паперів та особливості гармонізації інтересів банківських установ та держави на ринку цінних паперів, окреслюючи підвищення ролі банківських установ у розвитку ринку цінних паперів в Україні, можна зробити такі висновки:

1. Аналіз літератури показує, що при первинному розміщенні неринкових зобов'язань переважають неконкурсні методи: індивідуальне розміщення, відкритий продаж і синдикат. Основні риси неконкурсного розміщення включають встановлення ціни та прибутковості державних зобов'язань емітентом або за участю ключових ринкових гравців, а також виплату комісійних синдикату або основним посередникам. Найпоширеніші методи при фіксованій дохідності – це продаж за підпискою та синдикат. При індивідуальному розміщенні уряд веде переговори з великими інвесторами про умови кредиту під випуск боргових зобов'язань. Відкритий продаж передбачає розміщення цінних паперів протягом певного періоду з можливістю коригування умов відповідно до ринкової ситуації. Основними учасниками ринку цінних паперів є активні професіонали.

2. Необхідність розвитку термінових ринків стала однією з причин впровадження американської моделі організації первинного ринку державних цінних паперів у Європі. Зростання потреб фінансового ринку у базових активах для хеджування призвело до регулярних аукціонів з розміщення зобов'язань. Система регулярного випуску державних цінних паперів допомогла ефективно планувати фінансові графіки приватних емітентів. Для обмеження цінових маніпуляцій застосовуються такі обмеження, як мінімальні ціни, обмеження кількості заявок та регулювання довгої нетто-позиції дилера.

3. Зважаючи на значущість ринку державних цінних паперів як стабілізатора фінансового ринку, будь-які зміни в практиці проведення аукціонів потребують особливої уваги і обережності, навіть на розвинених ринках. Тому перспективи регулювання первинного розміщення державних цінних паперів в Україні мають базуватися на кількох ключових аспектах. По-перше, розвиток цього ринку і створення стійкого попиту на державні зобов'язання залежать від взаємодії трьох тимчасових форматів ринку: "ві-ай", первинного та вторинного ринків. Теоретичні дослідження показують, що дилерська організація ринку (за допомогою котирувань) дозволяє інвесторам отримувати вигідніші ціни, ніж на аукціонному ринку, де заявки не впливають на інші накази. Прикладом дилерського ринку є позабіржовий ринок з двосторонніми угодами між дилерами та між дилерами і клієнтами.

4. Аналіз теорії і практики методів первинного розміщення державних цінних паперів показує наступне: сучасна теорія аукціонів не повністю вирішує питання ефективності різних методів проведення аукціонів для первинного розміщення державних цінних паперів; аукціон з єдиною ціною на довгий період сприяє збільшенню попиту на казначейські зобов'язання, оскільки менш уразливий до цінових маніпуляцій; зміна методу проведення аукціону дає незначне покращення абсолютних показників при первинному розміщенні державних зобов'язань; ефективність первинної торгівлі зростає при розміщенні короткострокових і середньострокових зобов'язань, але майже не змінюється при роботі з довгостроковими випусками.

5. На українському ринку, який ще формується через недостатній попит інвесторів, важливо забезпечити підтримку первинного розміщення. Україна закріпила у законодавстві доступ Національного банку на первинний ринок, що є важливою підтримкою ринку державних цінних паперів. Однак така практика має свої ризики, оскільки покупка Національним банком зобов'язань Мінфіну має той же емісійний характер, що й пряме кредитування бюджету. Тому перекладання відповідальності за підтримку ринку державних цінних паперів на Національний банк не може бути допустимим, навіть у контексті

розвиваючогося ринку, оскільки це може призвести до його деградації з макроекономічної точки зору.

Україна поступово знижувала участь Національного банку у аукціонах з первинного розміщення державних цінних паперів, що є важливим у розвиненому ринку. Проте на ринках, що розвиваються, доцільно комбінувати ринкові та неринкові методи первинного розміщення для підтримки роздрібного сектора. Неринкові методи популярні серед дрібних інвесторів у багатьох країнах.

6. Органи-регулятори ринку державних цінних паперів при виборі структури вторинного ринку повинні враховувати кілька факторів. По-перше, періодична торгівля може бути ефективнішою на початковому етапі формування ринку. По-друге, рівень капіталізації та конкуренції впливають на вибір організаційної форми. По-третє, терміновість зобов'язань є важливим фактором. По-четверте, різні стратегії та рівні капіталу впливають на вибір інвесторів. По-п'яте, задачі регуляторів повинні враховуватись при організації вторинного ринку.

7. Встановлено, що основною перевагою банків як первинних дилерів на первинному ринку є їхні привілеї у формі ексклюзивного доступу. Це може включати особливі права, як-от ексклюзивне подання конкурентних або неконкурентних заявок, або право подавати заявки на певні серії цінних паперів. Регулятори, враховуючи вимоги та важливість ролі первинних дилерів, часто надають їм різноманітні прямі привілеї. Також значущими є непрямі переваги, наприклад, престиж спеціального статусу та доступ до інформації про обсяги й причини державного запозичення. Українські первинні дилери вирізняються відсутністю обмежень на подання неконкурентних заявок.

8. Оцінюючи можливість регулювання банків як первинних дилерів в Україні, слід зазначити тимчасовий і вимушений характер відмови від цього інституту. Необхідно враховувати кризовий досвід, який підкреслює

важливість додаткових захисних заходів для первинних дилерів на нестабільному ринку, таких як розширення спреду і зменшення обсягу угод.

На українському ринку недоцільно встановлювати великі обсяги угод і занадто вузькі спреди. Важливо врахувати, що розвинуті ринки мають певні напрями регулювання вторинних ринків. По-перше, переходять від концепції періодичного до постійно функціонуючого ринку, що важливо для ліквідності державних цінних паперів та ефективної політики Національного банку. По-друге, зростає роль дилерської торгівлі готівковими інструментами. По-третє, посилюється роль електронних торгівельних платформ у структурі вторинних ринків. По-четверте, біржові та позабіржові майданчики мають різні функції на ринку. По-п'яте, система первинних дилерів ефективна на будь-якому ринку. По-шосте, порівняння інфраструктури вторинного ринку підтверджує ефективність підтримки різних форм обороту, таких як аукціони, ринки наказів і котирувань, централізовані і децентралізовані торгові майданчики.

9. Спостерігається, що найбільш суттєвим завданням регулювання ринку державних цінних паперів є привертання роздрібних капіталів, що буде неможливим без створення альтернативних форм вторинної торгівлі. Такі форми можуть включати постійно діючий аукціонний ринок наказів чи періодичний ринок, які, у свою чергу, враховують інтереси дрібних інвесторів шляхом мінімізації фінансових витрат на посередництво. Впровадження спеціального режиму торгівлі сприятиме зниженню бар'єрів для участі на ринку та залученню капіталів від дрібних інвесторів, оскільки багато дилерів на ринку України виявили перевагу у співпраці з великими клієнтами.

Дії Національного банку на відкритому ринку ефективно регулюють грошовий обіг, забезпечуючи багаторазове розширення чи стискання грошової маси. Розвиток вторинного ринку державних цінних паперів дозволяє впроваджувати фінансові інструменти, які базуються на них, такі як кредитування під заставу державних цінних паперів (ломбардне кредитування), операції на відкритому ринку (прямі купівлі-продажі, угоди про зворотну купівлю (РЕПО), зворотні РЕПО), форвардні та ф'ючерсні

договори. Це розширює спектр інвестиційних можливостей, сприяє стабільності та передбачуваності внутрішніх показників ринку, таких як ціни, прибутковість і ліквідність.

У випадку девальвації та інфляції важливими завданнями регулювання ринку держпаперів стає уникнення великого розриву між прибутковістю державних цінних паперів і темпами інфляції, одночасно збільшуючи середній термін обігу державних цінних паперів. Випуск індексованих облігацій може стати одним із можливих способів вирішення цих завдань. В умовах формування ринку спостерігається взаємозв'язок між зміною основних параметрів ринку держпаперів та грошово-кредитними об'єктами регулювання, який часто порушується чи відсутній.

10. Визначено, що підвищення ролі банківських установ у розвитку ринку цінних паперів в Україні потрібно розглядати через ліквідність. Ліквідність ринку державних цінних паперів стає ключовим аспектом вивчення загального ринку. Глибина цього ринку визначається кількістю державних облігацій різних випусків, які можуть бути укладені угоди на поточному рівні ринкових цін. Щільність ринку державних цінних паперів вказує на середнє відхилення цін попиту та пропозиції для різних випусків державних облігацій від середніх ринкових цін. Стійкість ринку державних облігацій є індикатором швидкості відновлення нормальних ринкових умов після вчинення правочину. Ліквідність на ринку державних цінних паперів не обмежується оцінкою лише окремих випусків, а охоплює усю систему. Ця характеристика полягає в здатності учасників ринку швидко проводити угоди на значні обсяги цінних паперів різних серій, не значно впливаючи на ринкові ціни. Враховується вплив угод на ціни різних випусків державних цінних паперів.

11. Запропоновано, здійснювати оцінку ліквідності ринку державних цінних паперів шляхом аналізу різноманітних показників, які включають глибину, щільність та стійкість ринку. Уточнено методи розрахунку показників для обсягу виставлених заявок, спреду між цінами попиту та

пропозиції, коефіцієнта впливу на ринок та коефіцієнта стійкості ринку, спрямованих на ринок державних цінних паперів взагалі.

- Загальний обсяг заявок на державні облігації відображає попит та пропозицію на ринку.

- Різниця між цінами купівлі та продажу: Середнє значення різниці між цінами купівлі та продажу для всіх виданих державних облігацій, що показує середні витрати учасника на укладення угоди.

- Ринковий коефіцієнт та коефіцієнт стійкості: Середнє значення цих коефіцієнтів для всіх виданих державних облігацій, що вказує на середню швидкість відновлення ринкових умов після укладення угоди.

