

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
імені ВАДИМА ГЕТЬМАНА

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
імені ВАДИМА ГЕТЬМАНА

Кваліфікаційна наукова
праця на правах рукопису

КАФТЯ МАКСИМ АНАТОЛІЙОВИЧ

УДК 330.341.1:669

ДИСЕРТАЦІЯ
ГЛОБАЛЬНІ ТРАНСФОРМАЦІЇ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ
У ПАРАДИГМІ МІЖНАРОДНОГО ЕКОНОМІЧНОГО ПОРЯДКУ

Спеціальність 292 – міжнародні економічні відносини

Подається на здобуття наукового ступеня доктора філософії

Дисертація містить результати власних досліджень.

Використання ідей, результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело _____ Кафтя М. А.

Науковий керівник: Галенко Сергій Миколайович, кандидат економічних наук, доцент

КИЇВ 2021

АНОТАЦІЯ

Кафтя М. А. Глобальні трансформації фінансових ринків у парадигмі міжнародного економічного порядку. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 292 – міжнародні економічні відносини. – Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана, Київ, 2021.

Робота присвячена комплексному дослідженню процесів глобальної трансформації фінансових ринків через призму еволюції системи міжнародного економічного порядку. Значна увага приділена розкриттю теоретичного дискурсу дослідження фінансових ринків та його еволюції. На основі розкриття парадигмальних засад фінансової теорії міжнародного економічного порядку обґрунтовано глобальний формат міжнародного фінансового порядку.

У дисертаційній роботі комплексно проаналізовано процеси глобальної структуризації фінансового ринку з дослідженням трансформаційних змін світового банківського сектору, оцінкою кількісно-якісних модифікацій фондового ринку та розкриттям механізмів впливу фінансового глобалізму на структурні параметри валютного ринку. Дисертація містить результати авторських досліджень інституційно-регуляторної архітектури глобального фінансового порядку з визначенням стратегічних пріоритетів функціонального реформування міжнародних фінансових інститутів. Обґрунтовано варіативні сценарії формування глобальної валютно-регуляторної системи та інституційне забезпечення ефективної інтеграції фінансового ринку України у глобальний економічний простір.

У результаті проведеного дослідження отримано такі найбільш важливі наукові результати:

вперше:

- спираючись на глобалізаційну парадигму економічного розвитку, концептуалізовано наукові підходи щодо трансформації фінансового ринку через призму історично-еволюційного переформатування міжнародного порядку з виокремленням її передумов (гіперфінансіалізація глобального суспільного відтворення; транснаціоналізація, фрагментація, регіоналізація, мереживізація та кластерна локалізація бізнес-діяльності; падіння рівня прибутковості фінансового капіталу; посилення синхронізації національних бізнес-циклів; системна інституціоналізація міжнародних

фінансових відносин та ін.) та векторної спрямованості (перерозподіл регуляторних повноважень держави у фінансовій сфері між національними, регіональними і наднаціональними інститутами; глобалізація фінансового ринку; формування глобального попиту і глобальної пропозиції фінансового капіталу; інноватизація фінансової діяльності; динамізація обігу криптовалют; загострення міжнародної конкуренції на фінансовому ринку тощо). Обґрунтовано, що найбільш адекватною інтегруючою платформою сучасної трансформації фінансового ринку є валютна система глобального типу, що має бути сформована на основі конвергенції найбільш конструктивних елементів сценаріїв наднаціонально орієнтованої валютної системи (розширення міжнародної ліквідної бази за рахунок додаткової емісії СПЗ та їх продажу центральним банкам країн); офіційної ремонетизації золота (відновлення монетарного статусу золота та розширення його використання у структурі офіційних золотовалютних резервів країн, формування глобальної банківської системи депозитарного золота, включення золота разом зі сріблом, платиною і паладієм у корзину дорогоцінних металів, сформовану за принципом «змії»); мультивалютної системи (розширене використання регіональних валют як платіжних засобів в експортно-імпортних та інвестиційних операціях регіональних суб'єктів господарювання) та діджиталізованої валютної системи (переведення центральними банками країн у криптовалюту частини своїх офіційних валютних резервів та розширення їх застосування в якості платіжного засобу за міжнародними операціями);

удосконалено:

- трактування економічного змісту категорії «глобальний фінансовий порядок» як системи інституціоналізованих на наднаціональному рівні правил, норм і регуляторів міжнародних фінансових відносин, яка визначає ієрархічно субординовану диспозицію країн відповідно до наявного у них фінансового капіталу та розподілу світової фінансової влади з притаманною державам конкурентною боротьбою за право необмеженої емісії ключових резервних валют та встановлення контролю над транскордонними потоками фінансових активів. Розкрито генезис й еволюцію світового фінансового порядку та виокремлено її етапи за критеріями щодо домінуючих організаційно-економічних й інституційних механізмів грошового обігу й кредиту, регулювання обсягу грошової маси і процентних ставок на кредитний капітал, здійснення валютообмінних операцій та регулювання обмінних курсів національних валют: 1-й етап (Британська модель – Паризька і Генуезька валютні системи, 1867-1943 рр.), 2-й етап (Американська модель – Бреттон-Вудська і Ямайська

валютні системи, 1944 р. – дотепер). Доведено, що у глобальних умовах світовий фінансовий порядок розвивається у пост-Бреттон-Вудському форматі з переходом від моноцентризму до мультиполярності міжнародних фінансових відносин з тимчасовим відновленням ролі монетарних металів;

- з метою посилення наукової достовірності процесу ухвалення управлінських рішень у сфері реалізації фінансової політики України здійснено математичне обґрунтування ступеня впливу факторів, пов'язаних з функціонуванням вітчизняного фінансового ринку, на динаміку ВВП держави, способом застосування економіко-математичного програмування у розрізі моніторингових показників щодо розвитку вітчизняної банківської системи, недержавних пенсійних фондів і небанківських фінансових посередників. На основі використання регресійного аналізу встановлено найбільший вплив на зростання ВВП України показників кількості діючих банків та відношення їх активів до ВВП за одночасного негативного значення коефіцієнтів пасивів банків та частки іноземного капіталу у їх статутному капіталі; серед показників діяльності недержавних пенсійних фондів найбільший вплив на результуючий показник ВВП має кількість учасників недержавних пенсійних фондів, вартість їх активів, вартісний обсяг пенсійних внесків та пенсійних виплат; натомість показники діяльності небанківських фінансових посередників підтвердили повну відсутність взаємозв'язку між ВВП та незалежними змінними;

дістали подальшого розвитку:

- ідентифікаційна характеристика домінуючих тенденцій глобалізаційної трансформації світового банківського сектору: динамічне зростання масштабів транскордонних потоків банківського капіталу; нарощування капіталізації банківського сектору та диверсифікація його операцій; зниження доходності активів і власного капіталу банків; зменшення частки непроцентних доходів у їх загальних доходах; активізація злиттів і поглинань банківських установ; глобальна мереживізація інформаційно-фінансової системи; діджиталізація банківської індустрії та ін. Доведено, що зазначені процеси, з одного боку, суттєво посилюють інтернаціоналізаційну конвергенцію національних фінансових ринків на основі транскордонного переміщення банківського капіталу, масштабування міжкраїнових і міжрегіональних переливів глобального банківського капіталу та уніфікації інституційних умов функціонування банків, а з другого – спричиняють поглиблення міжрегіональних асиметрій у розвитку банківської системи та загострення глобальної конкуренції у даній сфері;

- обґрунтування функціонально-трендових модифікацій світового ринку цінних паперів у напрямі нарощування його капіталізації; збільшення чистого припливу акціонерного капіталу каналами портфельного інвестування; зростання масштабів нагромадження іноземних портфельних інвестицій; посилення регіональної інтеграції біржових структур; формування структурованих стратегічних альянсів і союзів фондових бірж; активізації процесів сек'юритизації цінних паперів та залучення іноземних компаній у лістинг національних фондових бірж; впровадження алгоритмізованої і високочастотної торгівлі фондовими активами; системної автоматизації процесу їх ринкового обігу; активного використання інтернет-трейдингу та ін. Аргументовано, що системні трансформаційні модифікації світового фондового ринку у глобальних умовах спричиняють не тільки зміцнення конкурентних позицій традиційних гравців з числа держав з домінуючими фондово-орієнтованими моделями фінансових ринків (США, Великобританія, Канада та ін.), але й значне розширення їх географічних, організаційно-економічних і технологічних форматів за рахунок активного виведення економічними суб'єктами різних країн і регіонів емітованих цінних паперів на глобальні фондові майданчики з метою міжнародної диверсифікації джерел фінансування господарської діяльності;

- системна оцінка сучасних трансформацій світового валютного ринку на основі конкретизації їх глобальних детермінантів (вільний вибір країнами режимів валютного курсу, розширення доступу відсталих держав до джерел міжнародної валютної ліквідності, наднаціональна уніфікація системи міжнародних розрахунків, посилення координації регуляторних дій центральних банків держав-лідерів та ін.) та комплексної характеристики ключових форм прояву: конвергенція, посилення прозорості і дерегулювання національних валютних ринків; нарощування обсягів світового валютного обороту; його електронізація і діджиталізація; зростання офіційної доларизації національних економік; розширення меж використання фіктивного капіталу у глобальному ринковому обороті; консолідація національних грошових систем у рамках міжнародних валютних союзів і колективних валют та ін. Наголошено, що вказані трансформаційні зміни призводять до поглиблення асиметричності глобальних монетарних відносин та посилення їх залежності від макроекономічної і грошово-кредитної політики держав-емітентів резервних валют (США, ЄС, Великобританії, Японії, Канади, Австралії, Китаю), що актуалізує питання докорінного реформування Ямайської валютної системи у напрямі розбудови валютної системи глобального типу;

- у контексті розбудови інституційно-регуляторної архітектури глобального фінансового ринку оцінено ефективність застосовуваного в останні сімдесят років регуляторного інструментарію міжнародних інститутів фінансового менеджменту (МВФ, Групи Світового банку, Базельського комітету банківського нагляду та ін.) та встановлено його неадекватність вимогам глобальної фінансової політики в силу нездатності нівелювати надмірні коливання кон'юнктури фінансових ринків і бізнес-активності; регулювати глобальні фінансові дисбаланси та глобальну валютну ліквідність; згладжувати коливання бізнес-активності і волатильність валютних курсів. Обґрунтовано стратегічні напрями реформування міжнародних фінансових організацій з метою підвищення якості та результативності їх діяльності: розширення функціональних компетенцій МВФ щодо моніторингового контролю за процесами транскордонного руху капітальних ресурсів та каналами їх переказу; докорінний перегляд країнових квот у статутному капіталі організацій у напрямі їх перерозподілу на користь країн, що розвиваються, і держав з новостворюваними ринками; запровадження на інституційній платформі Світового банку солідарної системи глобального фінансового управління, впровадження наднаціональної системи прогнозування світових фінансових криз та розроблення глобальної пруденційної політики; запровадження системи міжнародної фінансової відповідальності країн за нарощування боргів, надвиробництво фіктивного капіталу, надспоживання фінансових й інвестиційних ресурсів; запровадження глобального режиму регуляторного нагляду за діяльністю хедж-фондів, міжнародних рейтингових агенцій, позабіржових ринків деривативних інструментів та ін.;

- обґрунтування стратегічних напрямів інтеграції фінансового ринку України у глобальний економічний простір на основі формулювання універсальних щодо міжнародних стандартів принципів національної фінансової політики (захист національних інтересів, верховенство міжнародного фінансового права, відкритість, транспарентність, прогнозованість, недискримінація іноземних суб'єктів) та визначення механізмів реформування вітчизняного банківського сектору (інноватизація цифрового банкінгу, перенесення банківських операцій в онлайн-сегмент; приведення у відповідність до європейських стандартів діючих систем управління банківськими ризиками, корпоративного управління, захисту прав кредиторів, позичальників й інвесторів; імплементація у банківську практику міжнародних регуляторних вимог Базель III; перехід НБУ до реалізації дискреційної монетарної політики та ін.); фондового ринку (унормування сек'юритизаційних

операцій з фінансовими активами; приведення у відповідність до стандартів ЄС діючої системи корпоративного управління та регулювання ринкового обігу похідних фінансових інструментів; запуск ринкового обігу структурованих фінансових продуктів способом комбінування інвестиційних інструментів різних класів та ін.) і небанківських фінансових інститутів (надання недержавним пенсійним фондам тимчасового права на вкладення залучених грошових коштів у високоякісні фінансові інструменти, емітовані урядами іноземних держав та глобальними компаніями; заснування в Україні спеціальних фондів компенсування втрат інвестиційних капіталовкладень; впровадження систем пруденційного нагляду і ризик-менеджменту діяльності страхових компаній та ін.).

Практичне значення одержаних результатів полягає у тому, що основні теоретичні положення, висновки і рекомендації, сформульовані автором у дисертації, можуть слугувати методологічною базою для розробки ефективних механізмів інтеграції фінансового ринку України у глобальний економічний простір. Наукові розробки, висновки і практичні рекомендації автора були використані: Всеукраїнською асоціацією фінансових компаній (довідка про впровадження від 25.11.2020 р.); Громадською спілкою «Ірпінська Агенція Розвитку» (довідка про впровадження від 20.04.2020 р.); ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» (довідка про впровадження від 25.11.2020 р.).

Ключові слова: міжнародний економічний порядок, світовий фінансовий порядок, транскордонний рух фінансового капіталу, банківський сектор, фондовий ринок, валютний ринок, інтернаціоналізація національних валют, циклічність економічного розвитку, режим обмінного курсу, міжнародна ліквідність.

ANNOTATION

Kaftiya M. A. Global transformations of financial markets in the paradigm of the international economic order. – Manuscript.

A thesis for Academic Degree of Doctor Philosophy in specialty 292 – International Economic Relations. – Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman. – Kyiv, 2021.

The work is devoted to a comprehensive study of the processes of global transformation of financial markets through the prism of the evolution of the international economic order. Much attention is paid to the disclosure of the theoretical discourse of the study of financial markets and its evolution. Based on the disclosure of the paradigmatic foundations of the

financial theory of the international economic order, the global format of the international financial order is substantiated.

The dissertation comprehensively analyzes the processes of global structuring of the financial market with the study of transformational changes in the global banking sector, assessment of quantitative and qualitative modifications of the stock market and the disclosure of mechanisms of financial globalism on the structural parameters of the foreign exchange market. Dissertation contains the results of the author's research of the institutional and regulatory architecture of the global financial order with the definition of strategic priorities of functional reform of international financial institutions. Variable scenarios of formation of the global monetary-regulatory system and institutional support of effective integration of Ukraine into the global financial space are substantiated.

As a result of the study, the following most important scientific results were obtained:

firstly:

-based on the globalization paradigm of economic development, conceptualized scientific approaches to the transformation of the financial market through the prism of historical and evolutionary reformatting of the international order with the separation of its prerequisites (hyperfinancialization of global social reproduction; transnationalization, fragmentation, regionalization and cluster localization of business activities; falling level of return on financial capital; strengthening the synchronization of national business cycles; dynamization of cryptocurrency circulation; systemic institutionalization of international financial relations, etc.) and vector orientation (redistribution of state regulatory powers in the financial sphere between national, regional and supranational institutions, globalization of the financial market, formation of global demand and global supply of financial capital, intensification of international competition in the financial market, etc.). Substantiated that the most adequate integrating platform of modern financial market transformation is the global monetary system, which should be formed on the basis of convergence of the most constructive elements of scenarios of supranationally oriented monetary system (expansion of international liquidity base by additional SDR issuance and sale to central banks); official remonetization of gold (restoration of the monetary status of gold and expansion of its use in the structure of official gold and foreign exchange reserves of countries, formation of a global banking system of depository gold, inclusion of gold with silver, platinum and palladium in the basket of precious metals); multicurrency system (expanded use of regional currencies as a means of payment in export-import and investment operations of regional economic entities) and digitalized currency system (transfer by central banks to cryptocurrencies of

their official foreign exchange reserves and expanding their use as a means of payment for international transactions);

improved:

- interpretation of the economic content of the category of «global financial order» as a system of institutionalized at the supranational level of rules, norms and regulators of international financial relations, which determines the hierarchically subordinated disposition of countries according to their financial resources and distribution of world financial power. unlimited issuance of key reserve currencies and establishing control over cross-border flows of financial capital. The genesis and evolution of the world financial order are revealed and its stages are distinguished according to the criteria of dominant organizational-economic and institutional mechanisms of money circulation and credit, regulation of money supply and interest rates on credit capital, mechanisms of currency exchange operations and regulation of national currencies: 1 and the first stage (British model - Paris and Genoese monetary systems, 1867-1943), 2nd stage (American model - Bretton Woods and Jamaican monetary systems, 1944 - present). It is proved that in global conditions the world financial order develops in the post-Bretton Woods format with the transition from monocentrism to multipolarity of international financial relations with a temporary restoration of the role of monetary metals;

- in order to strengthen the scientific reliability of the management decision-making process in the field of financial policy of Ukraine, a mathematical justification of the degree of influence of factors related to the functioning of the domestic financial market on the dynamics of GDP, the method of economic and mathematical programming in terms of monitoring indicators banking system, private pension funds and non-bank financial intermediaries. Based on the use of regression analysis, the greatest impact on the growth of Ukraine's GDP of the number of operating banks and the ratio of their assets to GDP, while the negative value of the ratios of banks' liabilities and the share of foreign capital in their authorized capital; among the performance indicators of non-state pension funds, the number of participants in non-state pension funds, the value of their assets, the value of pension contributions and pension benefits have the greatest impact on the resulting GDP indicator; instead, the performance of non-bank financial intermediaries confirmed the complete lack of a relationship between GDP and independent variables;

received further development:

- identification characteristics of the dominant trends in the globalization of the global banking sector: the dynamic growth of cross-border flows of bank capital; increasing the

capitalization of the banking sector and diversifying its operations; reduction of return on assets and equity of banks; reduction of the share of non-interest income in their total income; intensification of mergers and acquisitions of banking institutions; global networking of the information and financial system; digitalization of the banking industry, etc. It is proved that these processes, on the one hand, significantly enhance the international convergence of national financial markets through cross-border movement of bank capital, scaling of intercountry and interregional overflows of global banking capital and unification of institutional conditions of banks, and on the other hand systems and intensification of global competition in this area;

- substantiation of functional-trend modifications of the world securities market in the direction of increasing its capitalization; increase in net inflow of share capital through portfolio investment channels; increasing the scale of accumulation of foreign portfolio investments; strengthening the regional integration of exchange structures; formation of structured strategic alliances and unions of stock exchanges; intensification of securities securitization processes and involvement of foreign companies in the listing of national stock exchanges; introduction of algorithmic and high-frequency trading in stock assets; system automation of the process of their market circulation; active use of Internet trading, etc. It is argued that systemic transformational modifications of the global stock market in global conditions cause not only the strengthening of competitive positions of traditional players from among the countries with dominant stock-oriented models of financial markets (USA, UK, Canada, etc.), but also a significant expansion of their geographical, organizational - economic and technological formats due to the active withdrawal of economic entities of different countries and regions of issued securities on global stock exchanges for the purpose of international diversification of sources of financing of economic activity;

- systematic assessment of current transformations of the world currency market based on the specification of their global determinants (free choice of exchange rate regimes, expanding access of backward countries to sources of international currency liquidity, supranational unification of international settlements, strengthening coordination of regulatory actions of central banks and leading states) and key forms of manifestation: convergence, strengthening transparency and deregulation of national currency markets; increasing the volume of world currency turnover; its electronicization and digitalization; growth of official dollarization of national economies; expanding the use of fictitious capital in global market turnover; consolidation of national monetary systems within the framework of international monetary unions and collective currencies, etc. It is emphasized that these

transformational changes lead to a deepening of the asymmetry of global monetary relations and increasing their dependence on macroeconomic and monetary policy of reserve currency issuers (US, EU, UK, Japan, Canada, Australia, China), which raises the issue of radical reformation Jamaican monetary system in the direction of building a global monetary system;

- in the context of building the institutional and regulatory architecture of the global financial market, the effectiveness of the regulatory tools of international financial management institutions used in the last seventy years (IMF, World Bank Group, Basel Committee on Banking Supervision, etc.) was assessed and its inadequacy to global financial policy requirements level excessive fluctuations in financial markets and business activity; regulate global financial imbalances and global currency liquidity; smooth out fluctuations in business activity and exchange rate volatility. The strategic directions of reforming international financial organizations in order to improve the quality and effectiveness of their activities are substantiated: expansion of the IMF's functional competencies for regular monitoring control over the processes of cross-border movement of capital resources and their transfer channels; radical revision of country quotas in the authorized capital of organizations in the direction of their redistribution in favor of developing countries and countries with emerging markets; introduction of a solidarity system of global financial management on the institutional platform of the World Bank, introduction of a supranational system of forecasting global financial crises and development of a global prudential policy; introduction of a system of international financial responsibility of countries for increasing debts, overproduction of fictitious capital, overconsumption of financial and investment resources; introduction of a global regime of regulatory supervision over the activities of hedge funds, international rating agencies, over-the-counter derivatives markets, etc.;

- substantiation of strategic directions of integration of the financial market of Ukraine into the global economic space on the basis of formulation of universal principles of national financial policy (protection of national interests, supremacy of international financial law, openness, transparency, predictability, non-discrimination of foreign subjects) and definition of mechanisms of domestic reform banking sector (innovation of digital banking, transfer of banking operations to the online segment; bringing in line with European standards of existing banking risk management systems, corporate governance, protection of creditors, borrowers and investors; implementation of international regulatory requirements in banking practice Basel III; transition of the NBU to the implementation of discretionary monetary policy, etc.); stock market (standardization of securitization operations with financial assets; bringing the current system of corporate governance and regulation of market circulation of

derivative financial instruments into line with EU standards; launch the market circulation of structured financial products by combining in certain proportions investment instruments of different classes, etc.) and non-bank financial institutions (granting private pension funds a temporary right to invest borrowed funds in high-quality financial instruments issued by foreign governments and global companies; Ukraine special funds to compensate for losses of investment, the introduction of prudential supervision and risk management of insurance companies, etc.).

The practical significance of the obtained results is that the main theoretical provisions, conclusions and recommendations formulated by the author in the dissertation can be a methodological basis for developing effective mechanisms for including the financial market of Ukraine in the global economic space. Scientific developments, conclusions and practical recommendations of the author were used by: Ukrainian Association of Financial Companies (certificate of implementation dated 25.11.2020); Public Union «Irpın Development Agency» (certificate of implementation dated 25.09.2019); SHEI «Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman» (certificate of implementation from 25.11.2020).