Точний розрахунок ліквідності можливий лише на основі даних основного режиму торгів, не враховуючи період закриття та позасистемних сесій, у зв'язку з особливостями ціноутворення на ринку державних цінних паперів.

Основні результати розділу опубліковано в наукових працях автора: [9; 12; 16].

ВИСНОВКИ

У дисертаційному дослідженні проведено теоретичне узагальнення наукових розробок щодо засад діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів та проведено аналіз діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів в Україні. унаслідок проведеного дослідження сформульовано низку висновків, пропозицій і рекомендацій, спрямованих на досягнення поставленої мети, а саме:

1. Поглиблено теоретико-методичні підходи щодо ролі банківських установ на ринку державних цінних паперів та виявлено, що діяльність комерційних банків на ринку цінних паперів проявляється у різноманітних аспектах, включаючи проведення власних операцій із цінними паперами, управління ризиками на ринку цінних паперів, вибір інвестиційних стратегій, а також формування та аналіз портфеля. Банки виконують роль торгових посередників, брокерів та дилерів, а також займаються андеррайтингом, виведенням власних цінних паперів на організований ринок, здійснюють депозитарні операції та емітують власні цінні папери. Ринок державних цінних паперів, аналогічно загальному ринку цінних паперів, об'єднує різноманітний спектр учасників, таких як емітенти, інвестори, професійні продавці та елементи інфраструктури ринку. Висвітлено конкретні функції ринку державних цінних паперів, такі як перерозподільна діяльність, управління ціновими та фінансовими ризиками, фінансування дефіциту державного бюджету та участь у спекуляціях на ринку цінних паперів.

2. Встановлено, що, окрім Національного банку України, важливу роль у розвитку ринку державних боргових цінних паперів та формуванні внутрішнього державного боргу відіграють банки. Основні напрями їхньої роботи включають інвестиційну діяльність (формування портфеля цінних паперів) та посередницьку діяльність (операції купівлі-продажу на фондовому ринку). Банки, особливо ті, що мають державний участь, активно інвестують

у державні боргові цінні папери, приваблюючись безризиковістю та високою доходністю цього інструменту.

3. Здійснено огляд ринку державних цінних паперів відповідно до типу цінних паперів, що випускаються державою, термінів погашення, відсоткових ставок та інших характеристик. Розглядаючи різноманітність державних цінних паперів на світовому фінансовому ринку, можна відзначити різні види цих цінних паперів, які використовуються різними країнами для фінансування державного боргу. Наприклад, казначейські векселі представляють собою класичний приклад ринкових державних цінних паперів, які випускаються економічно розвиненими країнами для касового виконання бюджету.

Американський ринок включає різноманітні інструменти, такі як короткострокові казначейські векселі, середньострокові ноти та довгострокові облігації, які становлять значну частку усіх фондових інструментів уряду. Японські державні цінні папери поділяються на різні види, такі як облігації центрального уряду, муніципальні облігації та облігації організацій, пов'язаних із урядом.

Наприклад, Федеративна Республіка Німеччина випускає різні види цінних паперів, таких як федеральні облігації, боргові сертифікати, касові облігації та інші, для фінансування державного боргу. Залежно від моделі організації фінансового ринку визначаються склад та повноваження органів-регуляторів ринку державних цінних паперів.

У країнах з інтегрованими функціями банків, таких як Австрія, Німеччина, Швейцарія, важливу роль відіграють органи банківського нагляду. Навпаки, в країнах англо-саксонського типу, таких як США та Канада, дилери державних цінних паперів регулюються різними відомствами. Центральні банки відіграють ключову роль у регулюванні ринку державних цінних паперів, виступаючи як кастодіальні та трансфертні агенти та використовуючи операції з цінними паперами у грошово-кредитній політиці.

Важливо відзначити, що домінування банків у фінансовій системі та високий рівень незалежності центральних банків впливають на ефективність

американської моделі ринку, роблячи її гнучкою та адаптованою до змін ринкових умов.

4. Здійснено дослідження впливу змін у макроекономічному середовищі на діяльність банківських установ на ринку державних цінних паперів, проаналізовано стан ринку державних цінних паперів в Україні та встановлено, що у 2019 році спостерігалось зменшення обсягу випуску державних цінних паперів, в той час як у 2020 році відбулося стрімке їхнє зростання. Причини таких коливань пов'язані з подоланням наслідків пандемії COVID-19 та потребою впровадження реформ для поліпшення умов для бізнесу та збільшення інвестиційної привабливості країни. У 2022 році відзначається найвищими обсягами випуску ОВДП та ОЗДП протягом досліджуваного періоду. Це може бути пояснено початком повномасштабного вторгнення російської федерації на територію України та необхідністю залучення Україною додаткових ресурсів для покриття фінансових потреб держави в умовах воєнного стану, зокрема на підтримку економіки, соціальної сфери та оборонних цілей.

5. Виявлено вагому роль державного регулювання на ринку правової діяльності банків в операціях з державними цінними паперами шляхом аналізу діяльності банків у сфері операцій з державними цінними паперами. Визначено, що динаміка обсягів торгів державними облігаціями не виявилася стійкою протягом розглянутого періоду, і мала найнижчі значення у період з 2015 по 2017 роки. Проте, важливо зауважити, що в останні роки становище на цьому ринковому сегменті є стабільним, і у 2020 році обсяг торгів державними облігаціями склав 826 млрд гривень, що становить 82,52% від загального обсягу торгів на ринку цінних паперів. Мінімальна частка торгів державними облігаціями України була в 2015-2016 роках і складала 13,04% та 15,96%, відповідно.

Протягом періоду з 2011 по 2022 роки значна частина торгів державними облігаціями відбувалася на внутрішньому ринку. Знижені значення цих показників були наслідком фінансово-економічної кризи, проблем у

банківському секторі та зменшення активності банків на фінансовому та фондовому ринках.

Крім торгівлі облігаціями, відбувалася також торгівля державними деривативами, хоча їхня частка становить фактично лише 0,001%. Найвищий обсяг торгів залишався в сфері облігацій, складаючи 99,91%, тоді як частка облігацій з додатковим покриттям становила 0,09%.

6. Оцінено вплив змін у регулюванні діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів шляхом аналізу активних операцій банків на внутрішньому фінансовому ринку. Аналіз показує, що банки приділяють особливу увагу вкладенням у цінні папери та довгострокові інвестиції, займаючи друге місце за цим показником. За період до 2020 року включно спостерігалось зростання частки облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) у активах банків, але з 2021 року спостерігається послідовне зменшення цього показника, і на кінець 2022 року частка ОВДП в активах внутрішніх банків складає 22,65%, свідчаючи про зменшення значущості державних облігацій в активах банківських установ. Особливо виділяється частка ОВДП в активах банків з державною участю, таких як АТ КБ "ПриватБанк", АТ "Ощадбанк", АТ "Укрексімбанк", АБ "УКРГАЗБАНК", які займають провідні позиції в рейтингу первинних дилерів. Важливим стимулом для цих банків у виборі ОВДП є їхня висока надійність як фінансового інструменту.

7. Проведено аналіз взаємозв'язку між ринком державних цінних паперів та іншими фінансовими факторами. Розроблено модель для оцінки впливу банківських установ на розвиток ринку державних цінних паперів, результатом чого є високий коефіцієнт кореляції Пірсона, розрахований на основі середньозважених доходностей ОВДП та облікової ставки Національного банку України за останні 72 місяці. Зазначено, що цей коефіцієнт (0,94) свідчить про виражений прямий статистичний зв'язок між динамікою облікової ставки НБУ та доходністю гривневих облігацій внутрішніх позикових документів. Зроблено висновок, що зі зростанням

облікової ставки спостерігається збільшення доходності ОВДП, яке призводить до активізації попиту на ці фінансові інструменти.

Досліджено та підтверджено, за допомогою кореляційного аналізу, важливий вплив фінансових рішень банків на ринок державних цінних паперів, зумовлений різними аспектами фінансового ринку та макроекономічними умовами. Розроблена модель може слугувати інструментом для прогнозування обсягу ОВДП з урахуванням значення незалежних змінних. Виявлено, що активність банків, зокрема державних, на ринку державних цінних паперів пов'язана з необхідністю залучення додаткових ресурсів державою, що підсилюється активністю банків з державною участю, які використовують своє підконтрольне становище для фінансування бюджетного дефіциту в Україні. Ця тенденція підсилюється в сучасних умовах, враховуючи вплив воєнного стану, що призводить до заміщення звичайних облігацій військовими облігаціями з цільовим призначенням на підтримку армії та функціонування країни в умовах конфлікту.

8. Узагальнено практичний зарубіжний досвід у взаємодії банків та держави на вторинному ринку цінних паперів та зроблено висновок, що при проведенні первинного розміщення неринкових зобов'язань переважають неконкурсні методи, такі як індивідуальне розміщення, відкритий продаж та синдикат. Основними рисами неконкурсного розміщення є встановлення ціни та прибутковості державних зобов'язань емітентом або за участю ключових учасників ринку, а також виплата винагороди або комісії синдикату чи основним посередникам за розміщення держпаперів. Методи, такі як продаж за підпискою та синдикат, є найпоширенішими при фіксованій доходності. При індивідуальному розміщенні цінних паперів уряд веде переговори з великими інвесторами, обговорюючи умови отримання кредиту під випуск боргових зобов'язань. Відкритий продаж передбачає розміщення цінних паперів протягом певного періоду з можливістю коригування умов з урахуванням ринкової ситуації.

9. Здійснено оцінку ризиків та перспектив розвитку діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів в Україні. Запропоновано метод оцінки ризиків, а також запропоновано різні напрями гармонізації інтересів банківських установ та держави на ринку цінних паперів. При оцінці можливості регулювання банків як первинних дилерів в Україні, важливо розглядати тимчасовий та об'єктивно вимушений характер відмови від інституту первинних дилерів. Також слід враховувати досвід кризи, що підкреслює необхідність додаткових захисних заходів для первинних дилерів на нестабільному ринку, таких як розширення спреду та зменшення обсягу угод.

На українському ринку не доцільно встановлювати великі розміри угод та занадто вузькі спреди. Важливо врахувати, що розвинуті ринки мають загальні напрями регулювання вторинних ринків. Зокрема, спостерігається перехід від концепції періодичного до регулярно функціонуючого ринку, який є обов'язковим для ліквідності ринку державних цінних паперів та ефективної грошово-кредитної політики Національного банку.

Додатково, сучасний період характеризується збільшенням ролі дилерської торгівлі готівковими інструментами ринку державних цінних паперів та загальною тенденцією до посилення ролі електронних торгівельних платформ у структурі всіх вторинних ринків. Біржові та позабіржові торгові майданчики виконують різні функції на фондовому ринку, і система первинних дилерів ефективна як на розвиненому, так і на ринку, що формується. Порівняння інфраструктури вторинного ринку підтверджує ефективність підтримки різних організаційних форм вторинного обороту, таких як періодичні та постійні аукціони, ринки наказів та котирувань, централізовані та децентралізовані торгові майданчики.

10. Визначено, що підвищення ролі банківських установ у розвитку ринку цінних паперів в Україні потрібно розглядати через ліквідність. Ліквідність ринку державних цінних паперів стає ключовим аспектом вивчення загального ринку. Глибина цього ринку визначається кількістю

державних облігацій різних випусків, які можуть бути укладені угоди на поточному рівні ринкових цін. Щільність ринку державних цінних паперів вказує на середнє відхилення цін попиту та пропозиції для різних випусків державних облігацій від середніх ринкових цін. Стійкість ринку державних облігацій є індикатором швидкості відновлення нормальних ринкових умов після вчинення правочину. На ринку державних цінних паперів актуальним є врахування ліквідності як окремих випусків, так і ринку в цілому. Ліквідний ринок державних цінних паперів означає можливість швидкої укладення угод на значні обсяги цінних паперів різних видів без суттєвого впливу на ринкові ціни. Оцінка впливу угод враховує цінові показники різних видів державних цінних паперів.

Запропоновано здійснювати оцінку ліквідності ринку державних цінних паперів шляхом аналізу різноманітних показників, таких як глибина, щільність та стійкість ринку. Уточнено методи розрахунку показників для обсягу виставлених заявок, спреду між цінами попиту та пропозиції, коефіцієнта впливу на ринок та коефіцієнта стійкості ринку, спрямованих на ринок державних цінних паперів взагалі. Сумарний обсяг заявок з усіх випусків державних облігацій відображає сукупний попит та пропозицію над ринком. Спред між цінами попиту та пропозиції, як середнє арифметичне спредів по всіх випусках, вказує на середні витрати учасника при укладенні угоди. Коефіцієнт на ринок і коефіцієнт стійкості ринку, обчислені як середнє арифметичне, відображають середню швидкість відновлення нормальних умов на ринку після укладення угоди. Точний розрахунок ліквідності можливий лише на основі даних основного режиму торгів, не враховуючи період закриття та позасистемних сесій, у зв'язку з особливостями ціноутворення на ринку державних цінних паперів.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку / НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/#tab-dov> (дата звернення: 21.11.2023).
2. Богріновцева Л.М., Вергелюк Ю.Ю., Коваленко Ю.М. Державні облигації як інвестиційний інструмент в періоди фінансової нестабільності. *Гроші, фінанси і кредит*. 2023. Вип. 73. С. 157-163.
3. Боргова безпека України: ключові імперативи воєнного стану / Стеценко Б.С., Буряченко А.Є., Захожай К.В., Прісняк С.О. *Modeling the development of the economic systems*. 2023. №1. С. 194-199. URL: <https://mdes.khmnu.edu.ua/index.php/mdes/issue/view/7/10> (дата звернення: 24.11.2023).
4. Борисова Л.Є., Мамуненко М.С. Сучасні напрями розвитку вітчизняних банківських операцій з цінними паперами. *Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі. Сер. Економічні науки*. 2021. №2(103). С. 35–41. DOI: <https://doi.org/10.37734/2409-6873-2021-2-6> (дата звернення: 14.07.2024).
5. Бороденко Т., Буряченко А., Гапонюк М. Діяльність небанківських фінансових установ на ринку фінансових послуг. *Економіка та суспільство*. 2023. №57. URL: <https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/3128> (дата звернення: 17.08.2024).
6. Бороденко Т.М. Боргова політика України в умовах збройного конфлікту. *Інвестиції: практика та досвід*. 2024. №12. с.88-95. DOI: <https://doi.org/10.32702/2306-6814.2024.12.88> (дата звернення: 14.07.2024).
7. Бороденко Т.М., Горбань М.І. Банки як професійні учасники фондового ринку: роль, функції та вплив на ринок державних

облігацій. *Здобутки економіки: перспективи та інновації*. 2024. № 9. URL: <https://econp.com.ua/index.php/journal/article/view/96> (дата звернення: 17.08.2024).

8. Борщ Л.М., Герасимова С.В. Інвестування: теорія і практика. Вид. 2-ге, перероб., доп. Київ: Знання, 2007. 685 с.

9. Боцман Ю.О Світова практика взаємодії банків та держави на вторинному ринку цінних паперів. Актуальні проблеми соціально-економічного розвитку в контексті євроінтеграції України: матеріали Всеукр. наук.-практ. конф., м. Одеса, 22 вересн. 2023 р. Львів-Торунь : Liha-Pres, 2023. С. 132-136. (0,2 д.а.).

10. Боцман Ю.О. Військові облігації у підтримці державного бюджету України. *Priority directions of science development*: матеріали V Міжнар. наук.-практ. конф., 6-8 лют. 2023. Гамбург, 2023. С. 59-61. URL: <https://eu-conf.com/wp-content/uploads/2023/02/Priority-directions-of-science-development.pdf>. (0,2 д.а.). (дата звернення: 08.06.2024).

11. Боцман Ю.О. Діяльність банків на ринку ОВДП. *Економіка та підприємництво*. 2023. № 50. С. 172-183. URL: <https://ir.kneu.edu.ua/server/api/core/bitstreams/badee990-1f66-44d2-9844-b268883c7656/content> (0,6 д.а.). (дата звернення: 08.06.2024).

12. Боцман Ю.О. Роль банків у формуванні ринку державних цінних паперів: аналіз впливу та оцінка взаємодії. *Економіка та суспільство*. 2024. № 59. URL: <https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/3465> (0,8 д.а.) (дата звернення: 08.06.2024).

13. Боцман Ю.О. Роль державних цінних паперів у розвитку держави в сучасних економічних умовах. *Фінансові аспекти підтримання економіки в контексті глобальних конфліктів*: зб. наук. матеріалів Міжнар. наук.-практ. конф., 27 травн. 2023 р. Київ: КНЕУ, 2023. С. 20-22. (0,2 д.а.).

14. Боцман Ю.О., Івасів І.Б. Особливості розвитку ринку державних цінних паперів. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2024. №5 (264).

С. 12-18. (0,5 д.а., особисто автору – 0,3 д.а.: визначено спільних рис структури ринку урядових зобов'язань в американській та європейській практиці).

15. Буряченко А., Болдова А., Москаленко Н. Фінансування дефіциту державного бюджету: маневреність у контексті управління державним боргом. *Економіка та суспільство*. 2023. №53. URL: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-53-31> (дата звернення: 04.02.2023).

16. Буряченко А.Є., Боцман Ю.О. Підвищення ролі банківських установ у розвитку ринку цінних паперів в Україні. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Сер. Економіка*. 2023. № 30(58). С. 35-40. URL: https://eprints.oa.edu.ua/id/eprint/8903/1/NZ_ek_Vyp_30%2858%29.pdf (0,5 д.а., особисто автору – 0,3 д.а.: розроблено модель взаємовідносин бізнесу, населення та держави на ринку цінних паперів в Україні). (дата звернення: 29.05.2024).

17. Бюджетний кодекс України: Закон України від 08.07.2010 № 2456-VI зі змінами та доповненнями. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17#Text> (дата звернення: 23.06.2023).

18. Ван Хорн, Джеймс К. Основи фінансового менеджменту. Нью-Йорк :South-Western College Pub, 2004.

19. Васюренко О.В. Банківські операції. Київ: Знання, 2002. 318 с.

20. Винокуров Я. Інвестиції у депозитні сертифікати приносять банкам чверть усіх процентних доходів – НБУ. Економічна правда: вебсайт. 2022. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2022/12/28/695531/> (дата звернення: 23.06.2023).

21. Військові ОВДП / Міністерство фінансів України. URL: https://mof.gov.ua/uk/local_bonds_issued_during_the_war_time-572 (дата звернення: 21.11.2023).

22. Вторинний ринок ОВДП / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/secondary-ovdp-chart?startDate=31.12.2018&endDate=24.04.2023&valcode=UAH> (дата звернення: 21.11.2023).

23. Глобалізаційні процеси у світовій економіці: виклики та можливості для України : колект. монографія / за заг. ред. д.е.н., проф. О.О. Борзенко Київ, 2022. 264 с. URL: <http://ief.org.ua/wp-content/uploads/2022/10/Globalizaciyni-procesy-u-svitoviy-economici.pdf> (дата звернення: 13.02.2024).

24. Гончар Т.Г. Еволюція портфельної теорії та сучасні реалії фінансових відносин. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Сер. Економіка і менеджмент*. 2016. №16. С. 131–135.

25. Державне регулювання структурних змін в економіці України: проблеми та перспективи : монографія / за заг. ред. І. Б. Назаркевич. Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2020. 356 с.