Key words: international economic order, world financial order, cross - border movement of financial capital, banking sector, stock market, foreign exchange market, internationalization of national currencies, cyclical economic development, exchange rate regime, international liquidity.

Список публікацій здобувача за темою дисертації:

У зарубіжних виданнях:

1. Кафтя М. А. Стратегія розбудови вітчизняного фондового ринку та інтеграція його у глобальний фінансовий простір. *Pridneprovskiy Scientific Bulletin*. 2020. #464. Vol. 40. Praha, Czech Republic. URL: <http://www.rusnauka.com/index.php/rusnauka/issue/view/6> (0,5 д. а.).
2. Кафтя М. А., Галенко С. М. Валютна глобалізація як чинник впливу на трансформаційні зміни світового валютного ринку. *Stredoevropsky vestnik pro vedu a vyzkum*. 2019. #8 (60). Praha, Czech Republic. P. 27-36. (особистий внесок автора: обґрунтування ключових напрямів посилення позиції БНП і банків в інституційній структурі глобального фінансового ринку) (0,5 д. а.).

У наукових фахових виданнях України:

3. Кафтя М. А. Американська модель міжнародного фінансового порядку: проблеми та перспективи розвитку. *Інноваційна економіка*. 2018. № 9-10 (77). С. 11-16 (0,7 д. а.).
4. Кафтя М. А. Формування сучасних портфельних теорій: основні проблеми та тенденції розвитку. *Бізнес Інформ*. 2019. №2. С. 414-419 (0,6 д. а.).
5. Кафтя М. А. Фінансовий базис міжнародного економічного порядку. *Причорноморські економічні студії*: наук. журн. 2020. Вип. 58. С. 17-23 (0,7 д. а.).
6. Кафтя М. А. Тенденції глобального економічного розвитку у розрізі впливу на світову банківську індустрію. *Бізнес-навігатор*: наук.-вироб. журн. 2020. Вип. 4 (60). С. 26-31 (0,7 д. а.).

7. Кафтя М. А. Сучасні тенденції розвитку світового фондового ринку та його трансформаційні тренди. *Східна Європа: економіка, бізнес та управління*. 2020. №3 (26). URL: <http://www.easterneuropе-ebm.in.ua/index.php/vipusk-26-2020> (0,7 д. а.).

8. Кафтя М. А. Методи реформування глобальної валютно – регуляторної системи: інноваційні сценарії. *Бізнес Інформ*. 2020. №9. С. 262-269 (0,6 д. а.).

9. Кафтя М. А. Стратегічні пріоритети реформування міжнародного валютного фонду як функціонального інституту міжнародних фінансових відносин. *Економічний простір*. 2020. №159/2020. С. 13-16 (0,5 д. а.).

В інших виданнях:

10. Кафтя М. А. Ринкова капіталізація світового фінансового ринку як основа динамічного нарощування масштабів глобальної банківської сфери. *Міжнародне науково технічне співробітництво: принципи, механізми, ефективність*: збірник матеріалів Всеукраїнської науково практичної конференції (м. Київ, 14 вересня 2019 р. – К: ГО «Київський економічний науковий центр», 2019. С. 5-8 (0,2 д. а.).

11. Кафтя М. А. Дослідження фінансових ринків у кейнсіанській теорії. *Сучасні тенденції розвитку світової економіки: нові виклики та проблеми*: матеріали VI Міжнародної науково практичної конференції (м. Одеса, 19 квітня 2019 р.) / за ред. Деркач Т. В. Кобилянської А. В. – Одеса : МГУ, 2019. С. 13-15 (0,1 д. а.).

12. Кафтя М. А. Формування вертикально інтегрованих біржових холдингів: причини та наслідки. *Економічні та інноваційно-інвестиційні процеси в умовах змін ринкового середовища*: Матеріали міжнародної науково-практичної конференції (Львів, 24 жовтня 2020 року) / ГО «Львівська економічна фундація». – Львів: ЛЕФ, 2020. С. 6-9 (0,2 д. а.).

13. Кафтя М. А. Сучасні аспекти реформування Груп Світового банку. *Стратегічні пріоритети розвитку економіки, обліку, фінансів і права*: збірник тез доповідей міжнародної науково-практичної конференції (Полтава, 7 жовтня 2020 р.): у 3 ч. Полтава: ЦФЕНД, 2010. Ч. 2. С. 7-8 (0,2 д. а.)

14. Кафтя М. А. Реформування Базельського комітету для функціонування світової банківської системи. Міжнародна наукова інтернет-конференція «Інформаційне суспільство: технологічні, економічні та технічні аспекти становлення». Збірник тез доповідей: випуск 52 (м. Тернопіль, 14 жовтня 2020 р.). – Тернопіль. – 2020. С. 31-33 (0,1 д. а.).

15. Кафтя М. А. Монетарна концепція міжнародного економічного порядку. *Актуальні проблеми використання потенціалу економіки країни: світовий досвід та вітчизняні реалії*. V Міжнародна науково-практична конференція (м. Дніпро, 28 листопада 2020 року). С. 25-27 (0,1 д. а.).

ЗМІСТ

ВСТУП	15
РОЗДІЛ 1. ТЕОРІЯ МІЖНАРОДНОГО ФІНАНСОВОГО ПОРЯДКУ..	25
1.1. Теоретичний дискурс дослідження фінансових ринків	25
1.2. Парадигмальні засади фінансової теорії міжнародного економічного порядку та її еволюція	49
1.3. Глобальний формат міжнародного фінансового порядку	69
Висновки до розділу 1	84
РОЗДІЛ 2. СТРУКТУРНІ ТРАНСФОРМАЦІЇ ФІНАНСОВОГО РИНКУ У КОНФІГУРАЦІЇ ГЛОБАЛЬНОГО ЕКОНОМІЧНОГО ПОРЯДКУ	87
2.1. Структурний вимір банківської діяльності у глобальних координатах.....	87
2.2. Функціонально-трендові модифікації світового ринку цінних паперів.....	115
2.3. Глобальні детермінанти трансформації валютного ринку	143
Висновки до розділу 2	159
РОЗДІЛ 3. РОЗБУДОВА ІНСТИТУЦІЙНО-РЕГУЛЯТОРНОЇ АРХІТЕКТУРИ ГЛОБАЛЬНОГО ФІНАНСОВОГО РИНКУ	162
3.1. Стратегічні пріоритети реформування міжнародних фінансових інститутів	162
3.2. Варіативні сценарії формування глобальної валютної системи	181
3.3. Інституційне забезпечення ефективної інтеграції фінансового ринку України у глобальний економічний простір	201
Висновки до розділу 3	220
ВИСНОВКИ	223
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	227
ДОДАТКИ	254

ВСТУП

Актуальність теми. Одним з провідних трендів глобального економічного розвитку у першій чверті XXI ст. є системні процеси фінансового глобалізму, що набувають свого концентрованого вираження у прискореній інтернаціоналізації національних фінансових систем, усуненні транскордонних бар'єрів у русі фінансового капіталу, нарощуванні масштабів і диверсифікації інвестиційно-кредитних операцій БНП і транснаціональних банків, лібералізації національних валютних, інвестиційних та кредитних ринків, а також формуванні загальнопланетарного фінансового простору з розширеним доступом усіх держав до світових фінансових ресурсів. Пануюча неоліберальна концепція фінансового глобалізму, закладаючи якісно нові парадигмальні засади міжнародного фінансового порядку, спричиняє фундаментальні якісні трансформації фінансових ринків, що виявляються на рівні усіх їх географічних, продуктових, інструментально-технологічних й інституційно-регуляторних підсистем.

Одночасно у міжнародній економічній системі спостерігається стрімке нагромадження фінансових дисбалансів та синхронізація регіональних фінансових криз, що вимагає докорінного реформування інституційно-регуляторної архітектури світового фінансового ринку у контексті забезпечення глобальної фінансової рівноваги та недопущення глибокого розбалансування світових економічних пропорцій. Глибокі якісні зміни у характері і рушійних силах розвитку міжнародних фінансових відносин з домінуванням глобальних форматів їх функціонування потребують нового рівня теоретичного осмислення сучасних трансформацій фінансових ринків у парадигмі міжнародного економічного порядку.

З-поміж наукових праць, що містять найбільш ґрунтовну розробку теоретичних основ фінансового глобалізму і міжнародного фінансового порядку, проблематику еволюції концепцій фінансових ринків, аналіз фінансових стратегій багатонаціональних підприємств і транснаціональних банків, дослідження умов і механізмів функціонування національних ринків фінансового капіталу, а також оцінку сучасного регуляторного інструментарію функціонування глобальних інститутів фінансового менеджменту, слід відзначити праці таких зарубіжних і вітчизняних вчених, як: Т. Адріан, В. Антропов, Р. Атьє, А. Ашкрафт, Н. Бабяк, О. Баула, М.Бейкер, О.Білорус, І. Благун, Х. Боескі, О. Борзенко, Т. Блудова, О. Василик, Л. Габбасова,

А.Гаврилин, С. Галенко, П. Дзюба, М. Диба, О. Виговський, Б. Ейхенгрін, Ф. Зінченко, А. Іващенко, А.Ішханов, У. Картер, П. Кенен, О. Козьменко, Л. Колінець, М.Коновалова, Л.Красавіна, І.Краснова, О. Кузьміна, О. Кузнецов, О. Любкіна, Р.Метью, С.Міщенко, Ф.Муршудлі, С. Новак, М. Обстфельд, Д. Перепелиця, Н.Погребна, З.Позсар, П.Поллард, О. Примостка, В. Пушкарьова, О. Рогач, В. Смагін, Б.Соболев, М.Статмен, Я. Столярчук, М. Тарасюк, А. Тейлор, О. Терещенко, Дж.Тобін, К. Файнштейн, Т.Фролова, О. Шаров, А. Шлапак та багатьох інших. Разом з тим, незважаючи на багатоаспектність і ґрунтовність наукових досліджень даної проблематики, дотепер недостатньо дослідженими у теоретичному і практичному плані залишаються процеси глобальних трансформацій фінансових ринків у парадигмі міжнародного економічного порядку, що обумовило вибір теми дисертації, її мету та завдання.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційну роботу виконано згідно плану науково-дослідних робіт Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана у рамках міжкафедральної науково-дослідної теми факультету міжнародної економіки і менеджменту «Стратегії національного розвитку в парадигмі глобальної економічної політики» (номер державної реєстрації 0111U007630). У рамках цієї теми автором особисто підготовлено підрозділи «Фінансова підсистема глобального ринку та її архітектура», «Стратегічні пріоритети реформування інститутів глобального фінансового менеджменту у контексті забезпечення світової економічної рівноваги» та «Ключові напрями інтеграції України у глобальний фінансовий простір».

Мета і завдання дослідження. Метою дисертації є обґрунтування фінансової теорії міжнародного економічного порядку, комплексне дослідження процесів глобальної структуризації фінансового ринку, а також визначення стратегічних пріоритетів реформування його інституційно-регуляторної архітектури.

Виходячи з мети дослідження, у роботі поставлено та вирішено такі конкретні завдання:

- розкрити теоретичний дискурс дослідження фінансових ринків;
- обґрунтувати парадигмальні засади фінансової теорії міжнародного економічного порядку та розкрити її еволюцію;
- ідентифікувати глобальний формат міжнародного фінансового порядку;
- комплексно охарактеризувати трансформації банківської діяльності у глобальних координатах;

- розкрити функціонально-трендові модифікації світового ринку цінних паперів;
- системно проаналізувати глобальні детермінанти трансформації валютного ринку;
- обґрунтувати стратегічні пріоритети реформування міжнародних фінансових інститутів;
- дати комплексну оцінку варіативним сценаріям формування глобальної валютної системи;
- конкретизувати стратегічні пріоритети інституційного забезпечення ефективної інтеграції фінансового ринку України у глобальний економічний простір.

Об'єктом дослідження є закони, еволюційні зміни та інституційні механізми функціонування глобальних ринків.

Предметом дослідження є детермінанти, характер і векторні мегатренди трансформації фінансових ринків в умовах формування глобального економічного порядку.

Методи дослідження. Дисертаційне дослідження базується на використанні принципу єдності теорії і практики, прогнозуванні розвитку економічних процесів на основі методу наукової абстракції. Для досягнення мети і розв'язання завдань дисертаційної роботи були використані наступні методи наукового дослідження глобальних трансформацій фінансових ринків у парадигмі міжнародного економічного порядку: діалектичний метод (при розкритті економічного змісту категорії «глобальний фінансовий порядок», обґрунтуванні його парадигмальних засад та визначенні альтернативних сценаріїв формування валютної системи глобального типу: пп. 1.2, 1.3, 3.2); історико-логічний метод (при узагальненні теоретичного дискурсу дослідження фінансових ринків, розкритті генезису й еволюції світового фінансового порядку: п. 1.1, 1.3); системно-структурний аналіз економічних процесів та явищ (при характеристиці домінуючих трендів глобалізаційної трансформації світового банківського сектору, фондового і валютного ринків: пп. 2.1, 2.2, 2.3); аналіз та синтез (при оцінці ефективності регуляторного інструментарію міжнародних інститутів фінансового менеджменту та обґрунтуванні стратегічних напрямів їх реформування у глобальних умовах: п. 3.1); метод кількісного та якісного порівнянь (при визначенні характеру впливу фінансового глобалізму на якісні трансформації світового валютного ринку: п. 2.3); експертних оцінок та прогнозний (при математичному обґрунтуванні ступеня впливу факторів, пов'язаних з

функціонуванням фінансового ринку України, на динаміку її ВВП, способом застосування економіко-математичного програмування, а також обґрунтуванні стратегічних напрямів інтеграції України у глобальний фінансовий простір у розрізі механізмів реформування банківського сектору, фондового ринку і небанківських фінансових інститутів: п. 3.3).

Інформаційною та статистичною базами роботи є монографічні дослідження вітчизняних і зарубіжних вчених-економістів з проблематики глобального економічного розвитку, фінансового глобалізму, розвитку національних банківських, фондових і валютних ринків; матеріали й аналітичні звіти міжнародних організацій і дослідницьких агенцій (Групи Світового банку, МВФ, Банку міжнародних розрахунків, Національного бюро економічних досліджень США, Всесвітньої федерації бірж, Форуму ЄЦБ з питань центрального банкінгу, Федерального резервного банку США, Deloitte, EY, PwC та ін.); результати наукових досліджень Академії праці і соціальних відносин Федерації профспілок України, Університету банківської справи, Академії праці і соціальних відносин, Інституту регіональних досліджень, Центру європейських політичних досліджень, Інституту економічних досліджень та політичних консультацій; офіційні матеріали Державної служби статистики України, Національного банку України, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Міністерства фінансів України та ін.

Наукова новизна одержаних результатів дисертаційного дослідження полягає в обґрунтуванні автором теоретичних засад формування глобального фінансового порядку, розкритті структурних трансформацій фінансового ринку в епоху глобалізації, а також визначенні стратегічних напрямів розбудови його інституційно-регуляторної системи.

Нові наукові положення, одержані особисто автором, які виносяться на захист, полягають у такому:

вперше:

- спираючись на глобалізаційну парадигму економічного розвитку, концептуалізовано наукові підходи щодо трансформації фінансового ринку через призму історично-еволюційного переформатування міжнародного порядку з виокремленням її передумов (гіперфінансіалізація глобального суспільного відтворення; транснаціоналізація, фрагментація, регіоналізація, мереживізація та кластерна локалізація бізнес-діяльності; падіння рівня прибутковості фінансового капіталу; посилення

синхронізації національних бізнес-циклів; системна інституціоналізація міжнародних фінансових відносин та ін.) та векторної спрямованості (перерозподіл регуляторних повноважень держави у фінансовій сфері між національними, регіональними і наднаціональними інститутами; глобалізація фінансового ринку; формування глобального попиту і глобальної пропозиції фінансового капіталу; інноватизація фінансової діяльності; динамізація обігу криптовалют; загострення міжнародної конкуренції на фінансовому ринку тощо). Обґрунтовано, що найбільш адекватною інтегруючою платформою сучасної трансформації фінансового ринку є валютна система глобального типу, що має бути сформована на основі конвергенції найбільш конструктивних елементів сценаріїв наднаціонально орієнтованої валютної системи (розширення міжнародної ліквідної бази за рахунок додаткової емісії СПЗ та їх продажу центральним банкам країн); офіційної ремонетизації золота (відновлення монетарного статусу золота та розширення його використання у структурі офіційних золотовалютних резервів країн, формування глобальної банківської системи депозитарного золота, включення золота разом зі сріблом, платиною і паладієм у корзину дорогоцінних металів, сформовану за принципом «змії»); мультивалютної системи (розширене використання регіональних валют як платіжних засобів в експортно-імпортних та інвестиційних операціях регіональних суб'єктів господарювання) та діджиталізованої валютної системи (переведення центральними банками країн у криптовалюту частини своїх офіційних валютних резервів та розширення їх застосування в якості платіжного засобу за міжнародними операціями);

удосконалено:

- трактування економічного змісту категорії «глобальний фінансовий порядок» як системи інституціоналізованих на наднаціональному рівні правил, норм і регуляторів міжнародних фінансових відносин, яка визначає ієрархічно субординовану диспозицію країн відповідно до наявного у них фінансового капіталу та розподілу світової фінансової влади з притаманною державам конкурентною боротьбою за право необмеженої емісії ключових резервних валют та встановлення контролю над транскордонними потоками фінансових активів. Розкрито генезис й еволюцію світового фінансового порядку та виокремлено її етапи за критеріями щодо домінуючих організаційно-економічних й інституційних механізмів грошового обігу й кредиту, регулювання обсягу грошової маси і процентних ставок на кредитний капітал, здійснення валютообмінних операцій та регулювання обмінних курсів національних валют: 1-й етап (Британська модель – Паризька і Генуезька валютні

системи, 1867-1943 рр.), 2-й етап (Американська модель – Бреттон-Вудська і Ямайська валютні системи, 1944 р. – дотепер). Доведено, що у глобальних умовах світовий фінансовий порядок розвивається у пост-Бреттон-Вудському форматі з переходом від моноцентризму до мультиполярності міжнародних фінансових відносин з тимчасовим відновленням ролі монетарних металів;

- математичне обґрунтування ступеня впливу факторів, пов'язаних з функціонуванням вітчизняного фінансового ринку, на динаміку ВВП держави, способом застосування економіко-математичного програмування у розрізі моніторингових показників щодо розвитку вітчизняної банківської системи, недержавних пенсійних фондів і небанківських фінансових посередників. На основі використання регресійного аналізу встановлено найбільший вплив на зростання ВВП України показників кількості діючих банків та відношення їх активів до ВВП за одночасного негативного значення коефіцієнтів пасивів банків та частки іноземного капіталу у їх статутному капіталі; серед показників діяльності недержавних пенсійних фондів найбільший вплив на результуючий показник ВВП має кількість учасників недержавних пенсійних фондів, вартість їх активів, вартісний обсяг пенсійних внесків та пенсійних виплат; натомість показники діяльності небанківських фінансових посередників підтвердили повну відсутність взаємозв'язку між ВВП та незалежними змінними;

дістали подальшого розвитку:

- ідентифікаційна характеристика домінуючих тенденцій глобалізаційної трансформації світового банківського сектору: динамічне зростання масштабів транскордонних потоків банківського капіталу; нарощування капіталізації банківського сектору та диверсифікація його операцій; зниження доходності активів і власного капіталу банків; зменшення частки непроцентних доходів у їх загальних доходах; активізація злиттів і поглинань банківських установ; глобальна мереживізація інформаційно-фінансової системи; діджиталізація банківської індустрії та ін. Доведено, що зазначені процеси, з одного боку, суттєво посилюють інтернаціоналізаційну конвергенцію національних фінансових ринків на основі транскордонного переміщення банківського капіталу, масштабування міжкраїнових і міжрегіональних переливів глобального банківського капіталу та уніфікації інституційних умов функціонування банків, а з другого – спричиняють поглиблення міжрегіональних асиметрій у розвитку банківської системи та загострення глобальної конкуренції у даній сфері;

- обґрунтування функціонально-трендових модифікацій світового ринку цінних паперів у напрямі нарощування його капіталізації; збільшення чистого припливу акціонерного капіталу каналами портфельного інвестування; зростання масштабів нагромадження іноземних портфельних інвестицій; посилення регіональної інтеграції біржових структур; формування структурованих стратегічних альянсів і союзів фондових бірж; активізації процесів сек'юритизації цінних паперів та залучення іноземних компаній у лістинг національних фондових бірж; впровадження алгоритмізованої і високочастотної торгівлі фондовими активами; системної автоматизації процесу їх ринкового обігу; активного використання інтернет-трейдингу та ін. Аргументовано, що системні трансформаційні модифікації світового фондового ринку у глобальних умовах спричиняють не тільки зміцнення конкурентних позицій традиційних гравців з числа держав з домінуючими фондово-орієнтованими моделями фінансових ринків (США, Великобританія, Канада та ін.), але й значне розширення їх географічних, організаційно-економічних і технологічних форматів за рахунок активного виведення економічними суб'єктами різних країн і регіонів емітованих цінних паперів на глобальні фондові майданчики з метою міжнародної диверсифікації джерел фінансування господарської діяльності;

- системна оцінка сучасних трансформацій світового валютного ринку на основі конкретизації їх глобальних детермінантів (вільний вибір країнами режимів валютного курсу, розширення доступу відсталих держав до джерел міжнародної валютної ліквідності, наднаціональна уніфікація системи міжнародних розрахунків, посилення координації регуляторних дій центральних банків держав-лідерів та ін.) та комплексної характеристики ключових форм прояву: конвергенція, посилення прозорості і дерегулювання національних валютних ринків; нарощування обсягів світового валютного обороту; його електронізація і діджиталізація; зростання офіційної доларизації національних економік; розширення меж використання фіктивного капіталу у глобальному ринковому обороті; консолідація національних грошових систем у рамках міжнародних валютних союзів і колективних валют та ін. Наголошено, що вказані трансформаційні зміни призводять до поглиблення асиметричності глобальних монетарних відносин та посилення їх залежності від макроекономічної і грошово-кредитної політики держав-емітентів резервних валют (США, ЄС, Великобританії, Японії, Канади, Австралії, Китаю), що актуалізує питання докорінного реформування Ямайської валютної системи у напрямі розбудови валютної системи глобального типу;

- у контексті розбудови інституційно-регуляторної архітектури глобального фінансового ринку оцінено ефективність застосовуваного в останні сімдесят років регуляторного інструментарію міжнародних інститутів фінансового менеджменту (МВФ, Групи Світового банку, Базельського комітету банківського нагляду та ін.) та встановлено його неадекватність вимогам глобальної фінансової політики в силу нездатності нівелювати надмірні коливання кон'юнктури фінансових ринків і бізнес-активності; регулювати глобальні фінансові дисбаланси та глобальну валютну ліквідність; згладжувати коливання бізнес-активності і волатильність валютних курсів. Обґрунтовано стратегічні напрями реформування міжнародних фінансових організацій з метою підвищення якості та результативності їх діяльності: розширення функціональних компетенцій МВФ щодо моніторингового контролю за процесами транскордонного руху капітальних ресурсів та каналами їх переказу; докорінний перегляд країнових квот у статутному капіталі організацій у напрямі їх перерозподілу на користь країн, що розвиваються, і держав з новостворюваними ринками; запровадження на інституційній платформі Світового банку солідарної системи глобального фінансового управління, впровадження наднаціональної системи прогнозування світових фінансових криз та розроблення глобальної пруденційної політики; запровадження системи міжнародної фінансової відповідальності країн за нарощування боргів, надвиробництво фіктивного капіталу, надспоживання фінансових й інвестиційних ресурсів; запровадження глобального режиму регуляторного нагляду за діяльністю хедж-фондів, міжнародних рейтингових агенцій, позабіржових ринків деривативних інструментів та ін.;

- обґрунтування стратегічних напрямів інтеграції фінансового ринку України у глобальний економічний простір на основі формулювання універсальних щодо міжнародних стандартів принципів національної фінансової політики (захист національних інтересів, верховенство міжнародного фінансового права, відкритість, транспарентність, прогнозованість, недискримінація іноземних суб'єктів) та визначення механізмів реформування вітчизняного банківського сектору (інноватизація цифрового банкінгу, перенесення банківських операцій в онлайн-сегмент; приведення у відповідність до європейських стандартів діючих систем управління банківськими ризиками, корпоративного управління, захисту прав кредиторів, позичальників й інвесторів; імплементація у банківську практику міжнародних регуляторних вимог Базель III; перехід НБУ до реалізації дискреційної монетарної політики та ін.); фондового ринку (унормування сек'юритизаційних

операцій з фінансовими активами; приведення у відповідність до стандартів ЄС діючої системи корпоративного управління та регулювання ринкового обігу похідних фінансових інструментів; запуск ринкового обігу структурованих фінансових продуктів способом комбінування інвестиційних інструментів різних класів та ін.) і небанківських фінансових інститутів (надання недержавним пенсійним фондам тимчасового права на вкладення залучених грошових коштів у високоякісні фінансові інструменти, емітовані урядами іноземних держав та глобальними компаніями; заснування в Україні спеціальних фондів компенсування втрат інвестиційних капіталовкладень; впровадження систем пруденційного нагляду і ризик-менеджменту діяльності страхових компаній та ін.).