26. Дохідність ОВДП на первинному ринку, щомісяця / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/primary-ovdp-chart> (дата звернення: 21.06.2024).

27. Дронева А.Н. *Вплив глобалізації на розвиток фінансових ринків*. Київ: Центр учбової літератури, 2013. 240 с.

28. Дубогриз Є. Державні банки: валіза без ручки. Київ, CASE Україна. Центр соціально-економічних досліджень. 2021. 40 с. URL: https://cost.ua/content/uploads/sites/2/2021/12/CASE_zvit_derzh_banky_5.pdf. (дата звернення: 26.01.2023).

29. Ємельянов В.Р. Окремі питання сутності юридичної природи договору купівлі-продажу цінних паперів із зобов'язанням зворотного викупу (РЕПО) за законодавством України. *Юридична наука і практика: виклики часу*: матеріали V Міжнар. наук.-практ. конф., 12 берез. 2015 р. Київ: НАУ, 2015. С. 203-207.

30. Жердецька Л. В. Оцінка ефективності інвестиційної діяльності банків України на фондовому ринку. *Науковий вісник Одеського національного економічного університету*. 2021. № 9–10 (286–287). С. 11–17. DOI: <https://doi.org/10.32680/2409-9260-2021-9-10-286-287-11-17>. (дата звернення: 26.01.2023).

31. Залучення України від продажу ОВДП на аукціонах із початку повномасштабної війни перевищують еквівалент 167,9 млрд грн – депозитарій НБУ / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/zaluchennyaukrayini-vid-prodaju-ovdp-na-auksionah-iz-pochatku-povnomasshtabnoyi-viyni-perevischuyut-ekvivalent1679-mlrd-grn--depozitariy-nbu> (дата звернення: 05.07.2024).

32. Іванова К.В. Регулювання фондового ринку на прикладі країн із розвиненою економікою. *Актуальні проблеми економіки*. 2008. № 11. с. 36.

33. Інформаційна довідка щодо ринків капіталу України протягом січня - грудня 2021 року / НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/> (дата звернення: 21.02.2024).

34. Інформаційна довідка щодо ринків капіталу України протягом січня - грудня 2022 року / НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/> (дата звернення: 21.02.2024).

35. Інформаційна довідка щодо ринків капіталу України протягом січня - грудня 2023 року / НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/#tab-dov> (дата звернення: 21.02.2024).

36. Інформація про первинних дилерів, які здійснювали функції маркет-мейкерів / НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/#tab-0> (дата звернення: 21.02.2024).

37. Інформація щодо умов випуску облігацій внутрішніх державних позик, які знаходяться в обігу на 1 листопада 2022 року / Міністерство фінансів

України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/ovdp-shho-perebuvajut-v-obigu>. (дата звернення: 14.02.2023).

38. Кількість банків в Україні (2008-2022). Мінфін: вебсайт. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/banks/stat/count/> (дата звернення: 24.01.2023).

39. Коваленко В.В. Ринок цінних паперів в умовах кризи економіки України. *Регіональна економіка та управління*. 2016. №5(12). С.31–34.

40. Коваленко В.В. Фінансова глобалізація та її вплив на процеси злиття і поглинання банків України. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2016. Вип. 16. С. 644-648. URL: <http://global-national.in.ua/archive/9-2016/132.pdf> (дата звернення: 14.02.2024).

41. Козак В.І., Москвін С.О., Посполітак В.В. Фінансові інструменти: міжнародний досвід випусків муніципальних облігацій : навч. посібн. Київ : DESPRO, 2020. 109 с.

42. Колупаєв Ю.Б., Залюбовська С.С., Яковенко М.А. Обґрунтування напрямку перспективного розвитку фондового ринку України. *Ефективна економіка*. 2018. №8. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=6570> (дата звернення: 28.08.2023).

43. Корнійчук О. Системні проблеми фондового ринку України та їх вплив на реалізацію національних інтересів у фінансовій сфері. *Економічний Часопис* XXI. 2006. №3-4.

44. Красільнікова О.С. Угоди РЕПО як нетрадиційний спосіб забезпечення зобов'язань. *Актуальні проблеми держави і права*. 2007. № 34. С. 324-328.

45. Кредитні рейтинги державних цінних паперів – 2023 / Міністерство фінансів України. URL: https://www.mof.gov.ua/uk/credit_ratings_2019-345 (дата звернення: 21.11.2023).

46. Криховецька З. М., Кохан І.В. Проблеми та шляхи вдосконалення формування фінансових ресурсів банків. *Економіка та суспільство*. 2022.

№39. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2022-39-10> (дата звернення: 21.11.2023).

47. Кучеренко В. Форми інтеграції банківського та страхового капіталів. *Вісник КНТЕУ*. 2010. № 3. С. 57–66. URL: <http://visnik.knteu.kiev.ua/files/2010/03/7.pdf>. (дата звернення: 13.04.2024).

48. Куц Олексій. Як банки щодоби отримують 300 мільйонів доходу за рахунок НБУ. Бізнес Цензор: вебсайт. URL: <https://biz.censor.net/r3428590> (дата звернення: 10.02.2024).

49. Любунь О.С., Іванець І.В., Адамик Б.П. Національний банк України: основні функції, грошово-кредитна політика, регулювання банківської діяльності. Київ: Унтекономіки та права "КРОК", 2005. 512 с.

50. Майданик Р.А. Угоди РЕПО. *Господарське право*. 2002. № 2. С. 9-22.

51. Майданник Р. А., Бервено С. М. Договір РЕПО (цивільно-правова природа та види). *Вісник Національного університету внутрішніх справ*. 2005. № 30. С. 66-74.

52. Майорова Т.В. Інвестиційна діяльність: навч. посібн. Київ: Центр навчальної літератури, 2017. 376 с.

53. Макаренко Ю.П., Сагач Т.О. Проблеми формування депозитного портфеля банків в умовах нестабільності депозитної бази та шляхи їх вирішення. *Інвестиції: практика та досвід. Сер. Економічні науки*. 2016. № 1/2016. С. 15-18. URL: http://www.investplan.com.ua/pdf/1_2016/5.pdf (дата звернення: 26.01.2023).

54. Мамотенко Д.Ю. Глобалізація міжнародних фінансових ринків. *Гуманітарний вісник ЗДІА*. 2009. Вип. 39. С. 229–237.

55. Матвєєв В.В., Гайдаржийська О.М., Василенко В.В. Дослідження депозитного портфелю як інструменту ресурсної політики банку. *Молодий вчений*. 2018. URL: <http://www.molodyvcheny.in.ua/files/journal> (дата звернення: 26.01.2023).

56. Мацук З.А. Фінансові послуги на ринку цінних паперів України: теорія та практика. Київ: КНЕУ, 2018. 367 с.
57. Мезенцева О.О. Міжнародні моделі державного регулювання ринку цінних паперів. URL: http://www.rusnauka.com/ONG/Economics/15_mezenceva%20o.o.doc.htm (дата звернення: 07.09.2023).
58. Мендрул О.Г., Шевчук І.А. Ринок цінних паперів: навч. посібн. Київ: КНЕУ, 1998. С. 35.
59. Михалчинець Г.Т. Інфраструктура фінансового ринку України: основні тенденції розвитку. *Науковий вісник Мукачівського державного університету. Сер. Економіка*. 2018. №2(10). С. 28-34.
60. Мінфін: З початку повномасштабного вторгнення українці купили ОВДП на 1 трлн грн / Міністерство фінансів України. https://mof.gov.ua/uk/news/ukrainians_have_purchased_uah_1_trillion_of_domestic_government_bonds_since_the_start_of_the_full-scale_invasion-4614. (дата звернення: 17.06.2024).
61. Мойсеєнко І.П. Інвестування. Київ: Знання, 2006. 490 с.
62. Наглядова статистика / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist> (дата звернення: 04.12.2023).
63. Науменкова С.В., Міщенко В.І. Системи регулювання ринків фінансових послуг зарубіжних країн: навч. посібн. Київ: Центр наукових досліджень НБУ, Університет банківської справи НБУ, 2010. 170 с.
64. Ніколаєва А.М. Теоретико-методологічні аспекти оцінки ефективності фінансового ринку. *Економічний форум*. 2021. №1(3). С. 125-133. URL: <https://doi.org/10.36910/6775-2308-8559-2021-3-18> (дата звернення: 29.07.2024).
65. ОВДП для населення / Міністерство фінансів України. URL: https://mof.gov.ua/uk/domestic_government_bonds_for_population-360 (дата звернення: 04.12.2023).

66. ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу / Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/files/Depository/T-bills_debt.xlsx (дата звернення: 08.11.2023).

67. Онишко С.В. Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів: монографія. Ірпінь: Вид-во Національного університету ДПС України, 2016. 452 с.

68. Онищенко Ю.І. Управління інвестиційною діяльністю банку: теорія та практика. *Інфраструктура ринку*. 2018. №25. С. 738–745. URL: http://www.market-infr.od.ua/journals/2018/25_2018_ukr/123.pdf. (дата звернення: 09.05.2023).

69. Оніщенко О. В., Голуб В. О. Проблеми визначення правової природи договору РЕПО. *Правничий вісник Університету «КРОК»*. 2013. № 15. С. 83-89.

70. Опарін В., Волковський Є., Волковська Н. Фактор безпеки в контексті забезпечення сталого розвитку. *Фінанси України*. 2022. № 7. С. 7-31.

71. Офіційний сайт CASE Україна. URL: <https://case-ukraine.com.ua/> (дата звернення: 09.05.2023).

72. Офіційний сайт Finsee. URL: <https://finsee.com/> (дата звернення: 18.01.2022).

73. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk>. (дата звернення: 18.07.2024).

74. Офіційний сайт Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/> (дата звернення: 09.05.2023).

75. Офіційний сайт Національного банку України. Дані статистики фінансового сектору : веб-сайт. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial> (дата звернення: 09.05.2023).

76. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/#tab-dov> (дата звернення: 18.01.2022).

77. Офіційний сайт Світового банку в Україні. URL: <https://www.worldbank.org/uk/country/ukraine> (дата звернення: 22.10.2023).

78. Пасічний М. Д. Інституційні засади розвитку фінансового регулювання економіки. *Економічний вісник університету*. 2015. №27/1. С. 137–143.

79. Пересада А.А., Майорова Т.В. Управління банківськими інвестиціями: монографія. Київ: КНЕУ, 2005. 388 с.

80. Пономаренко В.С., Раєвська О.В., Стрижиченко К.А. Моделювання поведінки інвестора на фондовому ринку. Харків: ВД "Інжек", 2004. 264 с.

81. Послуги депозитарію Національного банку / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/tariffs-services/depositary> (дата звернення: 04.12.2023).

82. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів: Закон України від 19.06.2020 №738-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20#Text> (дата звернення: 13.09.2023).

83. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг: Закон України № 79-IX від 12.09.2009. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/79-20/ed20190912#Text>. (дата звернення: 09.01.2022).

84. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг: Пояснювальна записка до Проекту Закону України № 1069-2 від 06.09.2019. URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=66723. (дата звернення: 07.03.2024).

85. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки: Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text> (дата звернення: 23.06.2023).

86. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: Закон України від 21 січня 2010 року N 1822-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2664-14#Text> (дата звернення: 9.01.2022).

87. Рамський А. Ю., Жукова Ю. М., Обушний С. М. Ринок цінних паперів у питаннях та відповідях : навч. посіб. Київ : Київ. ун-т ім. Б. Грінченка, 2021. 228 с.

88. Регулятори фінансового ринку затвердили Стратегію розвитку фінансового сектору України до 2025 року / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/regulyatori-finansovogo-rinku-zatverdilistrategiyu-rozvitku-finansovogo-sektoru-ukrayini-do-2025-roku> (дата звернення: 13.07.2024).

89. Результати розміщення ОВДП / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/markets/ovdp-table> (дата звернення: 24.08.2024).

90. Рейтинг первинних дилерів / Міністерство фінансів України. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/rejting-pervinnih-dileriv> (дата звернення: 6.12.2023).

91. Ренкінги торговців. URL: https://www.pard.ua/uk/trader/rankings/?indicator=num_of_contracts&from=2020-4&to=2020-4¶m=qsum¶m3=st_graf¶m2=all (дата звернення: 4.01.2024).

92. Ринок облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp> (дата звернення: 21.06.2024).

93. Рисін В., Папірник С. Трансформація ролі банків на ринку державних боргових цінних паперів. *Економіка та суспільство*. 2022. № 44. URL: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2022-44-6> (дата звернення: 10.02.2024).

94. Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2015 рік / НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=10667510> (дата звернення: 21.02.2024).

95. Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2020 рік / НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=12530000> (дата звернення: 21.02.2024).

96. Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2021 рік. НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=12887934> (дата звернення: 16.11.2023).

97. Савченко Л.М. Розвиток фондових ринків країн Європи. *Цінні папери України*. 2011. №18. С. 33.

98. Скрипка А. Система управління зовнішнім державним боргом. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2017. № 1. С. 105-115.

99. Солошкіна І.В. Зарубіжний досвід регулювання у сфері фінансових послуг та можливості його використання в Україні. *Вісник Харківського національного університету імені В. Н. Каразіна. Сер. Право*. 2020. №29. С. 197-205. URL: <https://doi.org/10.26565/2075-1834-2020-29-26> (дата звернення: 17.08.2023).

100. Статистика Національного банку / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/nbustatistic> (дата звернення: 04.02.2023).

101. Статистика фінансових ринків / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial> (дата звернення: 21.02.2024).

102. Суторміна В. М. Фінанси зарубіжних корпорацій: підручник. Київ: КНЕУ, 2004. 566 с.

103. Татарин Н. Б., Юрченко І. М. Вплив пандемії COVID-19 на ринок ОВДП в Україні: стан, проблеми та перспективи розвитку. *Проблеми*

економіки. 2021. №2 (48). С. 210–216. URL: https://www.problecon.com/export_pdf/problems-of-economy-2021-2_0-pages-210_216.pdf. (дата звернення: 23.06.2023).

104. Торгачова М.І, Ковальова О.М., Коцюрубенко Г.М. Фінансовий ринок України: сучасний стан основних елементів. *Ефективна економіка*. 2021. № 2. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/2_2021/92.pdf (дата звернення: 24.11.2023).

105. Уманцев Ю., Ємець В. Міжнародне портфельне інвестування в контексті фінансової глобалізації. *Вісник НБУ*. 2008. № 9 (149). С. 26–34.

106. Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та її взаємозв'язок із ринком фінансових послуг / Опарін В., Федосов В., Львовчкін С. та ін. Київ: КНЕУ, 2016. 695 с.

107. Фурдичко Л. Є., Піхоцька О. М. Причини зростання державного боргу, його управління і обслуговування, оптимізація боргової політики України. *Економіка та держава*. 2018. № 11. С. 45–49. URL: <http://www.economy.in.ua/?op=1&z=4188&i=7> (дата звернення: 23.06.2023).

108. Хома І., Антошук І. ОВДП як інструмент впливу на монетарне та фінансове регулювання в Україні. *Економічний простір*. 2022. № 181. С. 64–71. URL: <https://doi.org/10.32782/2224-6282/181-11> (дата звернення: 10.02.2024).

109. Черкасова С.В. Банківська інвестиційна діяльність на вітчизняному фондовому ринку. *Підприємництво і торгівля*. 2019. №24. С. 51–58. URL: <http://lute.lviv.ua/fileadmin/www.lac.lviv.ua/data/DOI/2522-1256-2019-24-07.pdf>. (дата звернення: 03.08.2023).

110. Швед В. В. Міжнародна інвестиційна діяльність : навч. посіб. для студентів екон. спец. ден. та заоч. форм навчання. Вінниця : Нілан, 2017. 222 с.

111. Aglietta M. Money: 5,000 years of debt and power. London: Verso. 2018.

112. Albert S Kyle. Continuous auctions and insider trading. *Econometrica*. 1985. Vol.53. №6. P.1315-1336 URL: <https://people.duke.edu/~qc2/BA532/1985%20EMA%20Kyle.pdf> (дата звернення: 03.08.2023).
113. Amihud Y., Mendelson H. Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*. 1986. № 17. P. 223–219.
114. Bentley A. *The process of Government. A study of social pressures*. Cambridge, 1967.
115. Brittan S. Keynes's Political Philosophy, in Backhouse, R.E. and Bateman, B.W., eds. *The Cambridge Companion to Keynes*. Cambridge: Cambridge University Press, 2006.
116. Clearstream відкриває рахунок в цінних паперах в Національному банку України / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/clearstream-vidkrivaye-rahunok-v-tsinnih-paperah-v-natsionalnomu-banku-ukrayini> (дата звернення: 11.11.2023).
117. Engle R F III. Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation. *Econometrica*. 1982. № 50(4). P. 987-1008. Doi:10.2307/191277 (дата звернення: 11.11.2023).
118. Fama E., French K. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*. 1993. № 33. P. 3-56.
119. Fama E., MacBeth I. Risk, Return and Equilibrium: Empirical Test. *Journal of Political Economy*. 1973. № 81. P. 607-636.
120. Fleming M. The round-the-clock market for U.S. treasury securities. *FRBNY Economic Policy Review*, July. 1997. №26. URL: www.newyorkfed.org/research/.../0309flem.pdf. (дата звернення: 22.05.2024)

121. George T.J., Kaul G., Nimalendran M. Estimation of the bid-ask spread and its components: a new approach. *Review of Financial Studies*. 1991. №4(4). P.623–656.
122. Huang R.D., Stoll H.R. The components of the bid-ask spread: a general approach. *The Review of Financial Studies*. 1997. № 10. P. 995–1034.
123. Jones C.M., Kaul G., Lipson M.L. Transactions, Volume and Volatility. URL: <https://ssrn.com/abstract=5474> (дата звернення: 28.07.2024).
124. Jorion P. Value-at-risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk. Mc Graw-Hill Professional. 2001. 544 p.
125. Keynes J.M. A Tract on Monetary Reform / ed. E. Johnson and D. Moggridge. London: Royal Economic Society, 1923. URL: <https://delong.typepad.com/keynes-1923-a-tract-on-monetary-reform.pdf> (дата звернення: 11.08.2022).
126. Keynes J.M. A Treatise on Probability. London: Macmillan and Co, 1921. URL: <https://www.gutenberg.org/files/32625/32625-pdf.pdf> (дата звернення: 11.08.2022).
127. Ministry of Finance Republic of Poland. URL: <https://www.finance.mf.gov.pl/en/public-debt/t-bills-and-t-bonds/auction-calendars> (дата звернення: 14.08.2024).
128. Muranaga J., Shimizu T. Market microstructure and market liquidity. *Institute for Monetary and Economic Studies. Bank of Japan. Discussion Paper*. 1999. № 99. URL: http://sage.math.washington.edu/home/wstein/www/home/simuw/simuw08/refs/fractional/muranaga-shimizu-market_microstructure_and_market_liquidity.pdf (дата звернення: 25.04.2024).
129. OVDП, yaki znakhodiatsia v obihu za nominalno-amortyzatsiinoiu vartistiu. NBU. Domestic state loan bonds that are in circulation at nominal and

amortized cost / NBU. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/t-bills> (дата звернення: 03.12.2023).