Практичне значення одержаних результатів полягає у тому, що основні теоретичні положення, висновки і рекомендації, сформульовані автором у дисертації, можуть слугувати методологічною базою для розробки ефективних механізмів інтеграції фінансового ринку України у глобальний економічний простір. Наукові розробки, висновки і практичні рекомендації автора були використані: Всеукраїнською асоціацією фінансових компаній (довідка про впровадження від 25.11.2020 р.); Громадською спілкою «Ірпінська Агенція Розвитку» (довідка про впровадження від 20.04.2020 р.); ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» (довідка про впровадження від 25.11.2020 р.).

Особистий внесок здобувача. Усі наукові результати, які викладені у дисертаційному дослідженні та виносяться на захист, одержані автором особисто.

Апробація результатів дослідження. Основні положення дисертаційної роботи доповідалися та обговорювалися на шести міжнародних і всеукраїнських наукових, науково-теоретичних та науково-практичних конференціях: всеукраїнській науково-практичній конференції «Міжнародне науково-технічне співробітництво: принципи, механізми, ефективність» (м. Київ, 14 вересня 2019 р.); VI міжнародній науково-практичній конференції «Сучасні тенденції розвитку світової економіки: нові виклики та проблеми» (м. Одеса, 19 квітня 2019 р.); міжнародній науково-практичній конференції «Економічні та інноваційно-інвестиційні процеси в умовах змін ринкового середовища» (м. Львів, 24 жовтня 2020 року); міжнародній науково-практичній конференції «Стратегічні пріоритети розвитку економіки, обліку, фінансів і права» (м. Полтава, 7 жовтня 2020 р.); міжнародній науковій інтернет-конференції «Інформаційне суспільство: технологічні, економічні та технічні аспекти становлення» (м. Тернопіль, 14 жовтня 2020 р.); V міжнародній науково-практичній

конференції «Актуальні проблеми використання потенціалу економіки країни: світовий досвід та вітчизняні реалії» (м. Дніпро, 28 листопада 2020 року).

Публікації. Основні положення і наукові результати дослідження опубліковано дисертантом самостійно і у співавторстві у 15 працях загальним обсягом 6,2 д. а., у тому числі 2 статтях у зарубіжних наукових виданнях; 7 статтях у наукових фахових виданнях України, що входять до реєстру міжнародних наукометричних баз; 6 публікаціях в інших виданнях. Загальний обсяг опублікованого матеріалу, що належить особисто дисертантові, становить 6,2 друкованих аркушів.

Структура та обсяг дисертації. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків та списку використаних джерел. Загальний обсяг дисертаційної роботи становить 213 сторінок комп'ютерного тексту. У тексті дисертації розміщено 44 рисунки на 32 сторінках, 23 таблиці на 18 сторінках, 9 додатків на 10 сторінках. Список використаних джерел налічує 354 найменування на 27 сторінках.

РОЗДІЛ 1.

ТЕОРІЯ МІЖНАРОДНОГО ФІНАНСОВОГО ПОРЯДКУ

1.1. Теоретичний дискурс дослідження фінансових ринків

Фінансові ринки практично з самого початку їх формування у період завершення аграрного перевороту і первинного нагромадження капіталу у XIV – XVIII ст. стали об’єктом наукового осмислення багатьох зарубіжних і вітчизняних учених, котрі розглядали процеси їх становлення й еволюційного розвитку через призму промислової революції, поглиблення суспільного поділу праці і формування промислового капіталізму. Як система економічних відносин між ринковими агентами з приводу формування і використання фондів грошових ресурсів, що перебувають у постійному русі на основі розподілу і перерозподілу валового внутрішнього продукту, фінансові ринки розглядаються у теоретичному дискурсі, головним чином, в якості найважливішого інституційного механізму кредитування економічної діяльності, мобілізації й урівноваження попиту і пропонування капітальних ресурсів, а також здійснення грошово-обмінних операцій і розміщення фінансових ресурсів у виробництві.

Є всі підстави стверджувати, що фінансовий сегмент ринкової системи являє собою об’єкт наукового дослідження з найбільш тривалою історією аналітичного моніторингу, що дає змогу конкретизувати основні тренди його структурної динаміки на різних етапах світогосподарського розвитку. Це вимагає формування цілісного теоретичного дискурсу дослідження фінансових ринків з метою з’ясування логіки розвитку їх теорій як концептуального відображення сутнісної природи світогосподарських трансформацій у фінансовій сфері та їх ролі у процесах суспільного відтворення.

Системне дослідження еволюції фінансових ринків засвідчує, що вони є продуктом історичного розвитку світового господарства, а відтак – зазнавали постійних трансформаційних змін як за речовим змістом, так і суспільними формами прояву у відповідності до дії головних трендів розвитку міжнародної економічної системи. Окремі згадки про особливості функціонування фінансових

ринків та їх місце в економічній системі суспільства знаходимо ще у донауковий історичний період з часів Вавилону, Стародавньої Греції та Риму до етапу пізнього середньовіччя. Зокрема, ще у II тисячолітті до н. е. у Вавилоні зароджується усталена банківська традиція щодо реалізації операцій зі зберігання грошових коштів; а з часом тут же активно розвивається практика строкового кредитування економічних суб'єктів на умовах процентних платежів та застави нерухомого майна, кораблів і товарних вантажів. На рубежі VI – V ст. до н. е. древні фінікійці активно надають фінансові послуги економічним суб'єктам Східного Середземномор'я, а фінікійські міста Тир і Сидон стають найбільшими на той час фінансовими центрами стародавнього світу [213, с. 32].

Своєю чергою, період середніх віків характеризується, з одного боку, певним занепадом концептуалізації проблематики функціонування фінансових ринків в силу панування натурального способу господарювання, а з другого – становленням специфічних за своїм характером фінансових операцій під впливом церкви, а отже – появою цілої низки концепцій, присвячених аналізу їх ролі в суспільному економічному прогресі. Зокрема, у роботах схоластів знаходимо розроблення питань щодо ціноутворення, встановлення справедливих цін на товари і послуги, критеріїв етичної поведінки економічних суб'єктів, недопущення практики лихварства та ін. Так, Ф. Аквінський у своїх роботах обґрунтовує об'єктивну необхідність реалізації країнами активної податкової політики із недопущенням практики боргового фінансування державних видатків як такого, що «розмиває» інститут держави та послаблює авторитет правителя у суспільстві. Своєю чергою, ще один відомий середньовічний схоласт Н. Орезма написав трактат про гроші, що увійшов до плеяди піонерних в історії людства досліджень економічної проблематики [213, с. 33].

Наукове ж осмислення проблематики фінансових ринків як багаторівневої системи економічних відносин, що виникають у процесі ринкового обміну економічних благ з використанням грошових ресурсів, фактично бере свій початок з формування у кінці XV ст. капіталістичних відносин. З цього часу фінансова проблематика стає актуальним об'єктом наукових досліджень багатьох учених, котрі, виходячи з діючих на кожному історичному етапі закономірностей і трендів

розвитку національних економічних систем, робили спроби визначити місце фінансових ринків у їх еволюційному прогресі. Так, у межах теоретичних підходів *меркантилізму*, становлення якого припало на період первинного нагромадження капіталу, найбільш глибокі дослідження фінансової проблематики знаходимо у роботах Дж. Ботеро, Ж. Бодена, А. Джевонезі, Д. Карафи, Д. Лоу, Т. Мена, А. Монкретьєна, Г. Скарuffі, В. Стаффорда, Д. Стюарта, С. Фортрея та багатьох інших мислителів [126; 108; 169; 52; 235; 251; 326]. Основна їх увага концентрується на питаннях щодо визначення джерел формування багатства націй, нагромадження грошей у формі дорогоцінних металів, розбудови державних податкових і митних систем, звільнення від оподаткування експортних операцій з товарами, диверсифікації джерел наповнення доходної частини державних бюджетів тощо. Зокрема, на думку Ж. Бодена, запорукою ефективного фінансового господарства будь-якої країни є оптимальне співвідношення державних доходів (насамперед від домену і митних податків) і видатків. При цьому учений демонструє доволі обережне ставлення до системи державного оподаткування, яку він вважає потужним деформуючим фактором, здатним не тільки дестабілізувати відносини між правителем і його підданими, але й призвести навіть до народних повстань.

На новий щабель теоретичну концептуалізацію проблематики фінансових ринків і фінансового капіталу було піднесено у період заснування у XVII ст. *школи класичної політекономії*. Її представники (Г. Торнтон, А. Сміт, Д. Рікардо, С. Дж. Лойд, Р. Торренс, Дж. У. Норман, Т. Тук та ін. [149; 162; 164]) розробили першу цілісну концепцію капіталістичного нагромадження, заклавши методологічні основи теорії державних фінансів і ринку капіталу. При цьому їх основний дослідницький інтерес у контексті аналізу філософії розвитку фінансових ринків акцентується на питаннях статичної рівноваги економічної системи, раціональності ринкової поведінки економічних агентів і закономірностей кругообігу грошових і капітальних ресурсів в економіці через призму їх участі у виробництві економічних благ. Так, А. Сміт, кваліфікуючи процеси капіталістичного нагромадження в якості головного чинника економічного розвитку, доводить, що саме вони лежать в основі формування фінансового ринку

як інституційної платформи трансформації заощаджень у промисловий капітал [214, с. 50].

У своїй роботі «Дослідження про природу і причини багатства народів» А. Сміт обґрунтовує джерела формування фінансового капіталу – землю, працю та капітал, одночасно розглядаючи їх в якості базової економічної основи фінансової системи будь-якої країни. Найбільший інтерес при цьому викликають розробки ученого у царині аналізу державних доходів, у системі яких він виділяє податкові і неподаткові види з акцентуванням особливої дослідницької уваги на неподаткових доходах, що формуються на основі підприємницької діяльності та ринкового обігу капітальних ресурсів і державного майна. З урахуванням відносно низького рівня рентабельності державних інвестиційних капіталовкладень, у роботах А. Сміта актуалізується також питання щодо регулювання державою (як власницею землі й інших національних ресурсів) економічної діяльності [213, с. 37]. Як бачимо, прогресивні висновки ученого щодо формування фінансового капіталу не втратили своєї актуальності і дотепер.

Своєю чергою, Д. Рікардо, розвиваючи теоретичні напрацювання А. Сміта у царині дослідження фінансового ринку, розглядає його як механізм розв'язання найгостріших завдань макроекономічного зростання. Найвагомим його здобутком можна вважати розроблення теоретичної моделі вирівнювання норми рентабельності на вкладений інвестиційний капітал на основі механізмів міжгалузевого переливу капітальних ресурсів [335, с. 138]. Саме Д. Рікардо розробив інноваційну у свій час теорію оподаткування, яка знайшла своє відображення у його роботі «Початок політичної економії та оподаткування». Методологічним ядром цієї теорії стало вчення ученого про ренту і заробітну плату як джерело фіску. На думку Д. Рікардо, усі податки мають сплачуватись головним чином з підприємницьких прибутків власників капіталу і лише окремі – з земельної ренти. Інакше кажучи, головний податковий тягар має бути перекладений, на переконання ученого, на прибутковий бізнес, зменшуючи його рентабельність та забезпечуючи у такий спосіб наповнення доходної частини державного бюджету [222, с. 41-42]. Як бачимо, ця прогресивна ідея відбиває по суті такий важливий

тренд економічного розвитку як його соціалізація, що знаходить своє комплексне відображення у багатьох державних податкових політиках другої половини ХХ ст.

Позитивна роль класичної політекономії у дослідженні фінансових ринків та процесів транскордонного переміщення капітальних ресурсів вбачається нами передусім у її універсальності. Вона впливає з використання її представниками в якості основного методологічного засновку всезагальної теорії нагромадження капіталу, а отже – можливостей її використання для системного дослідження процесів становлення і розвитку фінансового ринку будь-якої країни. Не слід скидати з рахунків і того факту, що характерне для класиків політичної економії пояснення рушійних сил розвитку національних фінансових ринків через призму капіталістичного нагромадження заклало потужний методологічний фундамент багатьох сучасних теорій економічного розвитку, ставши наріжним каменем фундаментальних наукових розробок з проблематики еволюційного розвитку національних фінансових ринків і в епоху глобалізації соціально-економічних процесів.

З далішим розвитком капіталістичних відносин, у зв'язку з формуванням якісно нових трендів їх трансформаційних змін у кінці ХІХ ст. – на початку ХХ ст., основні положення класичної політекономії щодо пояснення змістовної сутності фінансових ринків і факторів, що спричиняють їх розвиток і структурну диверсифікацію, були піддані серйозній методологічній ревізії. Це обумовлюється насамперед тим фактом, що друга половина ХІХ ст. знаменується динамічним розвитком виробничих відносин та радикальними змінами у системі їх організації й управління, механізмах розподілу підприємницьких доходів та принципах виробничого менеджменту. Зазначені зміни не тільки справили безпрецедентний вплив на структурну динаміку розвитку фінансових ринків країн, але й каталізували процеси нарощування масштабів транскордонного руху капітальних ресурсів.

Таким чином, на новий теоретичний рівень проблему фінансових ринків у цей період було піднесено у *неокласичній економічній теорії*. Її фундаментальний методологічний базис було сформовано у роботах Д. Бейтса, Л. Вальраса, В. Джевонса, Е. Еджуорта, Дж. Кларка, А. Маршалла, К. Менгера, Дж. Міда, А. Пігу,

Дж. Стігліца, І. Фішера та багатьох інших [34; 165]. Методологічним ядром неокласичного розуміння фінансових ринків є ключова ідея щодо їх визначальної ролі у процесах капіталістичного нагромадження на основі внутрішнього і зовнішнього заощадження капіталу (як основи динамізації інвестиційних процесів), нарощування рівня капіталоозброєності виробництва, а отже – підвищення продуктивності суспільної праці. Так, на основі системного синтезу основних теоретичних досягнень маржиналістської й історичної економічної школи у царині досліджень проблематики фінансів і національних фінансових ринків, А. Маршалл обґрунтовує змістовну сутність процента на інвестований капітал як винагороди за втрати очікування матеріальних ресурсів, а сам процес нагромадження капіталу розглядає через призму результату його очікування [296, с. 311].

У творах А. Маршалла ми знаходимо і перші в історії економічної думки трактування капіталістичної системи як ринкового майданчика високоорганізованого обігу цінних паперів, на якому центральне місце посідає фондова біржа як базова основа інституціоналізації усіх інших сегментів світового ринку. Однак, найбільш значимими у дослідженні процесів становлення й еволюційного розвитку національних фінансових ринків стали на той час теоретичні розробки ученого у царині аналізу акціонерних відносин й акціонерного капіталу як рушійної сили формування великих монополістичних об'єднань й підприємницьких структур. При цьому основна увага А. Маршалла концентрується на конкурентних перевагах подібних об'єднань, що пов'язані як з високим рівнем їх організаційної й функціональної гнучкості, так і вагомим внеском акціонерних форм капіталу у розвиток економічної діяльності і ринкових структур різного рівня [296, с. 22-23].

Ще одна особливість неокласичних підходів у дослідженні фінансових ринків полягає у комплексному аналізі процесів їх глибокої конвергенції з реальним сектором економіки. При цьому вважається, що саме у надрах останнього формується фінансовий сектор, цільова мотивація функціонування якого полягає в обслуговуванні економічних агентів на основі задоволення їх потреб у фінансуванні виробничо-комерційної діяльності. Характеризуючи неокласичну

парадигму дослідження фінансових ринків, не можна оминати увагою і таку її особливість як акцентування особливої уваги на механізмах багаторівневої взаємодії і взаємозв'язку ринку капітальних ресурсів та фінансово-господарської діяльності національних і транснаціональних компаній. Саме такий методологічний засновок неокласичної школи фінансів найбільшою мірою відповідає нинішньому етапу глобалізаційних процесів у фінансовій сфері, що набувають концентрованого вираження у глибокій конвергенції національних систем і моделей бухгалтерського обліку, всебічній лібералізації міжнародних торговельних й інвестиційних режимів, формуванні відкритих зовнішньому світу національних економічних систем та максимальній економічній свободі економічних агентів різної національної належності.

Незважаючи на постійну увагу, що її приділяли учені різних країн проблематиці розвитку національних ринків фінансового капіталу, самої категорії «фінансовий ринок» як і її однозначного трактування, не існувало практично до кінця XIX ст. У цей період дослідження процесів становлення й еволюційного розвитку фінансових ринків було своєрідною реакцією науковців на фундаментальні структурні зміни у світогосподарській системі. Йдеться насамперед про світові тренди зрощування промислового і банківського капіталу, формування світової фінансової олігархії, переходу держав-лідерів до монополістичної стадії розвитку капіталізму, прискорення темпів нагромадження фінансового капіталу та наростання асиметрії у його територіальному і міжгалузевому розподілі, зростаючої інтеграції регіональних ринків цінних паперів, активізації участі інвестиційних банків у процесах концентрації і централізації капіталу. Національні фінансові ринки країн у цей період отримують потужного імпульсу розвитку також під впливом динамічної розбудови світової інформаційно-комунікаційної системи та прокладення трансатлантичного кабелю між Європою й Америкою. Це забезпечило не тільки глибоку конвергенцію регіональних фінансових ринків, але й стрімке нарощування їх капіталізації, загострення конкурентної боротьби між їх біржовим і позабіржовим сегментами, а також диверсифікацію фондових інструментів зі зростанням масштабів ринкового обігу корпоративних акцій й облігацій.

Не випадково, що саме з кінця XIX ст. у світовому теоретичному дискурсі актуалізується фундаментальне наукове осмислення проблематики взаємозв'язку банківського і промислового капіталу, а також функцій і ролі фінансово-кредитних інституцій у забезпеченні макроекономічного зростання з його виходом далеко за рамки власне кредитних операцій. Як результат – поява наукових теорій фінансового капіталу, де знаходимо трактування змістовної сутності і природи фінансового ринку. Першою з таких теорій став *марксизм*, у рамках якого проблематика фінансового капіталу отримала своєї найглибшої розробки у третьому томі «Капіталу». Саме тут було визначено сутність позикового капіталу і позикового процента, фондового ринку і руху цінних паперів. Так, у К. Маркса була своя система поглядів не тільки на природу позикового процента, але й джерела його формування – процесу виробництва, що генерує додану вартість. При цьому він розглядає дивіденд як перетворену форму доданої вартості, тобто як один з різновидів вторинних доходів [335, с. 138], що їх отримують економічні агенти сфери нематеріального виробництва, не зайняті продуктивною працею у процесі перерозподілу національного доходу.

Ще одна важлива заслуга К. Маркса щодо теоретичної операціоналізації проблематики фінансових ринків – це розкриття сутності фіктивного капіталу, втіленого у цінних паперах, однак позбавленого власної вартості (хоч деякі види цінних паперів репрезентують реальний капітал). На його думку, цінні папери є нічим іншим як титулами власності, що репрезентують капітал, тоді як реальний (фізичний) капітал вкладається у виробництво. Не заперечуючи важливої ролі цінних паперів і фінансових ринків у функціонуванні капіталістичної ринкової системи, К. Маркс дає комплексну характеристику фіктивного капіталу. Останній, на переконання ученого, завжди функціонує у дуалістичній формі – як втілений у капіталі титул власності і як капітал, інвестований у реальне виробництво у непрямий спосіб. Йдеться про те, що цінні папери або засвідчують надання грошових ресурсів у позику (у випадку облігаційних інструментів, що втілюють у собі кредитні відносини), або репрезентують титул участі у капіталі підприємств з наданням права на отримання доходу від співволодіння ним (у випадку акційних інструментів). Як наголошує К. Маркс: «Боргові зобов'язання, що видані за взятий

спочатку у борг, а потім вже давно витрачений капітал ... функціонують для своїх власників як капітал, оскільки вони є цілком придатними для продажу товарами» [294, с. 19]. У такий спосіб забезпечується не тільки зростання вартості реального капіталу, але й його ринковий кругообіг, динамізація розвитку матеріального виробництва. Одночасно, функціонування фіктивного капіталу в економічній системі суспільства стає головним драйвером перевиробництва товарів і послуг, формуючи передумови перманентного нагромадження економічних дисбалансів, а отже – регулярно повторюваних економічних криз.

Методологічна цінність марксистського підходу у дослідженні національних фінансових ринків полягає насамперед у його системності, незаперечній логічності і внутрішній цілісності. Саме марксизм вперше в їх аналізі концентрується на механізмах впливу на структурну динаміку фінансових ринків таких факторів як транснаціоналізація та монополізація капіталу і виробництва. Кваліфікуючи цивілізаційний процес як послідовну зміну суспільно-економічних формацій [203, с. 18], марксистичні досліджували і відповідні зміни, котрі відбувались у розвитку ринків цінних паперів та їх еволюційній трансформації.

Однак, марксизм значною мірою базувався на «вузькому» ідеологізованому і класовому підходах до трактування сутності фінансового капіталу, що суттєво обмежують аналітичні рамки його дослідження в економічній системі капіталізму. Крім того, поза його увагою залишились такі прикладні аспекти функціонування фінансових ринків як-от: роль банківських установ у становленні і функціонуванні промислово-фінансових груп, вплив фінансового капіталу і фінансової олігархії на структурні трансформації національних економічних систем. Між тим, світовий досвід засвідчує, що саме ці чинники суттєво скоригували теоретичні уявлення щодо сучасної природи, характеру і закономірностей ринкового кругообігу фінансового капіталу, а також ключових трендів структурної динаміки фінансового ринку.

Масштабні структурні трансформації, яких зазнало світове господарство на початку XX ст., поряд з динамізацією розвитку фінансового капіталу та стрімким нарощуванням капіталізації регіональних фінансових ринків одночасно потребували й адекватного їх інституційного забезпечення з посиленням ролі

державного регулювання їх функціонування і структуризації. Значна актуалізація даного питання була викликана тим фактом, що стихійний ринковий механізм, його інструменти вільної конкуренції, вільного ціноутворення та стихійного міжгалузевого переливання капіталу були здатні забезпечувати макроекономічну рівновагу лише за умов низького рівня концентрації виробництва і капіталу [339, с. 22]. За умов же монополізації суспільного виробництва відбувається значне поглиблення асиметрії розвитку національних економік, а отже – нагромадження тут кризових явищ, що потребує впровадження ефективних інструментів і важелів державного антициклічного регулювання.

Саме ці причини спричиняють серйозну ревізію ключових засад класичної теорії на початку XX ст. у бік комплексного дослідження механізмів впливу інституту держави на динаміку таких економічних пропорцій як сукупний попит і пропонування, заощадження і нагромадження капіталу, валовий внутрішній продукт і національний дохід, нагромадження і споживання національного доходу, рівень цін та прибутків тощо. Це знайшло найбільш повного свого відображення у *кейнсіанській теорії загальної рівноваги*, що стала по суті реакцією на об'єктивну потребу розкриття філософії розвитку економічних криз з погляду їх рушійних сил, механізму і векторної спрямованості. Так, теорія фінансового ринку англійського економіста Дж. М. Кейнса знаменує собою якісно новий на той час методологічний підхід до концептуалізації ролі і місця фінансового ринку у процесі відтворення суспільного продукту. Вона увійшла у глибокий «концептуальний відрив» від теорій капіталу К. Вікселля та І. Фішера, оскільки, зародившись під впливом масштабної економічної кризи 1929-1933 рр., кейнсіанська теорія стоїть на методологічних позиціях об'єктивної неможливості автоматичного досягнення рівноважного стану економічної системи у силу невизначеності і непрогнозованості трендів розвитку фінансових ринків. Як справедливо відзначав Дж. М. Кейнс: «Найбільшими пороками економічного суспільства ... є його нездатність забезпечити повну зайнятість, а також його довільний і несправедливий розподіл багатства і доходів» [269, с. 102-113].

Досліджуючи процеси відтворення суспільного капіталу у масштабах національних економік, Дж. М. Кейнс наголошує на необхідності досягнення

макроекономічної стабільності на основі реалізації державою регуляторних заходів у сфері стимулювання споживчого попиту, підтримки інвестиційної активності через регулювання процентної ставки та забезпечення граничної ефективності капіталовкладень. При цьому значна увага з боку ученого приділяється питанням регулювання системи відносин між державою і банківськими установами з приводу інвестиційних капіталовкладень в економіку та ліквідності фінансових ринків, яку він вважає головним драйвером «спекулятизації» фондових бірж, а отже – нагромадження фінансових дисбалансів в економічній системі суспільства.

Ще однією заслугою Дж. М. Кейнса став комплексний аналіз фінансового сектора у контексті його оподаткування та впливу на його функціонування спекулятивних операцій. Йдеться насамперед про здійснений ученим поділ фондових операцій на спекулятивні й інвестиційні з обґрунтуванням виключної важливості в економічному прогресі довгострокового реального інвестування. Воно докорінно відрізняється від спекулятивної діяльності, яка на кшталт казино «в інтересах суспільства має бути недоступною і дорогою» [167, с. 3]. З метою трансформації спекулятивного капіталу у реальний інвестиційний ресурс та зниження мотивації ринкових агентів до здійснення спекулятивних операцій Дж. М. Кейнс пропонує значно підвищити рівень податків на операції з цінними паперами, що повною мірою відповідає сучасній міжнародній практиці боротьби з біржовими спекуляціями.

Яскравим свідченням вагомості ролі кейнсіанства у теоретичному дискурсі дослідження фінансових ринків та практиці їх державного регулювання є той факт, що у післявоєнний період практично усі розвинуті країни світу активно реалізовували кейнсіанські заходи антикризового управління. Більше того, саме у кризові періоди національних бізнес-циклів уряди держав завжди беруть на озброєння базовий інструментарій кейнсіанської теорії у частині боротьби з безробіттям, державного фіскального, бюджетного, валютного і монетарного регулювання. Підтвердженням історичної ролі вчення Дж. М. Кейнса в еволюції теоретичного дискурсу фінансових ринків є і той факт, що його прогресивна ідея щодо оподаткування спекулятивних операцій у 1970-1990-х роках була суттєво розвинута у теорії інвестування Дж. Тобіна [184, с. 153-159]. В її основі лежить ідея

щодо пріоритетності для інвесторів фактору ліквідності інвестиційного портфеля (порівняно з рівнем його ризикованості), коли зміна процентної ставки на фінансові активи не відбиває рівня еластичності попиту на них, а характеризує лише загальний приріст поточної ставки до визначеного її очікувано-фіксованого рівня. При цьому вагомий вплив на доходність фінансових активів справляє, на думку Дж. Тобіна, діюча система оподаткування, що засвідчує мотиваційні устремління інвесторів на диверсифікацію своїх портфелів заради оптимізації податкових платежів [84].

Як один з представників кейнсіанської школи, Дж. Тобін вважає класичну теорію А. Сміта про «невидиму руку ринку» повністю дискредитованою і не здатною адекватно відображати реальні процеси у сфері міжнародних інвестиційних процесів. Головний методологічний засновок інвестиційної теорії Дж. Тобіна полягає в обґрунтуванні щільного кореляційного зв'язку між інвестиційними витратами компанії і співвідношенням її ринкової вартості на фондовому ринку щодо відновлюваної вартості акціонерного капіталу [335, с. 140]. Йдеться про те, що за умов підвищувальної цінової динаміки акцій компанії суттєво полегшується процес фондового фінансування її інвестиційних програм і проектів з причин стрімкого збільшення її ринкової вартості на фондовому ринку. Така компанія у своїй корпоративній стратегії дедалі більшою мірою орієнтується на нарощування інвестиційних витрат, що має своїм наслідком як зростання масштабів реального виробництва, так і її зростаючу схильність до реалізації спекулятивних операцій на фондовому ринку.

З огляду на це, Дж. Тобін пропонує запровадити невеликий за розміром (на рівні від 0,5 до 1% вартості операції) міжнародний податок на валютні операції та трансакції з будь-якими, номінованими в іноземних валютах, фінансовими інструментами (так званий податок Тобіна). На його переконання, запровадження такого податку здатне не тільки значно підвищити розмір трансакційних витрат на проведення спекулятивних операцій з номінованими в іноземних валютах фінансовими активами (як головного драйвера нестабільності світової валютно-фінансової системи), але й зробити їх низькоприбутковими (а то й неприбутковими), а також знизити волатильність валютних обмінних курсів [184,

с. 153-159]. Це підтверджують розрахунки авторитетних міжнародних експертів, згідно яких купівля спекулянтом іноземної валюти строком на один день з доходністю на рівні 551,3% річних після сплати ним подвійного податку на купівлю і продаж валюти приносить йому такий же самий дохід, що й інвестиційні капіталовкладення у національній валюті на той самий термін під 4% річних (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

Розмір річної процентної ставки доходності за валютообмінними операціями з виплатою податку Тобіна, що відповідає доходності інвестицій у національній валюті на рівні 4% річних [167, с. 4]

Термін операції	Ставка оподаткування спекулятивних операцій (ставка податку Тобіна)	
	0,5%	1,0%
Один день	551,3	4016,7
Три дні	90,7	250,9
Один тиждень	35,6	77,2
Один місяць	11,0	18,5
Три місяці	6,6	9,4
Один рік	5,0	6,1
П'ять років	4,6	5,3

За іншими ж розрахунками, навіть за низької ставки податку Тобіна витрати на його сплату будуть значними для усіх короткострокових валютообмінних операцій. Зокрема, при ставці даного податку на рівні 0,25% валютообмінна операція зі зворотним обміном матиме витрати на рівні 60% її суми на рік, якщо здійснюватиметься щодня, 12,5% – щотижня і 3% – щомісяця [230, с. 35]. У 1970-х роках важлива ідея Тобіна щодо оподаткування валютообмінних операцій була не тільки суттєво розвинута у працях його послідовників, але й поширена на усі фінансові трансакції з усіма фінансовими інструментами.

У додатку А узагальнено концептуальні підходи учених – послідовників податку Тобіна, які засвідчують їх підвищену увагу до даного питання як у 1980-1990-х роках, так і у сучасну епоху. З даних табл. 1.2 можна зробити висновок про доволі варіативні підходи різних учених як щодо об'єкту оподаткування та переліку безподаткових операцій, так і розрахунку ставки податку, рівня його застосування й адміністрування, а також розпорядження податковими коштами.

Принагідно особливо відзначити, що практично усі підходи характеризуються при цьому уніфікованістю стратегічних цілей застосування податку Тобіна, а саме: досягнення фінансової стабільності, зниження обсягів короткострокових спекуляцій і волатильності валютних курсів.

Світовий досвід засвідчує широко поширену практику запровадження країнами різних варіантів податку Тобіна та інших податків на фінансові операції, що діють нині у багатьох державах Європи, Гонконзі, Китаї, Сінгапурі, США та інших країнах. Як приклад, можна навести оподаткування операцій купівлі-продажу акцій у Швеції, що реалізується з 2009 р. на інституційній платформі спеціальних стабілізаційних фондів загальнодержавного рівня.

Між тим, тут ще у 1989 р. було запроваджено 0,002%-ну ставку податку на купівлю-продаж цінних паперів з фіксованим доходом з терміном погашення до 90 днів та 0,003%-ну ставку – для облігацій з терміном погашення п'ять і більше років. У Великобританії функції податку Тобіна виконує гербовий збір на купівлю акцій британських емітентів, що діє тут з 1808 р. У період з 1963 р. до 1984 р. ставка даного податку коливалась у діапазоні від 1 до 2%, а з 1984 р. вона була знижена до 0,5%. З періоду глобальної фінансової кризи 2007-2010 рр. податок Тобіна було запроваджено у Франції, а у 2013 р. податок на фінансові операції набув чинності в одинадцяти країнах Європейського Союзу, що виробляють нині понад 90% валового внутрішнього продукту єврозони [230, с. 39-40].

Характеризуючи теоретичний дискурс дослідження фінансових ринків, не можна оминати увагою і *монетаристський напрям економічної науки*, що набув найглибшої розробки у працях представників чиказької школи. Найвідомішим його представником є Лауреат Нобелівської премії за 1976 р. М. Фрідман, а з часом прихильники і послідовники монетаризму (К. Бруннер, Ф. Кейген, Д. Лейдлер, А. Мельтцер, Д. Штайн, А. Шварц, Ю. Фама та ін.) суттєво зміцнили його методологічний базис у статусі провідної економічної теорії сучасного мейнстріму. Монетаризм стоїть на концептуальних позиціях щодо необхідності забезпечення стійкості економічної системи на основі досягнення тісного рівня кореляційної залежності між грошовою масою в обігу та динамікою основних макроекономічних показників. Монетаризм, як власне і кейнсіанство, у дослідженні фінансових

ринків практично виводить за рамки аналіз механізмів їх взаємодії з реальним сектором економіки, оскільки вважає, що підприємницький сектор за будь-яких умов здатен мобілізувати необхідний йому фінансовий ресурс. А вартісний обсяг останнього залежить лише від величини процентної ставки, що її формує рівновага на грошового ринку [331, с. 23].

Рішуче заперечуючи кейнсіанські підходи щодо державного регулювання соціально-економічних процесів, монетаризм спирається на визначальну роль у розвитку суспільного виробництва обсягу грошової маси в обігу. Йдеться про те, що надмірна грошова емісія вважається монетаристами головною причиною «розкручування» інфляційних процесів в економіці, а отже – нагромадження кризових явищ. Звідси випливають ключові монетаристські рецепти стабілізації економічної системи і введення її у рівноважний стан – реалізація заходів стабілізації бюджету та всебічне стримування зростання грошової маси в обігу. Більше того, монетаристи вважають державне регулювання головним джерелом перманентних економічних коливань з причин негнучкості цін і рівнів заробітних плат, а також послаблення здатності ринку до саморегулювання. Виходячи з цих міркувань, перевага у монетаризмі надається політиці грошового таргетування, основу якого становить регулювання процесу нарощування грошової маси в обігу з урахуванням минулих довгострокових тенденцій динаміки виробництва, грошової маси і швидкості обігу грошей [203, с. 30, 95].

Загалом, починаючи з 1970-х рр., монетарна парадигма фінансових ринків стає домінуючою в економічній політиці багатьох країн світу, особливо тих, де інфляція досягла високого рівня, а фінансова криза дедалі більшою мірою вмотивовувала до відмови від кейнсіанських моделей макроекономічного регулювання. Саме монетаристи найбільш аргументовано на той час пояснювали причини інфляційних процесів в економіці, даючи при цьому конкретні заходи й інструменти їх протидії на основі регулювання грошової маси в обігу; а сам монетаристський експеримент кінця 1970-х – початку 1980-х рр. став першим кроком до утвердження у світовому масштабі неоліберальної економічної моделі.

Однак, вже з 1990-х років монетаристські рецепти макроекономічного регулювання у чистому вигляді практично не спрацьовують в силу значного

ускладнення національних фінансових ринків, наростання їх нестабільності і нерівноваги, а також посилення впливу на поведінку економічних агентів психологічних факторів. Як результат – залишаючись одним з впливових напрямів економічної думки, монетаризм у першій чверті ХХІ ст. зазнає глибоких трансформацій у напрямі конвергенції з окремими положеннями кейнсіанства та інституціоналізму [346]. Подібний синтез концептуальних ідей цих теорій дає змогу системно досліджувати складні і вищою мірою суперечливі процеси фінансової структуризації національних економічних систем в епоху глобалізації.

Системні трансформаційні зміни світового господарства, котрі з усією очевидністю окреслились в останні десятиліття ХХ ст., спонукали міжнародне наукове співтовариство до кардинального переосмислення ключових теоретичних положень щодо дослідження фінансових ринків та концептуального відображення тих процесів і явищ, що детермінують їх сучасну структурну диверсифікацію у суб'єктному, об'єктно-інструментальному, інституційному та регуляторному вимірах. Таким чином, системна теорія фінансових ринків у сучасному розумінні їх сутнісної природи і рушійних сил структурної диверсифікації сформувалась в останні п'ятдесят років, що характеризуються насамперед інтернаціоналізацією фінансової науки, активним використанням математичного й економетричного інструментарію в оцінці структурної динаміки ринків фінансового капіталу, а також небаченим зростанням обсягу доступного для аналізу статистичного і фактологічного матеріалу.

Закономірним результатом усіх цих процесів стає значне розширення базових наукових гіпотез завдяки включенню до аналізу якісно нових факторів і чинників фінансового глобалізму, аналітичних моделей поведінки ринкових агентів і сценарного прогнозування фінансових процесів, а також відходу від дескриптивного аналізу [291, с. 74]. Особливе місце у теоретичному дискурсі фінансових ринків другої половини ХХ ст. посідає *портфельна теорія*, що сформувала міцний концептуальний базис функціонування світового ринку портфельних інвестицій. Хоч доволі довгий період часу вона навіть не належала до економічних і фінансових теорій (в силу базування на статистико-математичних розрахунках, теоріях чисел, ймовірностей, ігор тощо), однак у сучасних умовах

теорія портфеля репрезентує еволюційно визначальний напрям мікроекономічної науки, розробляючи так звану мікротеорію портфельного менеджменту [90]. Її фундаторами є Дж. Вільямс, Б. Грехем, Д. Додд, У. Картер, Дж. Кохрейн, Дж. Лінтнер, Я. Моссін, Дж. Трейнор, Е. Фама, У. Шарп [29; 35; 54; 109; 158; 159] та багато інших учених, котрі не тільки здійснили комплексний компаративний аналіз прямого і портфельного інвестування, але й розробили загальні принципи й методики оцінювання доходності цінних паперів, ринкової вартості об'єктів інвестування тощо.

Зародившись ще у 1930-х роках, портфельна теорія докорінно змінила пануючі у першій половині XX ст. теоретико-методологічні підходи щодо дослідження ринкового кругообігу корпоративних фінансів, принципи і підходи формування бізнес-структурами своїх інвестиційних портфелів, інструментарій аналізу ролі і місця портфельного інвестування у фінансуванні соціально-економічних процесів, а також методики розрахунку ринкової вартості інвестиційних об'єктів та оцінки рівня доходності цінних паперів. Це стало можливим завдяки винесенню за аналітико-методологічні рамки зв'язку портфельного інвестування, виробництва і споживання, орієнтації на інвестора, комплексному аналізу поведінки економічних агентів за умов ринкової нестабільності, а також можливостям безпосереднього впровадження у реальну бізнес-практику великих інституційних інвесторів.

Основоположником портфельної теорії по праву вважається американський економіст Г. Марковіц, який здійснив переворот у теоретичному дискурсі фінансових ринків, опублікувавши у 1952 р. працю «Вибір інвестиційного портфеля» [120]. Його теоретична концепція базується на аналітичній оцінці інвестиційної привабливості ефективного портфеля з N-активів, що дає змогу розв'язати актуальну для фінансової науки проблему вибору інвесторами найбільш оптимального, з погляду співвідношення показників прибутковості і ризикованості, портфеля інвестиційних активів. До появи теорії Г. Марковіца домінуючі у західній літературі наукові погляди на проблеми невизначеності інвестиційного вибору та ризикованості інвестиційних процесів мали переважно неупорядкований, стихійний характер та ґрунтувались на оцінюванні дохідності інвестиційних капіталовкладень. Так, інвестиційні пріоритети ринкових агентів

визначались переважно способом максимізації дисконтованого очікуваного грошового доходу від інвестицій [233, с. 15] практично за повного ігнорування аналізу ризиків інвестиційного процесу.

Натомість портфельна теорія Г. Марковіца (за яку у 1990 р. йому було присуджено Нобелівську премію в області економіки) репрезентує узагальнену методологічну систему наукових поглядів на формування економічними агентами ефективних інвестиційних портфелів, кожен з яких характеризується унікальними характеристиками співвідношення дохідності і ризику. Дана теорія заклала міцний теоретико-методологічний фундамент функціонування інститутів спільного інвестування та диверсифікації корпоративних портфелів цінних паперів у відповідності до стратегічних пріоритетів фінансової діяльності компаній. Йдеться про те, що основою механізму формування кожним інвестором портфеля своїх фінансових активів є, на думку Г. Марковіца, оптимізація співвідношення їх дохідності та ризику на основі диверсифікації портфеля, що дає змогу інвесторам ефективно нівелювати ризики невизначеності своїх фінансових операцій за умов нестабільності ринкової кон'юнктури. За теорією ученого, диверсифікація інвестиційного портфеля передбачає в якості обов'язкового компонента аналіз коваріацій між рівнем дохідності активів у його складі – вона має бути мінімальною [233, с. 17].

Доволі новаторським на той час стало запровадження Г. Марковіцем у науковий обіг поняття ефективної межі портфеля як множини комбінацій цінних паперів у портфелі при заданих параметрах інвестиційних ресурсів за умов або максимізації дохідності й визначеного рівня ризику, або мінімізації ризику й визначеного рівня дохідності. При цьому у поле наукового аналізу вводиться поняття ризику через дисперсію, що розраховується на основі оцінювання можливих його відхилень від середнього очікуваного значення. У працях Г. Марковіца знаходимо також комплексний аналіз закономірностей та особливостей поведінки інвесторів на фінансових ринках через призму забезпечення ними рівноваги своїх інвестиційних портфелів та оптимізації співвідношення показників дохідності і ризикованості включених до портфелів фінансових активів. З метою

досягнення цієї мети учений приділяє особливу увагу дослідженню корпоративних стратегій інвестування з розробленням комплексної теорії фінансових ризиків.

Наукові праці Г. Марковіца лягли в основу теоретичного дискурсу дослідження національних фінансових ринків за умов динамічного розвитку їх фондового сегменту. Зокрема, на основі прогресивних ідей ученого було розроблено модель ціноутворення капітальних активів (*Capital Asset Pricing Model* – *CAPM*). Вона базується на лінійній залежності між ризиком (бетакоефіцієнтом) інвестиційних капіталовкладень і очікуваною інвесторами премією за ризик [249, с. 17], а відтак – дає змогу розрахувати необхідний рівень доходності фінансового активу, який передбачається додати до вже існуючого високодиверсифікованого портфеля з урахуванням рівня його ринкового ризику.