130. Ricardo D. Principles of Political Economy. Cambridge: Cambridge University Press, 1951.

131. Schmitter Ph.C. The Organization of Business Interests. Studying the Associative Action of Business in Advanced Industrial Societies. MPIfG Discussion. 1999. Paper 99. URL: http://www.mpi-fgkoeln.mpg.de/pu/mpifg_dp/dp99-1.pdf (дата звернення: 03.12.2023).

132. Sharpe W.F., Alexander G.J., Bailey J.V. Investments. Fourth Edition : Instructor's Manual. Prentice Hall, 1990.

133. Smith A. The Wealth of Nations. Books I–III. Harmondsworth: Penguin, 1997.

134. Vickrey W. Auction and Bidding Games. In: Recent Advances in Game Theory. Princeton: Princeton University Press, 1962.

135. Vickrey W. Counterspeculation, Auction and Competitive Sealed Tenders. *Journal of Finance*. 1961. Vol. 16. No. 1. P.8–37. URL: <https://cramton.umd.edu/market-design-papers/vickrey-counterspeculation-auctions-and-competitive-sealed-tenders.pdf> (дата звернення: 03.12.2023).

136. Vickrey W.S. Agenda for Progressive Taxation. N.Y.: Ronald Press Comp, 1949.

137. World Government Bonds: website. URL: <http://www.worldgovernmentbonds.com> (дата звернення: 03.06.2024).

ДОДАТКИ

Додаток А

**Основні концепції оцінки ефективності функціонування діяльності
банків на ринку державних цінних паперів**

КОНЦЕПЦІЇ, ТЕОРІЇ	СУТНІСТЬ ЕФЕКТИВНОГО БАНКІВСЬКОГО РИНКУ	ФОРМИ ЕФЕКТИВНОСТІ
1. Гіпотеза ефективного ринку (Ю. Фама)	ринок є ефективним щодо деякої інформації, якщо вона відразу і повністю відбивається в ціні активу, що робить цю інформацію непотрібною для отримання надприбутків	<i>Слабка форма ефективності</i> – ціни акцій відбивають усю інформацію щодо торгівлі ними у минулому. <i>Середня форма (напівсильна)</i> ціни акцій відображають усю загальнодоступну інформацію (минулу і поточну) <i>Сильна форма ефективності</i> – ціни акцій відбивають усю інформацію, що відноситься до фірми емітента, у т.ч. внутрішню (інсайдерську)
2. Теорія інвестиційної вартості цінного паперу (В. Шарп)	ринок є ефективним, якщо, використовуючи одержану інформацію, не можна отримати відмінний від нормального прибуток або надприбуток (abnormal profit). Отже, на ефективному ринку інвестори повинні одержувати тільки нормальний прибуток і нормальну ставку дохідності за своїми інвестиціями	<i>Абсолютно ефективний ринок</i> являє собою такий ринок, на якому ціна на кожний цінний папір завжди дорівнює її інвестиційній вартості
3. Альтернативна концепція гіпотези ефективного ринку Т. Коупленда і ДЖ. Вестона	Вимоги до ефективного ринку: - без податків, операційних витрат; - усі акції ринкові; - усі послуги надаються за мінімальними цінами для всіх учасників; - усі покупці і продавці здійснюють діяльність максимально продуктивно; - множинність продавців і покупців; - інформаційна ефективність ринку.	<i>Ефективність розподілу</i> – пов'язана із розподільчою функцією фінансового ринку, і передбачає такий розподіл фондів на біржі, щоб забезпечити їх найефективніше використання. <i>«Цінова ефективність»</i> - означає, що «у будь – який час ціни акцій повинні відбивати всю інформацію про події, що відбулися, а також усі події, що можуть відбитися на ринку у майбутньому». <i>Операційна ефективність</i> – полягає в тому, що ефективність фінансового ринку обернено пропорційна витратам, які інвестори несуть при здійсненні транзакцій, тому щоб бути ефективним, ринок має забезпечувати операційні витрати з найнижчими цінами

Продовження Дод. А

4. Концепція витрат фінансового посередництва, зокрема, модель акумульованого капіталу (К. Ерроу, Р. Лукас т П. Ромер)	Ефективність фінансового ринку розглядають як величину, обернену різниці відсоткових ставок по кредитах і депозитах в банківській системі	
--	---	--

Джерело: побудовано автором за [118; 119; 125; 132]

Додаток Б

Порівняння фінансових ринків США та Німеччини

Країна	Німеччина	США
Універсальні банки	Є	Ні
Число найважливіших банків	Незначне	Значне
Проникнення банків у реальний сектор за допомогою прямих інвестицій	Типово	Нехарактерно
Довгострокові кредитно-фінансові зв'язки між банками та корпораціями	Добре розвинені	Обмежені
Конкуренція між банками та небанківськими фінансовими інститутами	Слабка	Сильна
Взаємодія між банками та іншими фінансовими посередниками	Обмежене	Інтенсивне
Число фірм, які мають публічні випуски акцій	Незначне	Значне
Опційні та ф'ючерсні ринки	Неліквідні	Ліквідні
Інформація, що надається в розпорядження про публічні випусках	Обмежена	Велика
Членство комерційних банків на фондових біржах	Банки складають основне ядро учасників біржовий торгівлі	Заборонено
Корпоративний контроль за ринком; наявність ворожих злиття та поглинання	Практично відсутнє, низький рівень	Високий рівень

Джерело: побудовано автором за [56, с.197-205; 57; 58, с.36; 59; 37, с.33; 99-104]

Додаток В

Динаміка розміщення ОВДП на первинному ринку в Україні за період 2013–2022 рр.

Показник	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Розміщення на первинному ринку ОВДП, номінованих у гривні, млн грн	65221,01	218046,41	85015,36	166240,81	103458,01	65127,79	227551,81	265668,72	309719,48	594384,51
Кошти залучені до бюджету, млн грн	50521,01	67120,27	9978,36	37025,30	32755,01	65127,79	227551,81	258828,72	287896,18	164384,51
Випуск ОВДП для збільшення формування статутного капіталу банків, млн грн	1400,00	16598,84	3837,00	121274,52	70703,00	-	-	6840,00	-	-
Розміщення на первинному ринку ОВДП, номінованих у іноземній валюті (долари США), млн дол США	5310,73	792,62	643,49	3006,45	1809,89	3477,88	4330,84	3857,10	3095,99	2089,29
Кошти залучені до бюджету, млн дол США	5310,73	792,62	643,49	3006,45	1809,89	3477,88	4330,84	3857,10	3095,99	2089,29
Розміщення на первинному ринку ОВДП, номінованих у іноземній валюті (євро), млн євро	112,27	40,02	-	141,34	133,71	503,16	387,32	844,62	782,64	984,47
Кошти залучені до бюджету, млн євро	112,27	40,02	-	141,34	133,71	503,16	387,32	844,62	782,64	984,47

Джерело: складено автором за [89]

Додаток Г

**Інформація щодо розміщення військових облігацій
станом на 27.04.2023 року**

ISIN код військових облігацій	Термін до погашення	Дата погашення	Остання дата розміщення	Ставка, %
Гривня				
UA4000226658	6 місяців	10.05.2023	13.12.2022	14,00
UA4000225809	1 рік	21.06.2023	03.05.2022	11,00
UA4000226195	6 місяців	05.07.2023	24.01.2023	13,00
UA4000226260	9 місяців	27.09.2023	28.02.2023	15,00
UA4000225908	1,5 роки	25.10.2023	28.06.2022	11,50
UA4000226450	1 рік	13.03.2024	25.04.2023	18,50
UA4000226286	1,2 роки	26.06.2024	25.04.2023	19,00
Долар США				
UA4000225775	6 місяців	27.04.2023	15.11.2022	4,25
UA4000225874	6 місяців	25.05.2023	20.12.2022	4,25
UA4000226120	6 місяців	22.06.2023	27.12.2022	4,25
UA4000227052	6 місяців	20.07.2023	21.02.2023	4,25
UA4000227300	6 місяців	14.09.2023	28.03.2023	4,74
UA4000227474	6 місяців	26.10.2023	25.04.2023	4,75
UA4000227003	8 місяців	28.12.2023	25.04.2023	4,80
UA4000227409	1 рік	21.03.2024	11.04.2023	4,85
Євро				
UA40002268S4	6 місяців	11.05.2023	29.11.2022	2,50
UA4000227136	6 місяців	10.08.2023	14.02.2023	2,50
UA4000222509	8 місяців	01.12.2022	24.05.2022	2,50
UA4000226039	1 рік	15.06.2023	10.01.2023	3,00

Джерело: побудовано автором за [89]

Додаток Д

ТОП-5 банків торговців цінними паперами за показниками ренкінгів торговців в 4 кварталі 2020 році