На основі ідей Г. Марковіца ще один американський економіст і лауреат Нобелівської премії 1990 р. У. Шарп на початку 1970-х років розробив теорію ринку капіталу, що заклала методологічну основу теорії фінансової економіки на основі формулювання поняття справедливої ринкової ціни на фінансові активи, оцінювання систематичного ризику портфельних інвесторів, а отже – осмислення на глибокому теоретико-методологічному рівні сутнісної природи і чинників фінансових ризиків, а також їх залежності від рівня доходності фінансових активів. За висновками ученого, саме диверсифікація є головним драйвером зменшення несистематичних ризиків інвестиційної діяльності компаній за одночасного усереднення рівня систематичних ризиків [156, с. 217]. Так, У. Шарп уперше запропонував оцінювати систематичний ризик на основі кореляції очікуваної доходності конкретного фінансового активу з доходністю усього портфеля. Зокрема, при побудові регресійної моделі емпіричні значення доходності відхиляються від середнього значення, що дає можливість визначити кут нахилу функції, яка й показує рівень систематичного ризику [229, с. 132]. При цьому інноваційною на той час ідеєю став запропонований ученим розрахунок кореляцій не напряму, а способом прив'язки кожної з них до індексу ринкового портфеля [233, с. 23]. У своїй праці «Алгоритм лінійного програмування для вибору портфельів взаємними фондами» [157]. У. Шарп розробив методику апроксимації квадратичної функції ризику портфеля лінійною функцією в умовах існування

обмежень структури портфеля. Своєю чергою, А. Ругман, спираючись на методологію Г. Марковіца і У. Шарпа та застосувавши модель теорії портфеля середньої дисперсії і модель оцінки капітальних активів, обґрунтовує тезу щодо зниження ризику будь-якого внутрішнього інвестиційного портфеля шляхом перетворення його у міжнародний [329, с. 143].

Важливу роль у теорії портфеля відіграють також дослідження М. Фрідмена і Л. Саведжа [62], котрі розглядають формування портфеля фінансових активів через призму їх граничної корисності та очікувань інвесторів щодо отримання доходів. Йдеться насамперед про наявність певної межі, до якої дохідність зростає більш швидкими темпами, порівняно з корисністю, а після неї – навпаки – корисність зростає швидше, ніж дохідність. Подібний тренд обумовлений, на думку учених, психологічними мотивами інвесторів, кожен з яких при прийнятті інвестиційних рішень завжди діє з метою максимізації прибутку від свого портфеля фінансових активів [86].

Ще однією перспективною теорією, яка може бути використана для пояснення природи і рушійних сил розвитку фінансових ринків, є *неоінституціоналізм*. Його представники (Дж.-К. Гелбрейт, К. Ерроу, Р. Хейблоннер, О. Тоффлер, Р.-Г. Коуз, А. Алчіан та ін.) наголошують на позитивному характері трансакційних витрат. Йдеться насамперед про ключовий методологічний засновок теорії щодо браку визначеності і надійного захисту прав власності, що спонукає ринкових акторів до порушення взятих на себе зобов'язань. Так, один з фундаторів неоінституційного напрямку фінансової науки К. Ерроу наголошує на об'єктивній мотивації кожного економічного агента щодо пошуку якнайкращих умов реалізації власних преференцій [13]. При цьому основна проблема функціонування фінансових ринків випливає з асиметричного розподілу ринкової інформації, що призводить не тільки до прийняття економічними агентами субоптимальних рішень, але й зародження кризових явищ в економіці.

У межах неоінституційного напрямку економічної теорії в останні десятиліття активно розвивається парадигма так званих поведінкових фінансів (*behavioral finance*). Вона зорієнтована на розроблення поведінкової теорії інвестиційного портфеля та поведінкових моделей ціноутворення фінансових активів на противагу

портфельній теорії з пріоритетом показників середнього відхилення, CAPM та інших моделей, зорієнтованих на розрахунок очікуваної доходності активів на основі рівня їх ризику [248, с. 31]. Поведінкові фінанси значно розширили методологічне поле теоретичного дискурсу фінансових ринків за рахунок дослідження поведінки інвесторів і менеджерів, заощадження і витрат капіталу, а також впливу на фінансові рішення ринкових суб'єктів таких факторів як культура, відчуття справедливості, соціальна відповідальність та інших емоційних чинників.

У концепціях поведінкових фінансів (Д. Драйзер, Дж. Кінг, Р. Олсен, Р. Ріттер, М. Стетмен, Р. Талер, Х. Фромлет та ін. [170; 150; 138; 63]) основна увага концентрується на таких поведінкових рисах ринкових агентів у сфері фінансової діяльності, як-от: необмежена раціональність, самоконтроль, особистий інтерес тощо. При цьому вважається, що саме психологічні аспекти посідають центральне місце у процесі ухвалення управлінських рішень у сфері інвестиційної діяльності. І хоч дотепер ще не розроблено єдиної, загальновизнаної фінансової теорії, яка б давала однозначну відповідь на питання, якою має бути оптимальна структура капіталу корпорації і які фактори справляють на неї вплив упродовж життєвого циклу організації, у мейнстримі сучасної фінансової літератури усталеного характеру набувають два основні методологічні підходи наукового дослідження поведінкових фінансів. Перший – це власне психологічний вектор поведінки головних виконавчих директорів корпорацій (CEOs) у конкретних ринкових умовах, що формує основу розроблення й імплементації ними у майбутньому корпоративних стратегій фінансової й інвестиційно-кредитної діяльності. Другий напрям базується на емпіричному виявленні відхилень ринкової поведінки акторів фінансових відносин від традиційних моделей з подальшим виявленням їх причин.

Крім цих підходів ціла низка досліджень у царині поведінкових фінансів присвячена нині й питанням щодо об'єктивних передумов формування ірраціональної ринкової поведінки інвесторів (у їх стремлінні до максимізації ринкової капіталізації бізнес-структур) й корпоративних менеджерів, а також процесу ухвалення ними управлінських інвестиційних рішень за умов панування недосконалої ринкової структури. Вважається, що саме поведінкові аспекти управлінських рішень корпоративних менеджерів надають їм надмірного

оптимізму, вмотивовуючи до реалізації помилкових стратегій щодо надмірного інвестування діяльності компаній, причому з наданням переваги внутрішнім, а не зовнішнім джерелам фінансування. У даному контексті повною мірою можна погодитись з позицією М. Бейкера та Р. Рубака щодо тісної кореляції даної теорії з ключовими концептуальними положеннями агентської теорії та теорії асиметрії інформації [16].

Загалом же роль і значення парадигми поведінкових фінансів у сучасному теоретичному дискурсі дослідження фінансових ринків впливають з її широких можливостей щодо як прогнозування поведінки різних груп інвесторів, так і пояснення цілої низки важливих фінансових й інвестиційних моделей, у тому числі на основі трансдисциплінарного підходу та конвергенції їх окремих методологічних підходів. Між тим, поведінкові фінанси не позбавлені цілої низки «вузьких місць», пов'язаних з відсутністю власних моделей ціноутворення на фінансові активи та управління фінансовими ресурсами корпорації [328, с. 93, 97].

Концептуалізація проблематики портфельного інвестування знайшла глибокого розроблення у праці Ф. Модільяні і М. Міллера «Вартість капіталу, фінанси корпорацій і теорія інвестицій» [125], що вийшла друком у 1958 р. Вона містить обґрунтування теореми Модільяні – Міллера, згідно якої ринкова вартість компанії не залежить від структури її капіталу, а відбиває лише рівень майбутніх доходів фірми від реалізації інвестиційних проектів. Як бачимо, дана теорема обґрунтовує характер причинно-наслідкових зв'язків між ринковою вартістю компанії (її корпоративними правами), а також структурою і вартістю її капіталу. Інакше кажучи, здатність фірми до генерування доходів, згідно теореми, не залежить від джерел фінансування її діяльності, а визначається потенційною прибутковістю її операцій, а отже – є результатом їх економічної ефективності. Свій висновок учені обґрунтовують більшою дешевизною залученого капіталу, порівняно з власним, коли за інших рівних умов доходність за акційними інструментами обов'язково має перевищувати доходність за кредитами. Подібне припущення впливає з такого логічного міркування: зростання частки залученого капіталу стає причиною зростаючих вимог його власників щодо отримання вищої доходності від інвестованого ними капіталу.

Таким чином, додаткові доходи, отримані за рахунок залучення позикового капіталу, вилучаються власниками компаній у формі дивідендів, а отже – кінцевий фінансовий результат діяльності фірм жодним чином не залежить від структури їх капіталу [243, с. 99-100]. За таких умов інвестори мають змогу здійснювати оптимізацію своїх доходів і ризиків на основі диверсифікації інвестиційних капіталовкладень у корпоративні права та боргові цінні папери одного й того ж самого емітента. Як бачимо, даний методологічний засновок якісно відрізняє теорію структури капіталу Модільяні – Міллера від традиційного підходу, згідно якого максимізація ринкової вартості компанії лежить у площині мінімізації вартості її капіталу. Отже – традиційний підхід передбачає існування оптимальної структури капіталу фірми, за якої досягається його мінімальна вартість за одночасного максимального значення ринкової вартості компанії.

Хоч теорема Модільяні – Міллера заклала потужну методологічну основу теорії фірми, однак вже у 1963 р. ці учені у розвиток теорії структури капіталу вводять до аналітичного поля податок на прибуток компаній. Крім того, у 1977 р. М. Міллер включає у розрахунок ринкової вартості фірми податок з доходів власників акціонерного капіталу (акціонерів і власників облігацій). Оновлена концепція отримала назву «теорія компромісу між економією від зниження податкових виплат і фінансовими витратами» (процентними виплатами за позиковий капітал). Вона доводить, що ринкова вартість компанії зростає одночасно з величиною левериджу за рахунок економії на податкових платежах до певного моменту часу, коли досягається оптимальна структура капіталу. У подальшому зростання частки позикового капіталу призводить до зниження вартості фірми за рахунок пов'язаних з ризиками витрат.

Отже, проведений нами теоретичний дискурс дослідження фінансових ринків дає підстави стверджувати, що теорії фінансів за період свого існування сформували самостійний напрям загальної економічної теорії. Кожна теорія фінансів має свої переваги і «вузькі місця», формуючи на кожному історичному етапі світогосподарського поступу усталені наукові погляди щодо змістовної сутності, природи, структури і закономірностей розвитку національних і регіональних ринків фінансового капіталу. Дослідники у різний період по-різному

розглядають такі їх характеристики, як: емпірична основа фінансової діяльності; суб'єкти й інструментальна структура фінансових ринків; чинники, що викликають коливання ринкової кон'юнктури та механізми її урівноваження; ступінь впливу фінансових ринків на макроекономічну динаміку. При цьому кожна фінансова теорія у період свого панування була своєрідним концептуальним відображенням як загально-історичних трансформацій, яких зазнавала міжнародна економічна система на кожному етапі свого еволюційного поступу, так і змін, що відбувались у її фінансовому базисі та співвідношенні країнових сил на фінансовій карті світу.

Сучасна теорія фінансових ринків більшою мірою відбиває діючу фінансову практику і характеризується концентрацією дослідницького інтересу на узагальненні конкретних фактів фінансової діяльності ринкових агентів та використанням різноманітного дослідницького інструментарію без виходу аналітики на рівень макроекономічних узагальнень. Доволі тривалий історичний період математизації теорії фінансових ринків сформував ґрунтовний математичний базис для здійснення їх аналітичної діагностики та тестування на практиці розроблених математичних моделей. Як результат – поширюється ілюзія щодо високої точності отриманих фінансовою теорією результатів (подібно природничим і точним наукам), а також спостерігається дещо спрощене тлумачення базовими концепціями фінансових ринків як статичних ринкових сегментів, де відбуваються фінансові процеси лінійного характеру. Водночас, математичний апарат, що описує їх, базується на нормальному розподілі, стандартному відхиленні, дисперсії, лінійних детермінованих і факторних моделях [291, с. 76], а отже – неспроможний адекватно відображати ключові тренди розвитку фінансового базису світового господарства.

Разом з тим, вступ світогосподарської системи у глобальну фазу розвитку генерує якісно нові чинники і фактори фінансової нестабільності, справляючи потужний розбалансовуючий вплив на систему світових фінансів. Це вимагає розроблення методології дослідження фінансових ринків, що базується на міждисциплінарному підході щодо аналізу нерівноважних станів ринку, нерівноваги попиту і пропонування фінансових активів з метою комплексного аналізу кон'юнктури фінансових ринків та прогнозування його перспективних

трендів. За таких умов має бути кардинально трансформований і теоретичний арсенал дослідження фінансових ринків у напрямку конвергенції окремих елементів фінансових теорій в єдину, всезагальну теорію фінансових ринків. Найбільш продуктивним, з погляду пояснення природи фінансових ринків і закономірностей їх розвитку у глобальних умовах, підходом є, з одного боку, еклектичне поєднання найбільш конструктивних елементів існуючих фінансових теорій, а з другого – значне урізноманітнення методологічного інструментарію на основі розробки нелінійної методології дослідження ринків фінансового капіталу, конвергенції різних економічних напрямів, що генерують знання і практичні навички ухвалення фінансових рішень. Саме таке поєднання здатне найкращим чином пояснити ключові векторні мегатренди розвитку фінансових ринків в епоху глобалізації, рушійні сили нагромадження фінансового капіталу у різних географічних точках і локалах світогосподарської системи, а також об'єктивні передумови зростаючих його транскордонних потоків у сучасних умовах.

1.2. Парадигмальні засади фінансової теорії міжнародного економічного порядку та її еволюція

Ядром фундаментальних структурних трансформацій, що їх зазнає світове господарство у першій чверті XXI ст., є докорінні зміни як у глобальній системі відтворення суспільного продукту, так і його суспільно-технологічному базисі і рушійних силах розвитку соціально-економічних процесів. Їх синергійна дія лежить в основі розбудови глобальної системи корпоративної монополізації [212, с. 14] світового виробництва зі створенням відповідної інституційної бази нарощування її конкурентоспроможного впливу на національні і регіональні економічні системи, а також динамічною розбудовою специфічного за своєю природою глобального суспільного ладу, основою якого є економічна модель глобального солідаризму [212, с. 14]. Як результат – на сьогодні дедалі більшою мірою актуалізується наукова проблема щодо глибокої модернізації багатьох базових теорій світової економіки і політики. Йдеться про те, що їх емпіричні засади у глобальних умовах подекуди зазнають нищівної дискредитації з причин

неспроможності їх методологічного ресурсу пояснити усю систему причинно-наслідкових зв'язків між структурною динамікою світової економічної системи і розвитком її фінансового механізму, між рівнем нагромадженого країнами національного багатства і ступенем їх впливу на процеси ухвалення глобальних управлінських рішень, між нагромадженням і споживанням фінансового капіталу та ін.

Подібна постановка питання впливає з усвідомлення того факту, що ключові мегатренди світової економіки і політики формуються не спонтанно-хаотично, а мають чітко виражену закономірну природу, втілену у впорядкованому на структурному рівні міжнародному порядку. Не випадково, його проблематика в останні роки стала наріжним каменем багатьох політологічних, економічних та соціологічних досліджень. І хоч з плином часу один міжнародний порядок поступається місцем іншому, незаперечною залишається істина щодо об'єктивної його природи та існування у просторі і часі, що дає змогу повною мірою зрозуміти логіку світогосподарської динаміки, суб'єктну субординацію економічних агентів, структуру бенефіціарів економічних процесів, а також перелік цілей й інструментів досягнення країнами своїх національних інтересів у глобальних координатах.

Як свідчить міжнародний досвід, на усіх етапах світогосподарського розвитку одним з його головних драйверів були національні монетарні системи як конкретна форма існування грошових відносин у суспільстві на тому чи іншому етапі його економічного поступу. У їх рамках формуються організаційно-економічні й інституційні механізми грошового обігу й кредиту, регулювання обсягу грошової маси в обігу та процентних ставок на кредитний капітал, здійснення валютообмінних операцій та регулювання обмінного курсу національної валюти. Даний інструментарій визначає можливості країн щодо утримання довгострокової макроекономічної рівноваги, забезпечення безперервності процесу розширеного відтворення (тобто виробництва і реалізації продукції) та еквівалентності обміну, контролю рівня інфляції, зайнятості і реалізації ефективної антиінфляційної політики, а також нарощування обсягів інвестування, національного виробництва і чистого експорту.

З урахуванням пріоритетності національних монетарних систем у реалізації важелів і механізмів грошової субординації між інститутом держави і громадянами, є всі підстави стверджувати про надважливу роль *пануючої моделі монетарних відносин у структурній впорядкованості міжнародного економічного порядку*. Так, первинно базуючись на приматі відсутності будь-якої самотійної споживчої вартості та орієнтуючись виключно на грошове забезпечення ринкового обігу товарів і послуг, гроші практично з самого початку їх зародження (як інституту державного управління і регулювання) перетворились у чи не найголовніший інституційний механізм державного примусу (на основі силового утримування встановленого конституцією правопорядку у випадку його порушення) і силового встановлення міжнародного економічного порядку.

Даний тренд особливо чітко і рельєфно викристалізовується у період пізнього середньовіччя із закріпленням за державами виключного права на здійснення грошової емісії та організацію грошового обігу [336, с. 91]. Тут варто нагадати, що будь-яка державна влада, незалежно від ареалу її територіально-географічного поширення, об'єктивно прагне встановити на підконтрольній їй території монетарну монополію, насамперед на основі уніфікації процесів грошово-кредитного обігу. В якості прикладу наведемо, зокрема, грецьку срібну драхму, яка ще за часів панування Римської імперії у V ст. до н. е. здобула пануючого статусу у міжнародному готівковому обігу в якості розрахункового засобу [32, с. 107-112]. З часом вона стає еталонним зразком для карбування римського денарія, залишаючись при цьому головною розрахунковою валютою у торгівлі Римської імперії з Індією та важливим монетарним інструментом функціонування комерційних інститутів [85, с. 20-21].

З руйнуванням Римської імперії ключові монетарні функції міжнародного емісійного центру перейняла Візантія, яка з початку IV ст. перейшла до карбування золотого соліда. Дана валюта упродовж майже восьми століть виконувала функції світових грошей, поширюючи свою монетарну експансію від Цейлону до Балтики [112, с. 209-234]. І хоч з VII ст. їй на зміну у реалізації функції розрахунково-грошового обслуговування міждержавних економічних відносин приходить ісламський динар, однак золотий солід не втрачає своєї міжнародної монетарної

функції аж до розвалу єдиної колись Візантійської імперії [33]. У період Відродження функції світових грошей виконують флорентійський золотий флорин (з 1252 р. до загальноєвропейської економічної кризи, викликаной епідемією чуми 1340 р.), золотий дукат (з 1284 р.), французький екю (з початку XVI ст.) [236, с. 91].

На нашу думку, саме монетарна концепція міжнародного економічного порядку здатна з методологічних позицій системного підходу найбільш повно розкрити філософію розвитку багатьох процесів і явищ у царині світової економіки і політики. Не випадково, економічний потенціал грошей та їх роль у розподілі світової економічної влади і формуванні сучасних параметрів співвідношення країнових сил на економічній карті світу досліджується у численних наукових публікаціях багатьох вітчизняних і зарубіжних учених. Доцільно зауважити, що кожен з них використовує власний теоретичний інструментарій та методологію аналітичного дослідження значення грошей для економіки, забезпечення процвітання і матеріального добробуту населення [166, с. 363-391]; оцінки їх соціального значення у розбудові архітектури соціальних відносин [196, с. 89-164] та процесах відтворення владних відносин, здобутті й утриманні влади [237, с. 145-147].

Є всі підстави стверджувати, що еволюція монетарного базису міжнародного економічного порядку (тобто міжнародного фінансового порядку) за своєю природою, рушійними силами, векторною спрямованістю і механізмом розвитку на усіх етапах світогосподарського поступу яскраво викристалізовує системні трансформації національних грошово-кредитних систем та їх конкурентну диспозицію на фінансовій карті світу, висуваючи у число пріоритетних той чи інший фінансовий механізм трансформації сукупних заощаджень капіталу у сукупні інвестиційні ресурси. Йдеться про те, що світове лідерство країн у системі міжнародного економічного порядку на усіх етапах його еволюційного розвитку значною мірою детермінується їх конкурентною боротьбою за право здійснення необмеженої емісії ключових резервних валют (якими можна розраховуватись за будь-які товари і послуги у будь-якій точці планети) та контролю над міжнародними грошово-кредитними і фінансовими відносинами. Оскільки зазначені об'єкти конкурентної боротьби можуть бути легко конвертовані у

політичну владу і міжнародне політичне панування, то держава-лідер міжнародного фінансового порядку здобуває вагомих конкурентних переваг щодо монетизації соціально-економічних відносин та перетворення валют інших країн у похідні від своєї власної валюти. У такий спосіб вона нав'язує усім іншим акторам міжнародних фінансових відносин свої правила і норми їх організації, інституційного забезпечення і регулювання, надаючи міжнародній фінансовій системі і політиці певної впорядкованості, тобто формуючи міжнародний фінансовий порядок.

Виходячи з такого методологічного засновку, можемо стверджувати, що монетарна парадигма міжнародного економічного порядку (або міжнародний фінансовий порядок) є відображенням об'єктивних процесів монетарної уніфікації світогосподарських процесів. Вони реалізуються, з одного боку, важелями грошово-кредитної і фінансової політики держав-лідерів, а з другого – механізмами міжнародної економічної політики, що імплементуються на інституційній платформі міжнародних валютно-кредитних і фінансових організацій. Не випадково, становлення світового фінансового порядку бере свій початок з колоніального періоду світогосподарського розвитку (XVII – XIX ст.), що характеризується розбудовою капіталістичної ринкової системи на засадах повної промислової і фінансової залежності колоній від метрополій, орієнтацією колоніального експортного виробництва на споживчий попит держав-гегемонів, а також усталеним закріпленням спеціалізації колоній на добуванні сировинних ресурсів і виробництві сільськогосподарської продукції. Достатньо сказати, що тільки у період 1521-1660 рр. Іспанія вивезла з Америки близько 18 тис. тон срібла і 200 тон золота; за перші два десятиліття XVI ст. іспанці вивезли з карибських островів понад 14 тон золота; срібні рудники віце-королівства Нової Іспанії упродовж 1521-1548 рр. згенерували загального доходу для державного бюджету на суму близько 40,5 млн песо, а з 1548 р. до 1561 р. – ще на 24 млн [244].