Загальна кількість виконаних протягом звітного кварталу договорів торговцем цінними паперами на організаторах торгівлі, шт		Загальна сума виконаних протягом звітного кварталу договорів торговцем цінними паперами на організаторах торгівлі, млрд грн		Загальна кількість виконаних протягом звітного кварталу договорів торговцем цінними паперами поза організаторами торгівлі, шт		Загальна сума виконаних протягом звітного кварталу договорів торговцем цінними паперами поза організаторами торгівлі, млрд грн		Загальна кількість укладених протягом звітного кварталу договорів за всіма видами діяльності, шт		Загальна сума укладених протягом звітного кварталу договорів за всіма видами діяльності, млрд грн		Загальна кількість виконаних протягом звітного кварталу договорів за всіма видами діяльності, шт		Загальна сума виконаних протягом звітного кварталу договорів за всіма видами діяльності, млрд грн	
ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО АКЦІОНЕРНИЙ БАНК «УКРГАЗБАНК»	562	ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО АКЦІОНЕРНИЙ БАНК «УКРГАЗБАНК»	18,43	ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО АКЦІОНЕРНИЙ БАНК «УКРГАЗБАНК»	449	Публічне акціонерне товариство Акціонерний банк "Південний"	50,27	ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО АКЦІОНЕРНИЙ БАНК «УКРГАЗБАНК»	1 043	ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО АКЦІОНЕРНИЙ БАНК «УКРГАЗБАНК»	67,66	ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО АКЦІОНЕРНИЙ БАНК «УКРГАЗБАНК»	1 011	ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО АКЦІОНЕРНИЙ БАНК «УКРГАЗБАНК»	65,28
АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "ПЕРШИЙ УКРАЇНСЬКИЙ МІЖНАРОДНИЙ БАНК"	407	АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "ПЕРШИЙ УКРАЇНСЬКИЙ МІЖНАРОДНИЙ БАНК"	14,38	Акціонерне товариство комерційний банк «ПриватБанк»	232	ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО АКЦІОНЕРНИЙ БАНК «УКРГАЗБАНК»	46,85	АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "ПЕРШИЙ УКРАЇНСЬКИЙ МІЖНАРОДНИЙ БАНК"	565	Публічне акціонерне товариство Акціонерний банк "Південний"	51,53	АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "ПЕРШИЙ УКРАЇНСЬКИЙ МІЖНАРОДНИЙ БАНК"	569	Публічне акціонерне товариство Акціонерний банк "Південний"	51,28
АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "БАНК 3/4"	169	АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "БАНК 3/4"	7,42	АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "МЕГАБАНК"	180	Акціонерне товариство "ІНГ Банк Україна"	45,58	Акціонерне товариство комерційний банк «ПриватБанк»	244	Акціонерне товариство "ІНГ Банк Україна"	46,65	ТОВАРИСТВО З ОБМЕЖЕНОЮ ВІДПОВІДАЛЬНІСТЮ «КАСТОДІ-БРОК»	411	Акціонерне товариство "ІНГ Банк Україна"	46,65
АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "СКАЙ БАНК"	145	АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "БАНК АЛЪЯНС"	5,16	АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "ПЕРШИЙ УКРАЇНСЬКИЙ МІЖНАРОДНИЙ БАНК"	162	Акціонерне товариство комерційний банк «ПриватБанк»	36,40	Публічне акціонерне товариство Акціонерний банк "Південний"	238	Акціонерне товариство комерційний банк «ПриватБанк»	36,50	Акціонерне товариство комерційний банк «ПриватБанк»	244	Акціонерне товариство комерційний банк «ПриватБанк»	36,50
АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "БАНК АЛЪЯНС"	124	АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "БАНК КРЕДИТ ДНІПРО"	3,24	Публічне акціонерне товариство Акціонерний банк "Південний"	158	Акціонерне товариство "Державний експортно - імпортерний банк України"	16,11	АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "МЕГАБАНК"	208	ПРИВАТНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "АЛЪТАНА КАПІТАЛ"	30,06	Публічне акціонерне товариство Акціонерний банк "Південний"	240	Товариство з обмеженою відповідальністю "Інвестиційний капітал Україна"	26,78

Джерело: побудовано автором за [91]

Додаток Е

Вихідні дані для моделі

	ОВДП, які знаходяться в обігу, за номінально-амортизаційною вартістю, у власності банків	Кредити і заборгованість в активах банків, млрд.грн	Середньозваже на дохідність ОВДП за результатами аукціонів з їх первинного розміщення, % :	Обсяг коштів, залучених до Державного бюджету України за рахунок розміщення ОВДП на аукціонах номінованих у млрд грн	Обсяг NPL, млрд.грн.	Вторинний ринок.Обсяг угод за номінальною вартістю, млрд грн	Погашення та сплата доходу за ОВДП. Млрд.грн	Депозитні сертифікати в портфелі банків, млрд грн	Динаміка обсягу обов'язкових резервів, млрд грн
01.2018	361,47	797,23	0,15	32,76	595,00	123,92	136,41	37,32	48,80
01.2019	374,99	594,00	0,18	65,13	630,00	206,46	241,33	30,13	51,36
01.2020	336,47	562,12	0,17	227,55	530,00	302,18	339,69	58,74	56,29
01.2021	519,50	595,88	0,10	258,83	430,00	367,35	322,23	52,60	54,33
01.2022	547,09	766,84	0,11	287,90	345,00	465,49	451,88	122,12	52,58
01.2023	485,98	686,87	0,13	164,39	432,00	242,49	521,33	457,46	144,06
1.2023	622,90	669,87	0,19	368,77	425,00	592,06	553,88	307,13	328,44

Джерело: побудовано автором за даними [6]

Додаток Ж

Кореляційна матриця

	<i>ОВДП, які знаходяться в обігу, за номінально-амортизаційною вартістю, у власності банків</i>	<i>Кредити і заборгованість в активах банків, млрд.грн</i>	<i>Середньозважена дохідність ОВДП за результатами аукціонів з їх первинного розміщення, % :</i>	<i>Обсяг коштів, залучених до ДБУ за рахунок розміщення ОВДП на аукціонах номінованих у млрд грн</i>	<i>Обсяг NPL, млрд.грн.</i>	<i>Вторинний ринок.Обсяг угод за номінальною вартістю, млрд грн</i>	<i>Депозитні сертифікати в портфелі банків, млрд грн</i>	<i>Динаміка обсягу обов'язкових резервів, млрд грн</i>	<i>Погашення та сплата доходу за ОВДП. Млрд.грн</i>
ОВДП, які знаходяться в обігу, за номінально-амортизаційною вартістю, у власності банків	1								
Кредити і заборгованість в активах банків, млрд.грн	0,20083004	1							
Середньозважена дохідність ОВДП за результатами аукціонів з їх первинного розміщення, % :	-0,2327767	-0,2529826	1						
Обсяг коштів, залучених до ДБУ за рахунок розміщення ОВДП на аукціонах номінованих у млрд грн	0,79133118	-0,1598819	-0,0824239	1					
Обсяг NPL, млрд.грн.	-0,8227443	-0,2193663	0,55715527	-0,8055637	1				
Вторинний ринок.Обсяг угод за номінальною вартістю, млрд грн	0,85040016	-0,0577763	0,03996786	0,95954233	-0,7425162	1			
Депозитні сертифікати в портфелі банків, млрд грн	0,53708958	0,16006186	-0,0140092	0,33133005	-0,4893194	0,2972293	1		
Динаміка обсягу обов'язкових резервів, млрд грн	0,67819566	0,02647356	0,45573771	0,58174424	-0,3324618	0,65461994	0,68229041	1	
Погашення та сплата доходу за ОВДП. Млрд.грн	0,77160291	-0,0333198	-0,0462785	0,77868513	-0,7834031	0,74790914	0,81220993	0,70348532	1

Джерело: побудовано автором

Додаток И

Таблиця И.1

Результати регресійної статистики

<i>Регресійна статистика</i>					
Множинний R	0,93628003				
R-квадрат	0,876620294				
Нормований R-квадрат	0,259721762				
Стандартна похибка	93,20928621				
Спостереження	7				
Дисперсійний аналіз					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимість F</i>
Регресія	5	61728,56097	12345,71219	1,421012126	0,56021314
Залишок	1	8687,971035	8687,971035		
Всього	6	70416,53201			

Джерело: побудовано автором

Таблиця II.2

Дані регресійного аналізу

	Коефіцієнти	Стандартна похибка	t-статистика	P-Значення	Нижні 95%	Верхні 95%	Нижні 95,0%	Верхні 95,0%
У-перетин	760,6089992	1062,892678	0,715602822	0,604582039	-12744,723	14265,941	-12744,723	14265,941
Кредити і заборгованість в активах банків, млрд.грн	-0,081451628	0,681953732	-0,119438642	0,924321506	-8,7464954	8,58359212	-8,7464954	8,58359212
Середньозважена дохідність ОВДП за результатами аукціонів з їх первинного розміщення, % :	-127,7676523	2497,367886	-0,051160925	0,967458315	-31859,835	31604,3	-31859,835	31604,3
Обсяг коштів, залучених до Державного бюджету України за рахунок розміщення ОВДП на аукціонах номінованих у млрд грн	-1,120940252	1,862346503	-0,60189672	0,655071144	-24,784296	22,5424157	-24,784296	22,5424157
Обсяг NPL, млрд.грн	-0,706448707	1,547936828	-0,456380838	0,727432806	-20,374851	18,9619536	-20,374851	18,9619536
Вторинний ринок.Обсяг угод за номінальною вартістю, млрд грн	1,045283187	1,094636806	0,954913247	0,514679951	-12,863396	14,9539625	-12,863396	14,9539625

Джерело: побудовано автором

Додаток К

Плюси та мінуси базових способів оцінки ризиків на ринку цінних паперів

Спосіб	Плюси	Мінуси
Експерти	Потенційно експерти краще за інших обізнані про нюанси своїх процесів. Нерідко експерти недоводять не тому, що приховують, а тому, що їх про це не спитали.	- об'єктивність має оцінку 4, проте досить часто легко скочується до 3. Основна причина - прагнення приховати проблеми та не привертати увагу (наприклад, для продовження використання ресурсів компанії в особистих цілях); - оцінки експертів практично завжди нерівнозначні. Наприклад, одні можуть виділити дрібні ризики, інші навпаки - зайве глобально мислити. Саме тому оцінка за якість лише 3 – часто експертні оцінки необхідно приводити до спільного знаменника; - експерти часто важко вникають у суть поняття "ризиків". Нерідко виділяються ними ризики - це просто констатація негативних подій, що мали місце в минулому. Відчувається брак абстрактного мислення – їм важко уявити, що поганого може статися.
Статистика	статистика не бреше, факти говорять самі за себе	- статистика каже, про те, що було, але мовчить про те, що буде. Припущення слід будувати самостійно; - статистичні матеріали мають свою структуру і логіку. У більшості випадків їх необхідно переробляти, що може тривати багато часу; - статистичні матеріали створюються для певних цілей. З цієї причини вони можуть не охоплювати те коло питань, яке цікаве для цілей виявлення та оцінки ризиків.
Третя сторона	здебільшого є можливість домовитися про виконання роботи певним чином із дотриманням певного формату. Результати такої роботи можна використовувати для конвертування ризиків у програму без значних додаткових доробок	- послуги сторонніх організацій не є безкоштовними. Залежно від статусу сторонньої компанії до ціни додається доплата за репутацію та ім'я; - основна мета сторонньої компанії - виконати роботу обумовленим чином та продати результат. Це не означає, що робота автоматично буде виконана найкориснішим для замовника способом. З цієї причини об'єктивність і повнота отримали лише оцінку 2; - сторонні компанії повинні не тільки здійснити всі необхідні узгодження з компанією – замовником, але й пройти усі етапи свого процесу узгодження. Це збільшує час виконання роботи -

- *Продовження Дод. К*

Поставлені ризики	даний спосіб є найбільш оперативним і поглинає мінімум ресурсів, оскільки вимагає мінімальної інформації про процеси та аспекти	- завжди є ризики щось упустити, особливо якщо певні аспекти перш ніж аналізувати; - слабо враховується специфіка функціонування конкретної компанії, а також специфіка роботи в різних регіонах та країнах
процеси	спосіб має виражений системний характер. Дозволяє нівелювати низку недоліків експертних оцінок, підвищуючи об'єктивність	- ефективність способу безпосередньо залежить від правильності вибору факторів ризику для оцінки процесів; - ряд ризиків можуть бути не виявлено, так як спосіб орієнтований на оцінку чітко окреслених процесів. Наприклад, у багатьох випадках з поля зору випадають "зовнішні" ризики

Джерело: побудовано автором

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

У наукових фахових виданнях України та виданнях, які включені до міжнародних наукометричних баз даних:

1. Буряченко А.Є., Боцман Ю.О. Підвищення ролі банківських установ у розвитку ринку цінних паперів в Україні. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Сер. Економіка*. 2023. № 30(58) С. 35-40. URL: https://eprints.oa.edu.ua/id/eprint/8903/1/NZ_ek_Vyp_30%2858%29.pdf (0,5 д.а., особисто автору – 0,3 д.а.: розроблено модель взаємовідносин бізнесу, населення та держави на ринку цінних паперів в Україні). (дата звернення: 29.05.2024).
2. Боцман Ю.О. Діяльність банків на ринку ОВДП. *Економіка та підприємництво*. 2023. № 50. С. 172-183. URL: <https://ir.kneu.edu.ua/server/api/core/bitstreams/badee990-1f66-44d2-9844-b268883c7656/content> (0,6 д.а.). (дата звернення: 08.06.2024).
3. Боцман Ю.О., Івасів І.Б. Особливості розвитку ринку державних цінних паперів. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2024. №5 (264). С. 12-18 (0,5 д.а., особисто автору – 0,3 д.а.: визначено спільних рис структури ринку урядових зобов'язань в американській та європейській практиці).
4. Боцман Ю.О. Роль банків у формуванні ринку державних цінних паперів: аналіз впливу та оцінка взаємодії. *Економіка та суспільство*. 2024. № 59. URL: <https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/3465> (0,8 д.а.). (дата звернення: 08.06.2024).

В інших виданнях:

5. Боцман Ю.О. Військові облігації у підтримці державного бюджету України. *Priority directions of science development*: матеріали V Міжнар. наук.-практ. конф., 6-8 лют. 2023. Гамбург, 2023. С. 59-61. URL: <https://eu-conf.com/wp-content/uploads/2023/02/Priority-directions-of-science-development.pdf>. (0,2 д.а.). (дата звернення: 08.06.2024). (форма участі – заочна).

6. Боцман Ю.О. Роль державних цінних паперів у розвитку держави в сучасних економічних умовах. *Фінансові аспекти підтримання економіки в контексті глобальних конфліктів*: зб. наук. матеріалів Міжнар. наук.-практ. конф., 27 травн. 2023 р. Київ: КНЕУ, 2023. С. 20-22. (0,2 д.а.). (форма участі – заочна).

7. Боцман Ю.О. Світова практика взаємодії банків та держави на вторинному ринку цінних паперів. *Актуальні проблеми соціально-економічного розвитку в контексті євроінтеграції України*: матеріали Всеукр. наук.-практ. конф., м. Одеса, 22 вересн. 2023 р. Львів-Торунь : Liha-Pres, 2023. С. 132-136. (0,2 д.а.). (форма участі – заочна).



**НАЦІОНАЛЬНА КОМІСІЯ
З ЦІННИХ ПАПЕРІВ
ТА ФОНДОВОГО РИНКУ**

вул. Князів Острозьких, 8, корпус 30, м. Київ, 01010,
тел. (044) 254-25-70,
тел. (044) 280-40-95
E-mail: info@nssmc.gov.ua,
сайт: www.nssmc.gov.ua,
код згідно з ЄДРПОУ 37956207

**NATIONAL SECURITIES
AND STOCK MARKET
COMMISSION**

Kniaziv Ostrozkykh Str., 8, building 30, Kyiv, 01010,
phone: (044) 254-25-70,
phone: (044) 280-40-95
E-mail: foreign@nssmc.gov.ua,
WEB: www.nssmc.gov.ua,
code of USRCOU 37956207

№ _____ від _____ 20__ р.

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Боцмана Юрія Олександровича
на тему: «Діяльність банківських установ на ринку державних цінних паперів»
в діяльність Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку

Дисертаційне дослідження Юрія Олександровича Боцмана містить вагомі наукові результати, які було впроваджено в діяльність Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України. Зокрема, дослідження сприяло оцінці ризиків та перспектив розвитку діяльності банківських установ на ринку державних цінних паперів України. Запропоновані підходи мають значний практичний потенціал та використовуються у регулюванні та розвитку ринку.

На основі аналізу ризиків, пов'язаних із діяльністю банків на ринку державних цінних паперів, були запропоновані рекомендації щодо регулювання банківських установ як первинних дилерів. Особливо відзначається необхідність додаткових захисних заходів для первинних дилерів на нестабільному ринку.

Запропоновані методи дозволяють більш точно оцінювати показники ліквідності, такі як глибина, щільність та стійкість ринку. Ці показники враховуються при розробці та впровадженні стратегій щодо поліпшення ліквідності ринку державних цінних паперів в Україні.



ДОКУМЕНТ СЕД АСКОД

Сертифікат 6FA97849F1B2570D04000000A3990000C8EC0100
Підписувач Лібанов Максим Олександрович
Дійсний з 07.06.2023 11:31:36 по 07.06.2025 11:31:36

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку



№ 04/15949 від 29.08.2024

Результати дисертаційного дослідження Боцмана Ю.О. знайшли своє практичне застосування в діяльності Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України, сприяючи підвищенню ефективності регулювання ринку державних цінних паперів та зміцненню стабільності банківської системи України.

**Член Національної комісії з цінних
паперів та фондового ринку,
Кандидат юридичних наук**

Максим ЛЬБАНОВ



Індустріалбанк

01133, Україна, місто Київ,
вулиця Генерала Алмазова, будинок 18/7
телефон: 0 800 50 35 35
e-mail: reception@industrialbank.ua
код банку 313849, код за ЄДРПОУ 13857564
кореспондентський рахунок №UA193000010000032000107501026
в Національному банку України
www.industrialbank.ua

Ліцензія НБУ №126 від 12.10.2011

15.09.2023 № 21-05-956

на № _____ від _____

До спеціалізованої вченої ради
ДВНЗ «Київський національний
економічний університет імені Вадима Гетьмана»

ДОВІДКА

про використання наукових результатів дисертаційного дослідження

Боцмана Юрія Олександровича

на тему «ДІЯЛЬНІСТЬ БАНКІВСЬКИХ УСТАНОВ НА РИНКУ

ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ»

Довідка видана здобувачу кафедри «Фінанси, банківська справа та страхування» Державного вищого навчального закладу «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» Боцману Юрію Олександровичу про те, що виконані розробки у дисертаційному дослідженні на тему «Діяльність банківських установ на ринку державних цінних паперів» та сформульовані на підставі цього пропозиції враховано та використовуються у роботі АКБ «ІНДУСТРІАЛБАНК».

Голова Правління

ПАТ АКБ «ІНДУСТРІАЛБАНК»



М.В. Довбенко

«Затверджую»

Проректор з наукової роботи
Київського національного університету
імені Вадима Гетьмана

д.е.н., проф. Лариса Антонюк

«7» серпня 2024 р.

«Затверджую»

Проректор з науково-педагогічної роботи
Київського національного університету
імені Вадима Гетьмана

д.е.н., проф. Анатолій Колот

«7» серпня 2024 р.

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження

Боцмана Юрія Олександровича

на тему: «Діяльність банківських установ на ринку державних цінних паперів»

Теоретичні, методичні та практичні рекомендації дисертаційної роботи Боцмана Юрія Олександровича на тему: «Діяльність банківських установ на ринку державних цінних паперів» на здобуття наукового ступеня доктора філософії використовуються кафедрою фінансів імені Вадима Федосова Київського національного університету імені Вадима Гетьмана при викладанні навчальних дисциплін «Фінанси», «Фінансовий ринок» та «Ринок фінансових послуг» для підготовки студентів фахового спрямування. У циклах лекцій та практичних занять використано теоретичні аспекти дослідження щодо діяльності банків на ринку державних цінних паперів та їх ролі, а також пропозиції автора щодо оцінки ліквідності ринку державних цінних паперів.

Застосування в початковому процесі результатів дисертаційного дослідження Боцмана Ю.О. дало змогу адаптувати навчальні дисципліни до актуальних тенденцій ринку державних цінних паперів, поглибивши теоретико-методологічні засади із підвищення якості підготовки майбутніх фахівців.

Декан факультету фінансів,
д.е.н., професор

Богдан СТЕЦЕНКО