Своєю чергою, динамічний розвиток колоніального натурального господарства сформував потужний матеріальний базис для концентрації тут великомасштабної армії робочої сили, надлишок якої у періоди сприятливої кон'юнктури світових ринків активно включався у транскордонні потоки

людського капіталу континентального і міжконтинентального рівнів. Як результат – формування вже у другій половині XVII ст. у різних точках світогосподарської системи регіональних локалів потужної економічної експансії країн-метрополій з відповідними їй інституційними механізмами. Саме дана обставина лежить в основі того, що фінансовий механізм функціонування колоніальних імперій завжди характеризувався досягненням певного міжнародного балансу між обсягами суспільного виробництва й емітованих грошових ресурсів (золота) як потужного драйверу розвитку цілих цивілізацій.

Маємо зазначити, що важливу історичну роль в організації міжнародних монетарних відносин у колоніальний період відіграли Голландія, Іспанія і Британія. Упродовж XV – XIX ст. вони відносно ефективно забезпечували структурний баланс між суспільним виробництвом й емітованими коштами (золотом), що формувало доволі сприятливі умови для розвитку світових цивілізацій. Що ж стосується світових грошей у колоніальний період, то найбільшого міжнародного поширення отримують іспано-мексиканський срібний песо, що згодом трансформується у мексиканський долар. Так, з 1535 р. у Мексиці починає функціонувати монетний двір, і аж до XVIII ст. загальний приріст світового пропонування срібла забезпечувався головним чином за рахунок його виробництва іспанською Америкою [236, с. 91]. Достатньо сказати, що загальний видобуток Іспанією дорогоцінних металів у Мексиці у період 1590-1600 рр. досягнув відмітки у 16 млн песо [244]. Саме з цих причин іспанський долар практично до кінця XIX ст. залишається чи не єдиною універсальною міжнародною валютою, що перебуває у вільному грошовому обігу не тільки у західній півкулі, а й на більшій частині Близького Сходу, виконуючи роль доступного платіжного засобу у міжнародних розрахунках.

У цей самий період (кінець XIX ст. – початок XX ст.) американський уряд вживає рішучих заходів у царині міжнародної уніфікації своєї національної грошової одиниці, що завершується запровадженням у 1890 р. базованого на золотому доларі національного грошового стандарту з одночасним введенням заборони на емісію грошових одиниць, схожих на національну валюту Сполучених Штатів Америки. Подібна заборона пов'язана з тим, що практично до середини

XIX ст. у грошовому обігу США перебувають тисячі варіантів грошових одиниць у формі банкнот, монет, облігацій, купонів і чеків, що були емітовані американськими й іноземними урядами, штатами, муніципалітетами і, навіть, компаніями підприємницького сектору, церковними установами і приватними особами [236, с. 90].

Висування у XIX ст. у світовий економічний авангард Британії (з 1815 р. після завершення Наполеонівських війн) докорінно модифікує діючу на той час монетарну модель міжнародного економічного порядку насамперед у напрямку закріплення монопольних позицій британського фунта стерлінгів у світовій розрахунковій системі і процесах нагромадження капіталу, а також перетворення Лондона у провідний у світі фінансовий центр. Запорукою посилення конкурентоспроможного впливу Британії на систему міжнародного фінансового порядку у цей період стає як лідерство британської економіки у світовому виробництві і міжнародних торговельних процесах, так і друга промислова революція (технологічна революція) останньої чверті XIX ст., концентрація тут колосальних обсягів фінансово-кредитних операцій, динамічне нарощування експорту британського капіталу за кордон та стрімке збільшення кількості іноземних суб'єктів господарювання – партнерів британських економічних агентів.

Як показують дані, подані на рис. 1.1, найбільш стрімкий приріст промислового виробництва Британії було зафіксовано у період 1886-1912 рр., коли воно зросло майже удвічі, досягнувши на кінець періоду 160% порівняно з 1890 р. Крім того, сукупна зайнятість у британському виробництві з 1870 р. до 1912 р. щорічно зростає на 0,8%, що відповідає середньорічному зростанню продуктивності праці на рівні 1,4% [121, с. 378]. Загалом же, у період 1870-1913 р. зайнятість у британському виробництві зросла на 30% [114, с. 75]; а сукупні капітальні вкладення у виробництво у розрахунку на одного працівника – на 76% у період 1869-1913 рр. [56]. Як результат – вже у 1870 р. останній показник щонайменше на 10% перевищував відповідний індикатор Сполучених Штатів Америки і на 30% – Німеччини [101, с. 3].

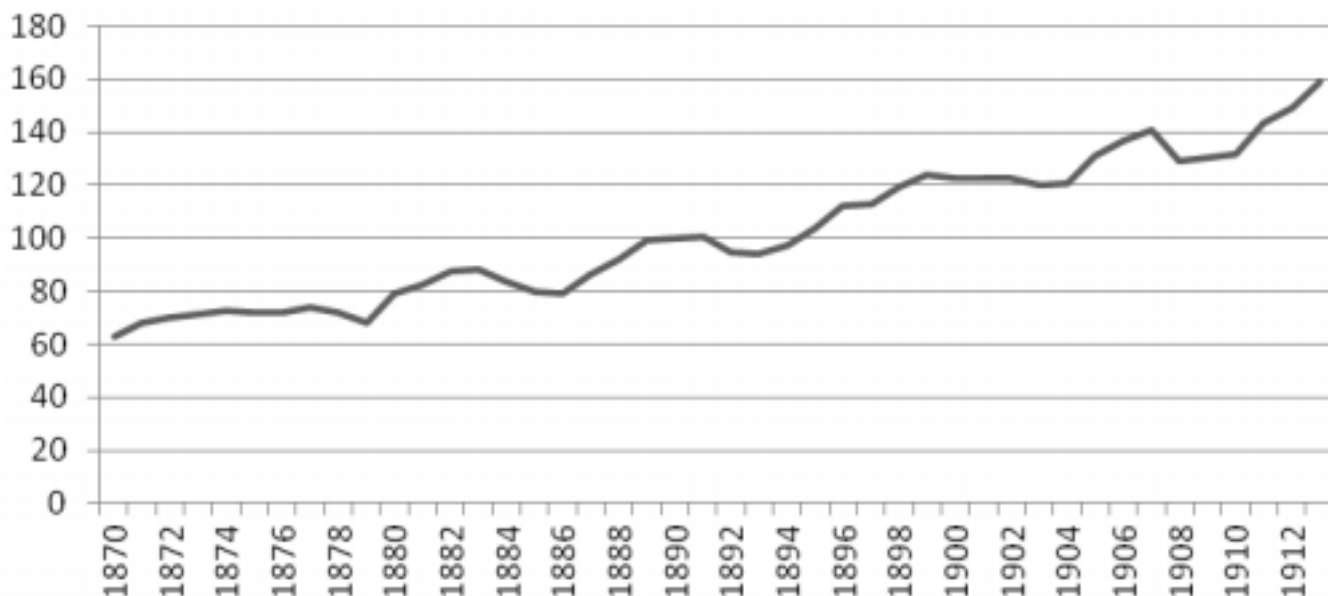


Рис. 1.1. Індекс зростання обсягів промислового виробництва Британії у 1870-1912 рр., % порівняно з 1890 р. (1890 р. = 100%) [101, с. 3]

Таким чином, домінування британського фунта стерлінгів у світових монетарних відносинах, що утримувалось практично до початку 1930-х років, стало матеріальною основою *Британської (або стерлінгової) системи міжнародного економічного порядку*. Вона опиралась, з одного боку, на внутрішній монетарний ресурс, представлений власне економіками Британії та її колоній-сателітів (насамперед Індії і країн Південної Африки). Останні хоч й не володіли повним спектром монетарних повноважень, однак були тісно пов'язані з грошовим ринковим обігом фунта стерлінгів та мали деяку монетарну свободу і суверенітет. З другого боку, монетарною «опорою» стерлінгової системи міжнародного фінансового порядку стали також держави, тісно пов'язані з Британією економічними відносинами (насамперед Японія та країни Південної Америки) [100, с. 15-16]. Використовуючи британський фунт стерлінгів у міжнародних розрахунках, для нагромадження капіталу і офіційних золотовалютних резервів, а також для підтримки своїх власних грошових одиниць, ці країни поглинали колосальні обсяги стерлінгової грошової маси, формуючи у такий спосіб величезний світовий попит на неї. Достатньо сказати, що на кінець 1899 р. на фунт стерлінгів припадає 64% світового обсягу офіційних валютних активів, тоді як на франк – 16%, марку – 15%, інші валюти – 5%. Однак, вже до кінця 1913 р. це співвідношення становило вже 48%, 31%, 15% та 6% відповідно (рис. 1.2).

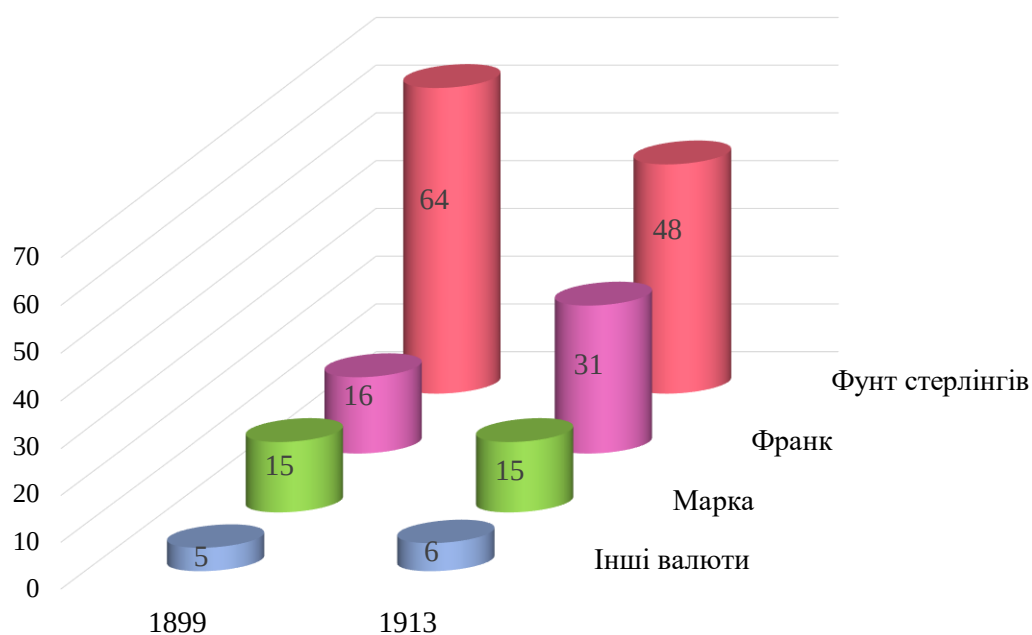


Рис. 1.2. Валютна структура

світових офіційних валютних активів у 1899-1913 рр., % [49, с. 28]

Інституційною основою Британської моделі міжнародного фінансового порядку стала Паризька валютна система 1867 р., що базувалась на золотомонетному стандарті, золотих паритетах валют, прямій залежності грошової маси в обігу від видобутку і виробництва золота, вільній конвертованості валют у золото, стабільності обмінних курсів національних валют, вільному міждержавному переливу капіталу, а також симетрично-автоматичному вирівнюванню платіжних балансів на основі системи фіксованого стандарту. Впровадження у міжнародну господарську практику принципів Паризької валютної системи справило потужний каталізуючий вплив на структурну динаміку міжнародної торгівлі. Достатньо сказати, що упродовж 1800-1913 рр. вартісний обсяг світової торгівлі подвоївся (рис. 1.3), що свідчить у тому числі про зміцнення довіри економічних агентів до підкріплених золотим вмістом грошових знаків.

Однак, Перша світова війна справила фундаментально-безпрецедентний вплив на розподіл країнових сил у міжнародних грошово-кредитних і фінансових відносинах, поступово «розмиваючи» базові засадничі принципи і норми Паризької валютної системи, а отже – Британської моделі міжнародного фінансового порядку. Йдеться насамперед про участь європейських країн у воєнних діях, що потребувала колосальних кредитних ресурсів від своїх центральних банків, а відтак – їх

поступовий відхід від системи золотомонетного стандарту. Водночас пануючі у міжнародній валютній сфері доволі ліберальні принципи організації грошово-кредитних відносин вступили у гостру суперечність з діючою на той час посередницькою функцією інституту держави у взаємодії ринку і суспільства [153, с. 392].

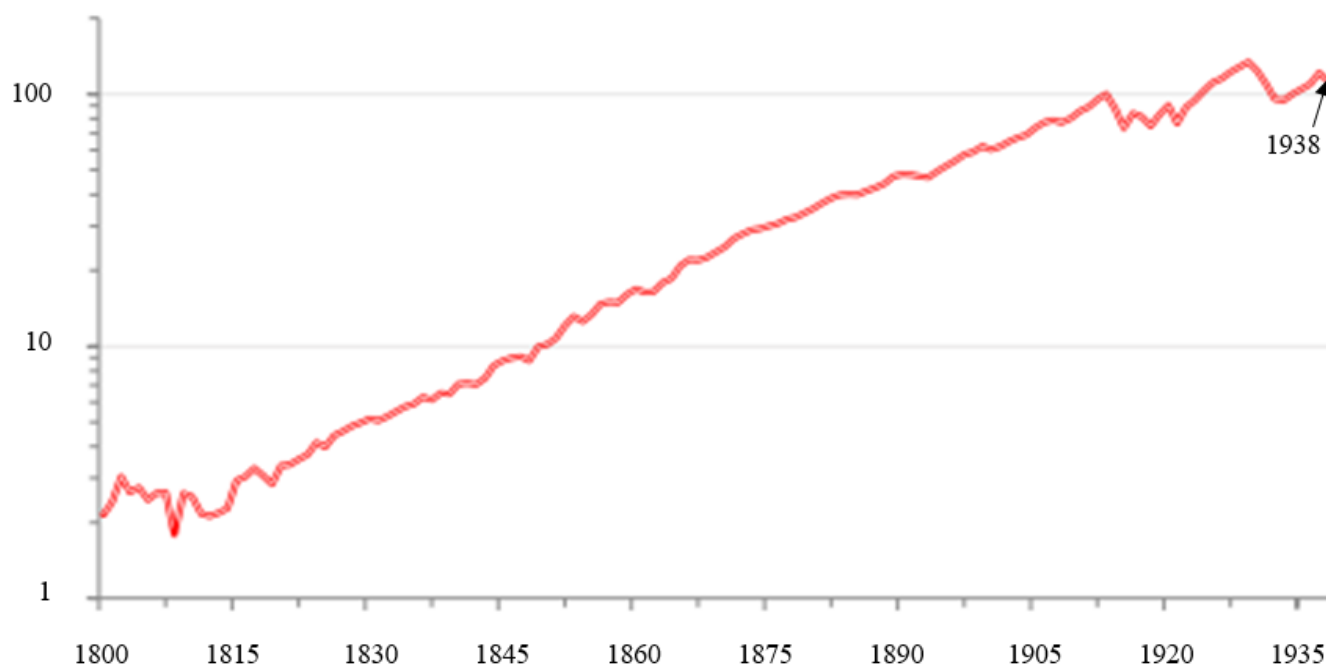


Рис. 1.3. Динаміка приросту вартісних обсягів світової торгівлі у 1800-1938 рр. порівняно з 1913 р. (1913 р. = 100%), % [55, с. 34]

Закономірною реакцією на усі ці процеси стає певна модернізація інституційного базису Британської моделі міжнародного фінансового порядку на основі запровадження Генуезької валютної системи. Вона базувалась на золото-девізному стандарті, закріпленні за золотом функції стандартної міри вартості національних валют, використанні національних кредитних грошей як міжнародних платіжно-резервних коштів, зобов'язанні країн підтримувати оголошену вартість своїх національних валют в обмін на право отримання доступу до запасів золота та інших видів високоліквідних активів, закріпленні статусу резервних валют за британським фунтом стерлінгів і американським доларом, використанні золота лише для часткового забезпечення грошового обміну та врівноваження платіжних балансів, а також відновленому режимі валютних курсів, що вільно коливаються без «золотих точок» [305, с. 215; 288, с. 84]. Як влучно

характеризує цей період американський учений Р. Кокс: «Це був час переходу від ліберального суспільства до націоналістичного добробуту, фашистської і комуністичної форми держави» [38]. Принагідно також відзначити, що у дослідженні глобального порядку Р. Кокс концентрує основну увагу на формах державного устрою і закономірностях їх еволюційної зміни під впливом так званих макросил, породжених глобальним порядком, а також тиском громадянського суспільства. При цьому він не вважає теорію світових систем І. Валлерстайна з її структуралістською парадигмою достатньо ґрунтовною щодо побудови всезагальної теорії історичних трансформацій світового порядку [128, с. 442].

Об'єктивним результатом усіх цих змін у системі світового фінансового порядку у 1920-х роках стає *його модифікація у напрямку докорінної зміни владних відносин у міжнародних грошово-кредитних і фінансових операціях*. Йдеться насамперед про подальшу їх регіональну фрагментацію, «розмивання» владних компетенцій цілої низки національних фінансових інститутів, переміщення центру світової фінансової влади від Лондона до Нью-Йорка. З цього часу бере свій початок *Американська модель світового фінансового порядку* з притаманними їй механізмами управління світовою кредитною практикою, організацією грошово-кредитних операцій, режимами обмінних курсів, інструментами регулювання платіжних балансів, інструментами контролю за транскордонними потоками капітальних ресурсів та важелями забезпечення міжнародної ліквідності.

Є всі підстави стверджувати, що Американська модель світового фінансового порядку зародилась ще у надрах його Британської моделі. Підтвердженням цього є, зокрема, той факт, що саме за часів панування у міжнародних відносинах британського фунта спостерігається суттєве зміцнення конкурентної диспозиції й американського долара. Його піднесення на вершину світової валютної ієрархії у кінці XIX ст. було обумовлено не тільки чисто економічними чинниками нарощування конкурентоспроможного впливу Сполучених Штатів Америки на світову фінансово-економічну систему, але й цілою низкою політичних факторів. Вони пов'язані насамперед з орієнтацією багатьох країн світу на доларизацію своїх національних економік з метою їх інтеграції у світове господарство, створення сприятливого інвестиційного клімату, досягнення фінансової та цінової

стабільності, зміцнення економічних зв'язків з США, забезпечення стійкості національної фінансової системи до дії зовнішніх фінансових шоків, а також нагромадження іноземної валюти в якості універсального офіційного платіжного засобу. Як результат – у другій половині 1920-х років американський долар упевнено потіснив позиції британського фунта стерлінгів, набувши конкурентного статусу валюти міжнародних цін і міжнародних розрахунків економічних агентів різної національної належності. А вже станом на 1924 р. загальний вартісний обсяг номінованих в американських доларах офіційних валютних резервів, що були нагромаджені центральними банками і урядами різних країн, перевершив резерви, номіновані у британських фунтах стерлінгів [354, с. 58-59].

Характеризуючи розвиток монетарних моделей міжнародного економічного порядку у колоніальний період світогосподарського розвитку, слід відзначити, що розпад світових колоній завжди спричиняв «перезавантаження» системи міжнародних фінансів на якісно нових парадигмальних, інструментальних і регуляторних засадах. Так, розпад у XX ст. колоніальних імперій та заміна золота на емітовані колишніми метрополіями національні паперові гроші сформували усталені передумови для динамічного розвитку фінансового глобалізму. Дані процеси набули особливо потужного імпульсу розвитку після Другої Світової війни. Вона значною мірою загострила світові монетарні проблеми насамперед з причини фактичної денационалізації грошей, що все ще формально залишалися національними за походженням [336, с. 91].

Післявоєнний період еволюційного розвитку міжнародного фінансового порядку пов'язаний також з подальшим нарощуванням економічної, інвестиційно-фінансової, інноваційно-технологічної і військової могутності Сполучених Штатів, які власне і виступили головним ініціатором демонтажу Генуезької валютної системи і створення на її «уламках» Бреттон-Вудської валютної системи. Саме вона змогла розв'язати увесь «вузол» монетарних суперечностей, що нагромадились у світовій фінансовій системі у післявоєнний період, створивши доволі сприятливе середовище для відродження світового господарства. Йдеться насамперед про законодавче закріплення на наднаціональному рівні принципу золотовалютного стандарту, збереження за золотом функції розрахункового засобу у міжнародній

торгівлі, надання центральним банкам різних країн можливостей щодо обміну наявної у них маси американських доларів на золото за фіксованим курсом, диверсифікацію валютної структури світових резервних і платіжних засобів (золото, американський долар, британський фунт стерлінгів), а також системну інституціоналізацію світового валютно-кредитного і фінансового управління через заснування відповідних міжнародних організацій (Групи Світового банку, Міжнародного валютного фонду, Міжнародного банку реконструкції і розвитку) [275, с. 103].

Бреттон-Вудська система базувалась на валютному верховенстві американського долара, що утвердилось насамперед завдяки нагромадженням Сполученими Штатами Америки золотим запасам. Її теоретичним підґрунтям стало кейнсіанство, що базується, як відомо, на методологічному засновку щодо необхідності значного розширення функцій державного управління соціально-економічними процесами. Серед них головну роль, на думку Дж. Кейнса, мають відігравати регулювання процентної ставки на кредитний капітал з метою стимулювання державою інвестиційної активності в економіці, прискорення темпів макроекономічного зростання, мультиплікаційного розширення платоспроможного попиту та збільшення розриву між вартістю кредитного капіталу та очікуваною нормою рентабельності капіталовкладень у різного роду інвестиційні проекти. Як прихильник великої грошової маси в обігу, Дж. Кейнс одночасно наполягає на необхідності реалізації державою жорсткої грошово-кредитної і податкової політики, дефіцитному фінансуванні державних витрат у кризові періоди національних бізнес-циклів, регулюванні системи державних закупівель, а також всебічному розвитку систем соціального забезпечення широких верств населення, у тому числі на основі пільгового кредитування його споживчих потреб та виділення прямих грошових трансфертів з державного бюджету [203, с. 90].

У контексті ж теоретичного пояснення сутності міжнародного фінансового порядку кейнсіанство спирається на основоположну методологічну ідею щодо необхідності відмови світової валютно-фінансової системи від золотого стандарту і її переведення на модель твердих валютних курсів з формуванням ефективної наднаціональної системи регулювання міжнародних торговельно-економічних і

валютно-фінансових відносин [99, с. 65]. Дана ідея знайшла своє відображення, зокрема, у розробленій Дж. Кейнсом, Р. Дж. Хоутрі, Дж. Пленге і І. Фішером теорії регульованої валюти, згідно якої регулювання валютних курсів має здійснюватися незалежно від золота і включати важелі й інструменти регулювання центральними банками країн грошового обігу і кредитних відносин з метою забезпечення цінової стабільності. Своєю чергою, теорія нейтральних курсів у поясненні базових основ теорії міжнародного фінансового порядку акцентує основну увагу на розрахунку так званого рівноважного валютного курсу, здатного забезпечити тимчасову рівновагу платіжного балансу без щонайменших змін у системі міжнародних розрахунків [306, с. 48].

У рамках Бреттон-Вудської системи американський долар здобув монопольну валютну гегемонію і перетворився на стандарт світової валютної системи. Тільки американський долар аж до кінця 1949 р. зміг зберегти свій золотий вміст, встановлений ще у 1934 р., при тому що його внутрішня купівельна спроможність знизилась порівняно з довоєнним періодом майже удвічі. Своєю чергою, за умов зниження обмінних курсів національних валют інших країн відносно американського долара останній став домінуючим міжнародним розрахунковим засобом, валютою інтервенційних заходів центральних банків і головною валютою офіційних резервних активів. Достатньо сказати, що у кінці 1950-х – на початку 1960-х років щорічний вартісний обсяг нових випусків цінних паперів, що перебували у лістингу на Нью-Йоркській фондовій біржі становив від 50 до 100 млн дол. США, тоді як на Лондонській – лише 30-45 млн. Станом на 1960 р. американські банки видали іноземних кредитів на загальну суму понад 8 млрд дол. США (що були на той час вже погашені), а обсяг непогашених іноземними контрагентами позик й облігацій становив близько 1,6 млрд щорічно. Натомість обсяг чистого зовнішнього портфельного інвестування США збільшився з 1,1 млрд дол. у 1957 р. до 4,1 млрд до 1964 р. [37, с. 114, 131-132].

Потужним фактором нарощування конкурентоспроможного впливу американського долара на світову монетарну систему стають також процентні ставки у США, що упродовж другої половини 1940-х – 1960-х років утримувались на відносно низькому рівні. Це забезпечило не тільки усталену динаміку

макроекономічного зростання у Сполучених Штатах Америки, але й стрімке зростання заробітних плат працівників усіх освітньо-кваліфікаційних рівнів, матеріального добробуту американських домогосподарств та не бачений до тих пір «розквіт» американського фінансового ринку і транснаціонального бізнесу як основи світової економічної експансії цієї наддержави. Так, якщо у середині 1920-х років щорічний темп приросту цін на акції не перевищував у США 1,5% у рік, то у період 1951-1969 рр. вони зросли більш ніж усемеро, що становить у середньорічному розрахунку близько 11% без урахування зростання суми виплачених дивідендів на рівні 3,5% щорічно [60]. До середини 1960-х років загальна кількість інвесторів досягла у Сполучених Штатах Америки 20 млн, а у 1970-х – 30 млн осіб, які активно включились в операції американського фондового ринку. Їх операції становили у 1959 р. близько 55% загального біржового обігу, 25% – інституційних інвесторів і 20% – членів бірж. Якщо у 1950-х роках американські інвестори віддавали перевагу інвестуванню своїх капіталів в облігації, то у 1960-х – в акційні інструменти, що суттєво підвищило роль у функціонуванні американського фондового ринку інституційних інвесторів – страхових компаній, трастових, пенсійних і взаємних фондів [302, с. 37, 45, 61].

Не випадково, практично з другої половини 1940-х років масштаби і структурна динаміка американських фінансових ринків стають визначальними детермінантами розвитку грошово-кредитних відносин більшості країн світу, за виключенням країн Центрально-Східної Європи (що перебували на той час у сфері геополітичного і геоекономічного впливу колишнього СРСР та його адміністративно-планової системи), Куби, Китаю і невеликої кількості інших країн. Водночас, країни Західної Європи і Японії, що перебували на той час у стані післявоєнної економічної відбудови, стали активними учасниками світового фінансового ринку набагато пізніше, зазнаючи при цьому потужного кредитно-фінансового впливу США. Тут варто нагадати, що загальний обсяг фінансування Сполученими Штатами Америки за планом Маршалла економік країн Західної Європи у період 1948-1952 рр. становив 13 млрд дол. США, а Японії – 1,2 млрд (у 1953 р. – 4,4 млрд) [27, с. 130-137]. План Маршалла, на думку Дж. Рутгі, знаменує по суті початок періоду стабільного відтворення у світових координатах

Американського фінансового порядку [153], принципи й організаційні засади якого отримали дуже влучну назву «вбудований лібералізм». Останній докорінно відрізняється від так званої «ліберальної ортодоксії соціальних сил Нью-Йорка» використанням Сполученими Штатами Америки одностороннього контролю за транскордонним рухом капітальних ресурсів [87, с. 7], а отже – делегуванням національним органам зовнішньоекономічної політики функції регулювання сфери світових фінансів [104, с. 73].

Зокрема, у перші роки після закінчення Другої світової війни Сполучені Штати Америки надали Великобританії кредитних ресурсів на загальну суму понад 4,4 млрд дол. США, з яких 640 млн пішло на виплату боргів по ленд-лізу. Кредит був наданий на п'ятдесят років під 2% річних, тож для США він не давав жодних економічних вигод і швидше переслідував чисто політичні цілі підтримки свого основного союзника у Європі. Таким чином, великомасштабний експорт американського капіталу створив потужний монетарний базис для зміцнення конкурентного статусу американського долара у міжнародних валютно-фінансових відносинах, залучаючи у монетарну залежність від США національні економіки країн Європи і Японії. Як справедливо відзначає з цього приводу Дж. Хоулі, де-факто кредитування Сполученими Штатами Америки іноземних урядів, приватних осіб та підприємницьких структур де-факто перетворюють США на світовий центральний банк, здатний формувати глобальну ліквідність, сприяти розширенню торгівлі, одночасно обслуговуючи довгостроковий дефіцит платіжного балансу [87].

Однак, не дивлячись на явні конкурентні переваги Бреттон-Вудської моделі світового монетарного порядку, вже у кінці 1960-х років вона дедалі більшою мірою починає себе заперечувати, породжуючи якісно нові міждержавні суперечності у фінансово-монетарній сфері. Йдеться насамперед про нездатність Бреттон-Вудських міжнародних угод стабілізувати обмінні курси валют західноєвропейських країн, коли до девальвації (чи ревальвації) своїх валют вдалися 37 країн. Навіть американський долар з 1960-х років починає різко втрачати свою купівельну спроможність: у період 1950-1991 рр. вона знизилась на 76,8% у цінах виробників та на 82,3% у цінах покупців. При цьому якщо у 1950-

1970-х роках зниження купівельної спроможності долара за цінами на споживчі товари знизилась на 38%, то з 1970 р. до 1991 р. – на 70,2% [298, с. 38].

Конкурентні позиції американського долара у світовій монетарно-фінансовій системі залишались стійкими до середини 1960-х років, а згодом, під впливом післявоєнного економічного відродження Японії і країн Західної Європи, починають послаблюватись у зв'язку з виходом у світовий валютний авангард німецької марки й японської ієни. Водночас динамічне нарощування обсягів відтоку з економіки США довгострокового міжурядового і корпоративного капіталу на тлі ескалації в'єтнамського конфлікту у кінці 1960-х років стає причиною довгострокового наростання дефіциту платіжного балансу цієї країни. Вже з другої половини 1970-х років він у всезростаючих масштабах починає фінансуватись за рахунок іноземних центральних банків, що тримають американські долари в якості офіційних валютних резервів, а також номінованих у доларі фінансових ресурсів приватних осіб і бізнес-структур.

Ще одним потужним фактором послаблення конкурентної диспозиції американського долара у світовій монетарно-фінансовій системі стали нафтові шоки 1970-х років. Вони справили потужний дестабілізуючий вплив на економіки практично усіх розвинутих країн світу, які зіштовхнулись з так званим «довгим бумом» 1950-х – 1960-х рр. та податковою кризою, що стала результатом поєднання у макроекономічній політиці інструментів економічної «стагфляції» з механізмами нарощування попиту на державні витрати [134]. У результаті суттєвих змін зазнали соціально-економічні і політичні відносин влади і суспільства як вираження національного багатства суспільства [38, с. 270-279]. На стрімке підвищення нафтових котирувань найпершим відреагував фінансовий ринок США у формі зростання облікової ставки та зниження біржових індексів. Так, у кінці 1973 р. – на початку 1974 р. на його акційному сегменті спостерігаються застійні явища, пов'язані з переходом інвесторів у сегмент облігаційного ринку, де дохідність інструментів значно зросла. Вже у 1975 р. ВВП Сполучених Штатів Америки став стрімко зменшуватись а річна інфляція перевищила 10% [302, с. 66, 67], що на тлі «холодної війни» та наростаючого протистояння західних держав з країнами радянського табору стає причиною наростаючої економічної рецесії

американської економіки і послаблення конкурентної диспозиції американського долара у міжнародних монетарних відносинах.

Глибокий вузол суперечностей американського фінансового порядку породжений також наростанням невідповідності між міжнародним характером використання і національною природою грошових одиниць. Дана суперечність, що була сформульована ще у 1960 р. у так званому «парадоксі Триффіна», виявляється у такому: сучасний механізм емісії світових грошей (насамперед американського долара) не пов'язаний з процесами створення реальної вартості. Відтак – у світовій фінансово-монетарній системі постійно нагромаджуються «зайві» гроші [298, с. 41]. На тлі надмірної складності і нестабільності процесів формування і підтримування центральними банками різних країн своїх офіційних валютних резервів, а також наявних методичних відмінностей у формуванні їх вартісних обсягів і структури це не дає змоги підтримувати довгострокову стабільність курсів ключових резервних валют.

Системна дія усіх вищезазначених факторів у другій половині 1970-х років призводить до чергового «перезавантаження» світової монетарної системи у форматі *Ямайської валютної системи*. Вона базується на запровадженні стандарту спеціальних прав запозичень (що прийшов на зміну золотодевізному стандарту), юридичному завершенні процесу демонетизації золота, відміні його офіційної ціни, золотих паритетів та розміну американських доларів на золото, а також наданні країнам права вибору режиму валютного курсу. На рис. 1.4 зображено еволюцію моделей світового монетарного порядку з відображенням її головних векторних напрямів та детермінантів, що дає змогу сформувати цілісне уявлення щодо її історичної логіки та рушійних сил трансформації. Запровадження у світову фінансову практику принципів Ямайської монетарної системи стало потужним драйвером розвитку економіки Сполучених Штатів Америки насамперед на основі безконтрольної емісії долара та здобуття унікальних можливостей розплачуватись власною валютою зі своїми зарубіжними партнерами, тобто покривати емітованими доларами дефіцит власного платіжного балансу.

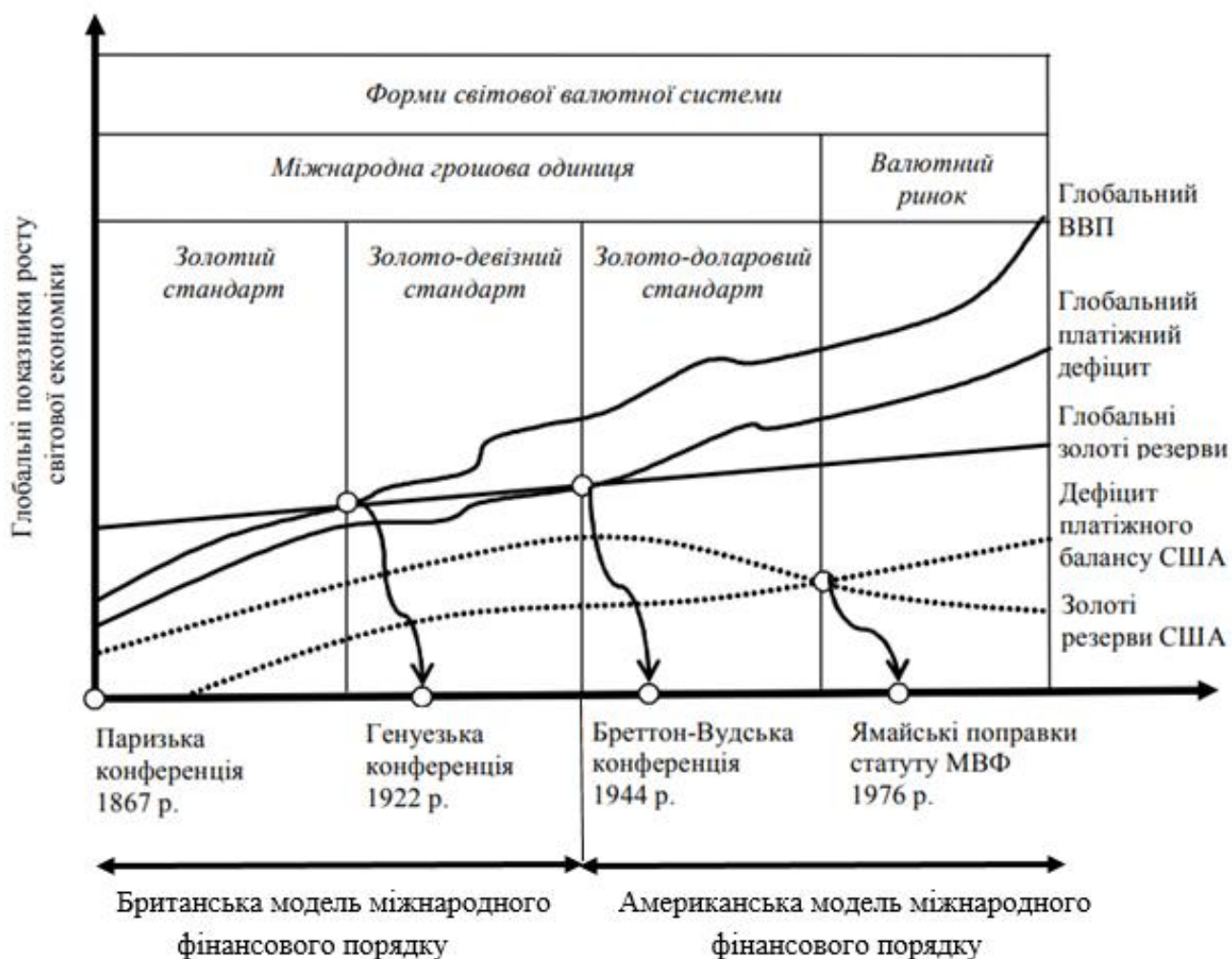


Рис. 1.4. Еволюція моделей світового монетарного порядку [305, с. 218]

Виходячи з цього, країни-партнери Сполучених Штатів Америки опиняються у ситуації «вимушених кредиторів», за якої США отримують від своїх кредиторів реальні цінності, а останні змушені нагромаджувати доларові авуари, фінансуючи у такий спосіб американські зарубіжні витрати. Інакше кажучи, статус долара як провідної міжнародної валюти дає змогу цій Сполученим Штатам Америки реалізовувати внутрішню макроекономічну політику без її ув'язування з поточним станом платіжного балансу. Таким чином, долар здобув статус провідної валюти у світових валютних резервах і головного розрахункового засобу у системі міжнародних розрахунків.

Ямайська модель міжнародного фінансового порядку поклала також початок панування неоліберальної парадигми його регулювання. Йдеться про такі її головні риси як значне пом'якшення державного регулювання банківського сектору і транскордонного руху фінансового капіталу. Як результат – позбавлення

національних урядів традиційних схем реалізації стабілізаційних фінансових механізмів й інструментів [203, с. 7], а відтак – «запуск» усталених механізмів світових фінансових криз з причин значного ускладнення інструментальної структури фінансового ринку.

Не слід скидати з рахунків і потужного впливу неоліберальної політики на офшоризацію глобального бізнесу та світової кредитної практики, що виявляється, зокрема, у масштабній реструктуризації транснаціональної корпоративної і банківської діяльності у напрямку агресивного оподаткування та оптимізації податкових платежів. Так, нині понад 25% глобального капіталу і 60% транскордонних фінансових потоків циркулюють через офшорні зони, через які щороку «відмивається» близько 600 млрд дол. США грошей, отриманих незаконним способом і щороку ця сума неухильно збільшується [253, с. 17]. Таким чином, сучасний монетарний механізм конкурентоспроможного впливу найрозвинутіших держав на структурні параметри світового ринку і систему міжнародних фінансів пов'язаний насамперед з процесами нагромадження у тих чи інших країнах (чи регіонах) глобального фінансового капіталу, їх участю у міжнародних фінансово-кредитних й інвестиційних процесах, належністю національних валют країн до переліку світових резервних, здатністю останніх виконувати функції грошей (особливо функції світових грошей) та бути глобальною валютою фондування.

Узагальнюючи вищенаведене, відзначимо, що структурна динаміка розвитку міжнародної монетарної системи завжди відбивала головну економічну суперечність суспільного розвитку, а саме: між розвитком виробничих сил та формою організації монетарних відносин [336, с. 91]. Дана суперечність з часу набуття Ямайською валютною системою чинності сформувала потужний самопідтримувальний механізм відтворення у глобальному масштабі головної світогосподарської диспропорції – можливості розширення суспільного споживання понад величину створеного за певний період часу валового продукту. На глобальному витку світогосподарського розвитку це породило якісно нові виклики і суперечності, пов'язані насамперед з реалізацією центральними банками грошово-кредитної політики, механізмами функціонування національних грошових систем, збалансуванням попиту і пропозиції грошей, постійною волатильністю валютних обмінних курсів, забезпеченням

міжнародної ліквідності, управлінням офіційними золото-валютними резервами країн, постійним зниженням купівельної спроможності грошей, підвищенням рівня монетизації національних економік за одночасного зниження швидкості грошового обігу, а також міжнародним характером використання і національною природою грошових одиниць.

Сучасний монетарний формат міжнародного економічного порядку може бути кваліфікований як пост-Бреттон-Вудський, що характеризується переходом від моноцентризму до мультиполярності з тимчасовим відновленням ролі монетарних металів. При цьому наростаюча залежність світогосподарської системи від макроекономічної динаміки Сполучених Штатів Америки і перманентних коливань обмінного курсу американського долара за своєю природою й іманентними рисами відбиває ключову суперечність між державною формою і монетарним речовим змістом розвитку світового фінансового ринку, який в останні десятиліття характеризується чітко вираженими асиметріями у територіальному і галузевому секторальному розміщенні глобального фінансового капіталу та його відривом від реальної економіки.

1.3. Глобальний формат міжнародного фінансового порядку

Глобальний фінансовий порядок як система інституціоналізованих на наднаціональному рівні правил, норм і регуляторів міжнародних фінансових відносин, визначає ієрархічно субординовану диспозицію країн відповідно до наявного у них фінансового ресурсу та розподілу світової фінансової влади з притаманною державам конкурентною боротьбою за право необмеженої емісії ключових резервних валют та встановлення контролю над транскордонними потоками фінансового капіталу. У процесі свого еволюційного розвитку в останні сто п'ятдесят років він зазнавав постійних модифікацій і трансформацій з погляду як суб'єктної структури світових валютно-фінансових відносин, так і їх об'єктної, інституційної і регуляторної системи, а також кількісно-якісних характеристик світового фінансового середовища. В основі цих трансформацій лежить насамперед об'єктивна дія всезагального економічного закону інтернаціоналізації виробництва у широкому значенні категорії

«виробництво». Як відомо, він виражає внутрішньо необхідні, сталі і суттєві зв'язки між процесом переростання економічним способом виробництва меж національних країн, з одного боку, і поступовим формуванням механізму поєднання особистісних і речових факторів виробництва, взаємодії людини з природою та створення при цьому необхідних матеріальних і духовних благ, відтворення самої людини на інтернаціональному рівні – з другого.

Характеризуючи характер дії закону інтернаціоналізації суспільного виробництва у глобальних координатах, можемо стверджувати, що в його надрах поступово формується ціла низка якісно нових законів. За своєю природою вони відбивають докорінні трансформації, яких зазнали техніко-економічні й організаційно-економічні відносини та відносини економічної власності за умов динамізації економічного глобалізму. Одним з таких законів, що зародився на базі закону інтернаціоналізації виробництва, а згодом «відпочкувався» від нього, є *закон інтернаціоналізації фінансової сфери*. Даний закон, на нашу думку, виражає внутрішньо необхідні, сталі і суттєві зв'язки між процесом наростаючого за масштабами і диверсифікованого за структурою транскордонного руху фінансових активів, з одного боку, і поступовим формуванням механізму нагромадження у світовому господарстві фінансових диспропорцій між накопиченням і споживанням фінансового капіталу у регіональному і галузево-секторальному вимірах. Підтвердженням цього є, зокрема, прогностичні оцінки авторитетних міжнародних експертів, згідно яких питома вага фінансових послуг у глобальному валовому внутрішньому продукті вже до 2020 р. перевищить 10% [212, с. 9].

Виходячи з такого методологічного засновку, *трансформація міжнародного фінансового порядку* може бути кваліфікована як процес незворотних, векторно спрямованих і закономірних кількісно-якісних змін у світовій фінансовій системі, пов'язаних із забезпеченням міжнародної ліквідності, переліком провідних національних валют, що торгуються на глибоких і високоліквідних фінансових ринках, а також системою контролю за обмінними курсами і транскордонними потоками капіталу. Зазначені зміни, як свідчить міжнародний досвід, впроваджуються у світову фінансову практику або через інститути світового фінансового управління, або рішеннями національних урядів держав-лідерів.

В інших випадках міжнародний фінансовий порядок набуває більшою мірою спонтанного, аніж організованого характеру [51, с. 21]. В якості прикладу наведемо перехід країн до режиму плаваючих валютних курсів, який хоч і не був передбачений жодними міжнародними угодами (на відміну від обов'язкових вимог Бреттон-Вудського монетарного режиму), однак набув загальносвітового поширення. Основна причина цього – найбільша адекватність гнучкого валютного курсу сучасним умовам глобалізації міжнародних фінансових ринків у контексті потужного впливу валютно-курсової політики на динаміку макроекономічного зростання країн та можливостей кращого пристосування їх національних економік (за умов реалізації незалежної монетарної політики) до внутрішніх і зовнішніх фінансових шоків [299, с. 32]. Не випадково, переважна більшість країн перейшла до режиму плаваючих валютних курсів (хоч з інструментами таргетування інфляції) саме у кризові періоди національних бізнес-циклів: Аргентина у 1991 р., Бразилія – у 1975 р. (як реакція на розпад Бреттон-Вудської системи), Швеція – у 1993 р., ціла низка країн азійського мегарегіону – у 1998 р. Подібні приклади можна продовжувати.

З другого боку, вищеперераховані кількісно-якісні зміни у світовій фінансовій системі спричиняють регулярне досягнення світовою фінансовою системою критичного рівня розбалансування, а відтак – її перманентні «перезавантаження» на якісно нових організаційних, економічних, інструментальних й інституційно-регуляторних засадах. Не випадково, кожен етапний перехід світовою фінансовою системою на якісно вищий щабель розвитку упродовж усього історичного періоду світогосподарського розвитку завжди відбувався через фінансові кризи, що забезпечували повне оновлення способів, інструментів та інститутів міжнародного фінансового обороту у рамках світового господарства, а також усіх його структурних елементів. Йдеться насамперед про перелік світових резервних валют і міжнародних рахункових валютних одиниць, умови регламентації режимів валютних курсів та міжнародних розрахунків, глобальні правила використання фінансово-кредитного капіталу, інструменти лібералізації транскордонних фінансових операцій, світові режими ринків золота, фінансових і валютних ресурсів, а також інституційно-економічні системи міждержавного регулювання транскордонних фінансових потоків.

У даному контексті достатньо сказати, що упродовж останніх шістдесяти років у рамках четвертої довгої хвилі світогосподарської динаміки (1950-2000 рр.) світова економіка зазнала понад 100 рецесій, що характеризувались різною тривалістю і ступенем порушення світової фінансово-економічної рівноваги [203, с. 105]. Тільки з 1970 р. до 2015 р. у світі відбулось 306 валютних криз (рис. 1.5), серед яких найбільший вплив на порушення світогосподарської рівноваги справили криза у Латинській Америці у 1992 р., текільська криза 1994 р., азійська криза 1997 р. та глобальна економічна криза 2007-2010 рр.

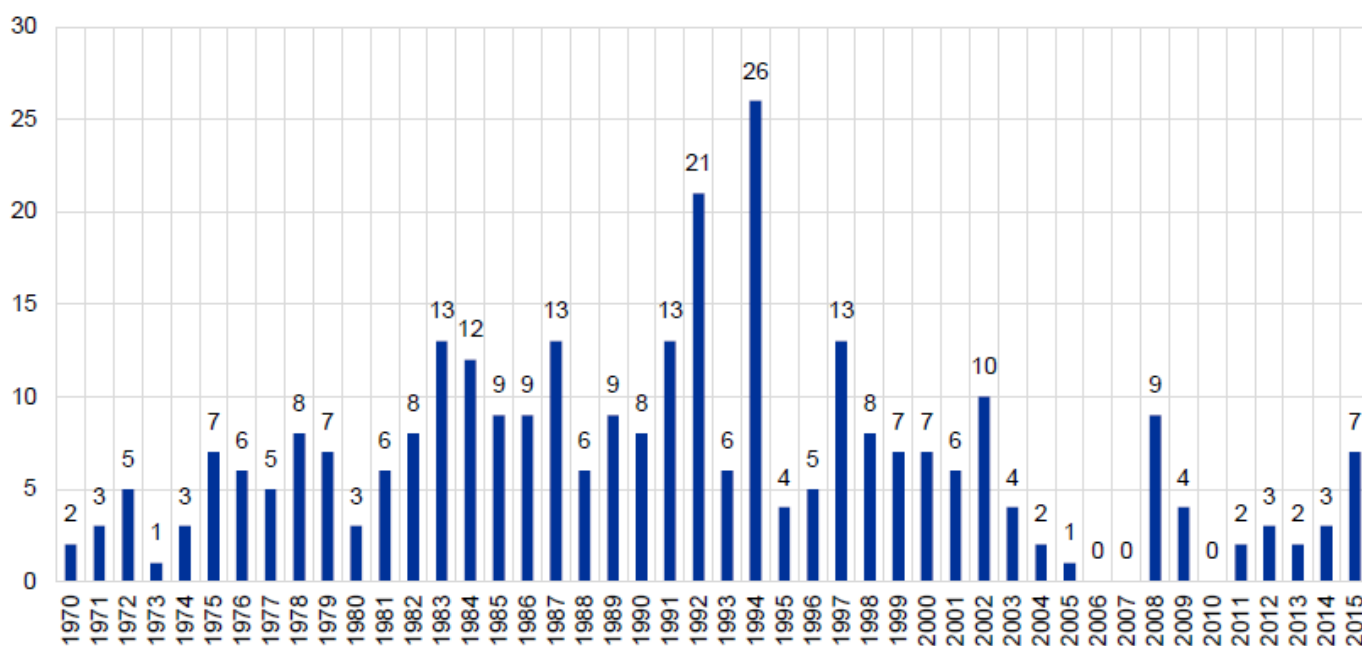


Рис. 1.5. Чисельність валютних криз у світі у 1970-2015 рр. [176, с. 27]

При цьому найбільші кризові «провали» фінансових ринків спостерігаються переважно після запровадження лібералізаційних режимів у регулюванні національних фінансових ринків, коли у відповідь на об'єктивні потреби розширення емісійного пропонування грошового ресурсу країни найчастіше вдаються до допуску фінансових посередників до реалізації непритаманних їм операцій у сфері обігу фінансових ресурсів. З-поміж прикладів можна навести, зокрема, ухвалення у 2000 р. Конгресом США Закону Гремма – Ліча – Блайлі, який, прийшовши на зміну Закону Гласса-Стігала 1933 р. [273, с. 14], поклав кінець функціональному принципу регулювання американського фінансового ринку у частині обов'язкового розділення депозитних й інвестиційних функцій банків, а також запустив у дію цілу низку жорстких обмежень щодо запровадження

процентних ставок за строковими й ощадними вкладками банківських установ. У результаті банки холдингового типу здобули практично необмежені можливості щодо злиттів і поглинань з фінансовими бізнес-структурами (інвестиційними банками і небанківськими установами, компаніями з управління активами і страховими компаніями), а також активно включились у ринковий обіг фінансових активів способом виконання перетворених функціональних компетенцій.

Відбиваючи за своєю природою, рушійними силами і механізмами поширення модифікації коротких економічних циклів (зменшення глибини кризових «провалів» економічних систем, зростання регулярності криз, пріоритетність надвиробництва основного капіталу порівняно з надвиробництвом товарів, відсутність різкого зниження цін на товари і послуги у передкризові періоди тощо [203, с. 105]), ці фінансово-економічні кризи є відображенням глибоких якісних змін у системі світового господарства та міжнародних валютно-фінансових і кредитних відносинах. Йдеться насамперед про системну модернізацію технологічного базису суспільного виробництва (з його переходом від п'ятого до шостого технологічного укладу і формуванням фрагментарних ознак сьомого укладу), динамічно зростаючу фінансиалізацію і соціалізацію світової економіки, інноватизацію усіх сфер людської життєдіяльності, а також імплементацію в усі сфери суспільного відтворення заходів й інструментів інноваційного менеджменту.

Не слід скидати з рахунків й одночасного накладання у просторі і часі у кінці 2000-х – на початку 2010-х років структурної, фінансової, банківської, інвестиційної і валютної криз, а також криз ресурсного надспоживання і гіперфінансування [212, с. 13], що свідчить про явно виражені ознаки «гібридизації» фінансово-економічних криз, важелі й інструменти виходу з яких ще не розроблені у нинішній глобальній регуляторній парадигмі. Так, згідно даних Міжнародного валютного фонду у період напередодні глобальної економічної кризи 2007-2010 р. активними акторами процесів фінансового глобалізму були не тільки високоінтегровані фінансові ринки держав-лідерів, але й ринки країн, що розвиваються, котрі на 30-50% обсягу своєї капіталізації були «вбудовані» у структуру глобального ринку фінансового капіталу [348, с. 12].

Як уже відзначалось вище, у доглобалізаційну епоху (тобто упродовж XIX – XX ст. (до 1980-х років)) у світі панувала *національно орієнтована модель міжнародного фінансового порядку*. Вона базувалась на домінуванні національних економічних інтересів країн у формуванні і структурній динаміці розвитку їх фінансових ринків, розбудові їх інституційної системи, а також реалізації національних політик щодо регулювання міжнародних потоків капіталу, запровадження обмежень на операції з капітальними рахунками, коригування макроекономічної політики та ухвалення управлінських рішень у сфері макропруденційного регулювання. Підтвердженням цього є насамперед відносно незначні вартісні обсяги транскордонного переміщення фінансових активів та інвестиційно-кредитних операцій багатонаціональних компаній і банків у період до 1980-х років, а також збереження доволі високих бар'єрів входу економічних агентів на зарубіжні ринки валютних, інвестиційних і кредитних ресурсів. Так, за оцінками М. Обсфельда і А. Тейлора відношення вартісного обсягу нагромадженого іноземного капіталу до світового валового внутрішнього продукту зросло з 7% у 1870 р. до 20% 1914 р., а у період 1945-1980 рр. – з 5 до 18% відповідно [135].

Разом з тим, вже з початку 1990-х років з усією очевидністю окреслюється факт того, що національно орієнтована модель міжнародного фінансового порядку досягла своїх граничних меж у силу критичного загострення антагонізму між формою організації глобальних процесів суспільного відтворення та діючими товарно-грошовими відносинами. Це набуває свого концентрованого вираження у повному відриві фінансового ринку від реальної економіки, наростанні дисбалансів між матеріально-речовим змістом глобального валового внутрішнього продукту і його грошовим вираженням, а також нагромадженні у світовій економіці міжрегіональних і міжсекторальних асиметрій у розподілі глобального фінансового капіталу та процесах його залучення до глобального відтворювального процесу. Достатньо сказати, що вже на початку XXI ст. відношення нагромадженого у світі іноземного капіталу до глобального ВВП досягнув рекордної відмітки у 62% світового ВВП [348, с. 12]. Водночас загальний вартісний обсяг транскордонного переміщення фінансових активів (*financial assets*)

особливо стрімко зростає у період з 1995 р., що засвідчує випереджальну динаміку розвитку фінансового глобалізму, порівняно з глобалізаційними процесами у сфері реальної економіки. При цьому загальний вартісний обсяг транскордонних потоків товарів, послуг і фінансового капіталу збільшився з 3 трлн дол. США (26% глобального ВВП) у 1980 р. до 30 трлн (39% відповідно) у 2014 р. з досягненням максимального значення даного показника на рівні 30 трлн (53% світового валового внутрішнього продукту) у 2007 р. (рис. 1.6).

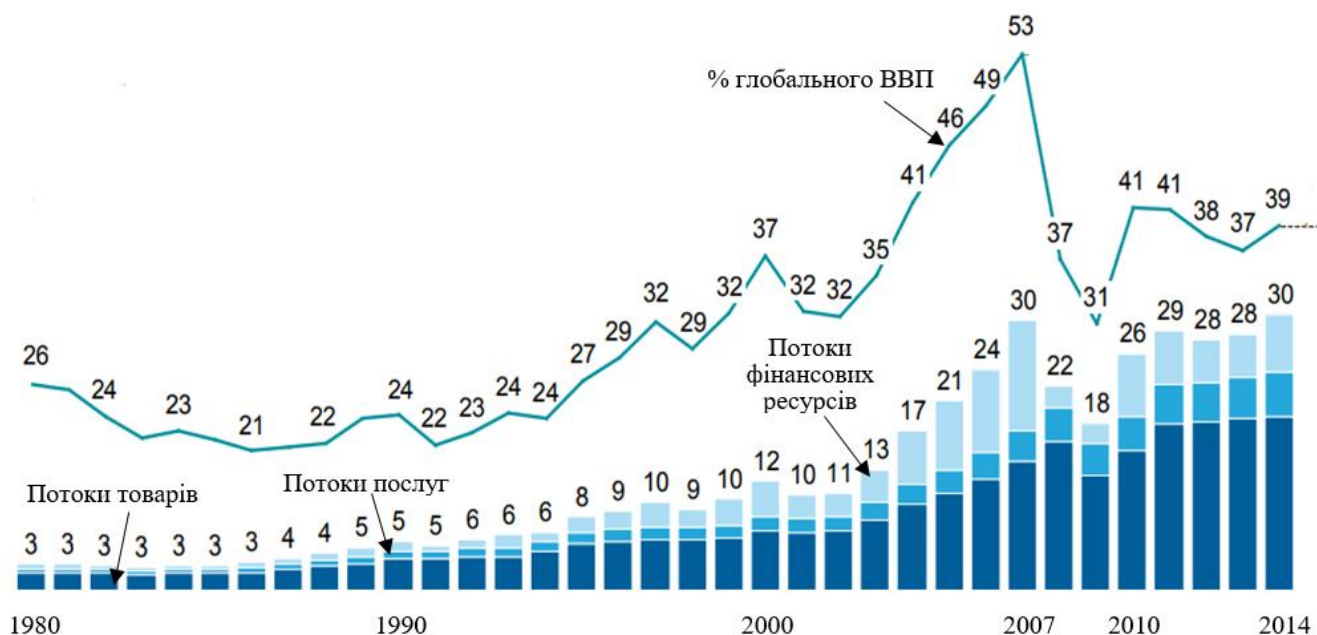
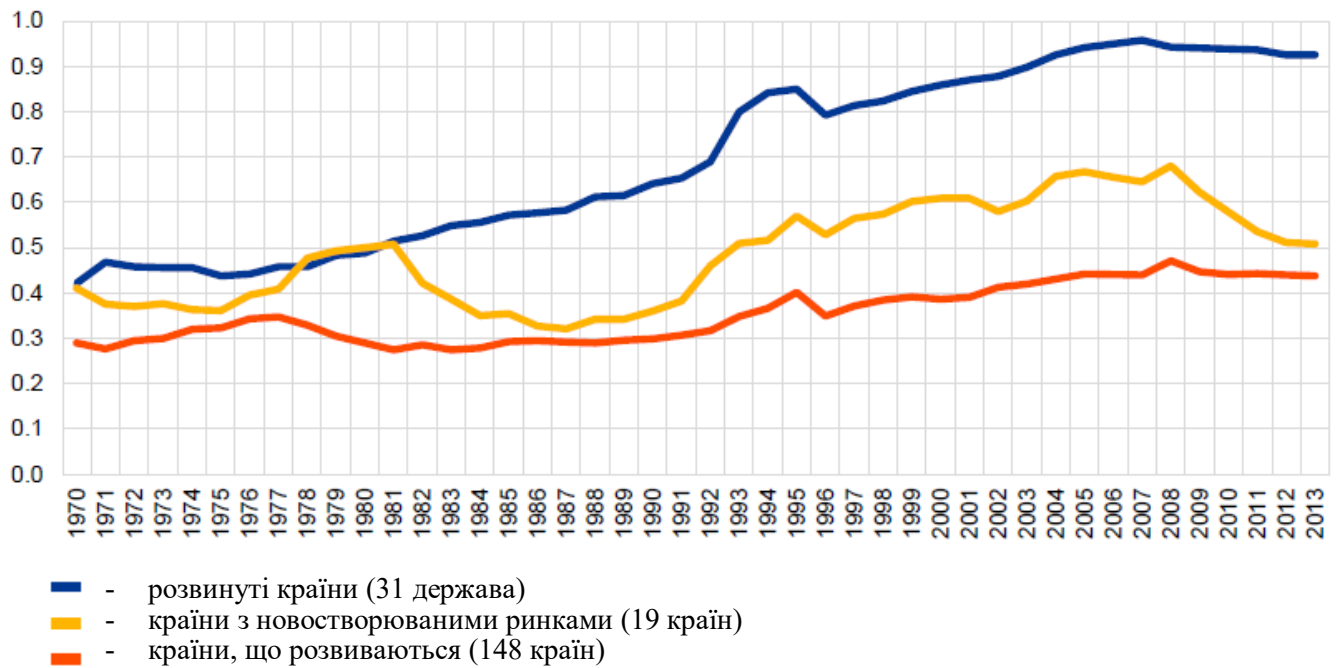


Рис. 1.6. Світові обсяги транскордонних потоків товарів, послуг та фінансових ресурсів протягом 1980-2014 рр., трлн дол. США [45, с. 3]

З 1970 р. суттєво зростає і такий показник як індекс фінансової відкритості країн, що розраховується на основі даних щодо рівня лібералізації операцій з капітальними рахунками. Як показують дані рис. 1.7, найбільшого прогресу тут досягли держави-лідери, які у період 1970-2013 рр. демонструють неухильне збільшення даного показника з 0,4 до 0,9. Натомість країни, що розвиваються, домоглися його підвищення за вказаний період з 0,3 до 0,5, а країни з новостворюваними ринками – з 0,4 до 0,5 відповідно. При цьому спостерігається доволі нерівномірна динаміка їх індексу фінансової відкритості з 1996 р. до 2008 р. (до 0,5 і 0,7 відповідно) з подальшим його зниженням до 2013 р.



**Рис. 1.7. Індекс фінансової відкритості різних груп країн
у 1970-2013 рр. [51, с. 34]**

Головною причиною цього є нестабільність їх національних грошово-кредитних і фінансових систем, що вимагає перманентних змін у національних політиках щодо фінансової відкритості. За оцінками авторитетних міжнародних експертів McKinsey Global Institute, на період до 2027 р. до 80% глобального ВВП буде залучено у транскордонні потоки товарів і послуг, тоді як у 2001 р. даний показник не перевищував 20%. Принагідно також відзначити, що 50% світового обсягу споживчих витрат здійснюватиме населення країн з новостворюваними ринками [115], що підтверджує посилення глобальних трендів щодо консюмеризації суспільного відтворення та динамічної дифузії стандартів капіталістичного споживання далеко за межі держав «золотого мільярду».

Особливого інтересу при цьому заслуговує структурна динаміка транскордонних фінансових потоків у світогосподарській системі в останні десятиліття. Так, з 1990 р. до 2017 р. їх вартісний обсяг збільшився з 1 до 6 трлн дол. США (13 трлн у 2007 р.) (рис. 1.8). Що стосується частки глобальних транскордонних потоків капіталу у світовому валовому внутрішньому продукті, то у період 1990-2000 рр. вона становила 5,3%, у 2000-2010 рр. – 11,3%, у 2010-2017рр. – 7,1% відповідно. Це демонструє яскраво виражену закономірність циклічності глобальних процесів транскордонного руху фінансових активів у

відповідності до регулярних коливань рівня бізнес-активності, перманентних порушень рівноваги різнорівневих економічних систем, а також динаміки нагромадження економічних диспропорцій у світогосподарській структурі.

трлн дол. США

% глобального ВВП

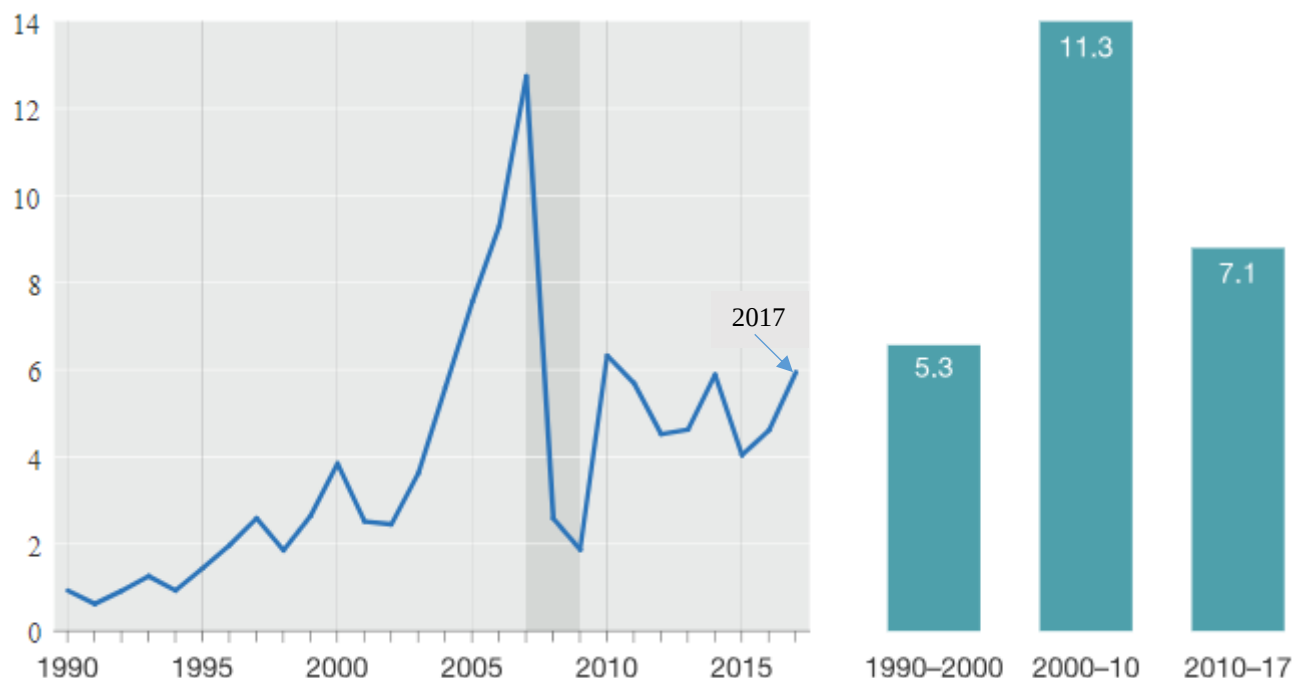


Рис. 1.8. Динаміка глобальних транскордонних потоків капіталу у 1990-2017 рр., трлн дол. США та у % глобального ВВП [5]

При цьому всі ми сьогодні стаємо свідками і докорінної зміни видової структури транскордонних фінансових активів. Якщо у 1980 р. вони практично на 100% своєї вартості були репрезентовані міжнародними кредитами, то у 2000 р. їх питома частка зменшилась до 29,2%, до 2007 р. знову збільшилась до 48,3%, а у 2014 р. – знову скоротилась до 17,3% (рис. 1.9). Водночас, за вказаний період у структурі транскордонних потоків фінансових активів значно збільшилась питома частка акцій, облігацій і прямих іноземних інвестицій. Їх частка на кінець періоду становила відповідно 20%, 30,8% та 32,7%. Подібний тренд є красномовним підтвердженням випереджальної динаміки розвитку процесів фінансового глобалізму, порівняно з глобалізаційними процесами у реальній економіці. Це стає потужним драйвером нарощування масштабів транскордонного руху усіх форм фінансового капіталу, у відповідності з потребами його міжрегіонального і міжгалузевого перерозподілу у рамках світогосподарської системи.

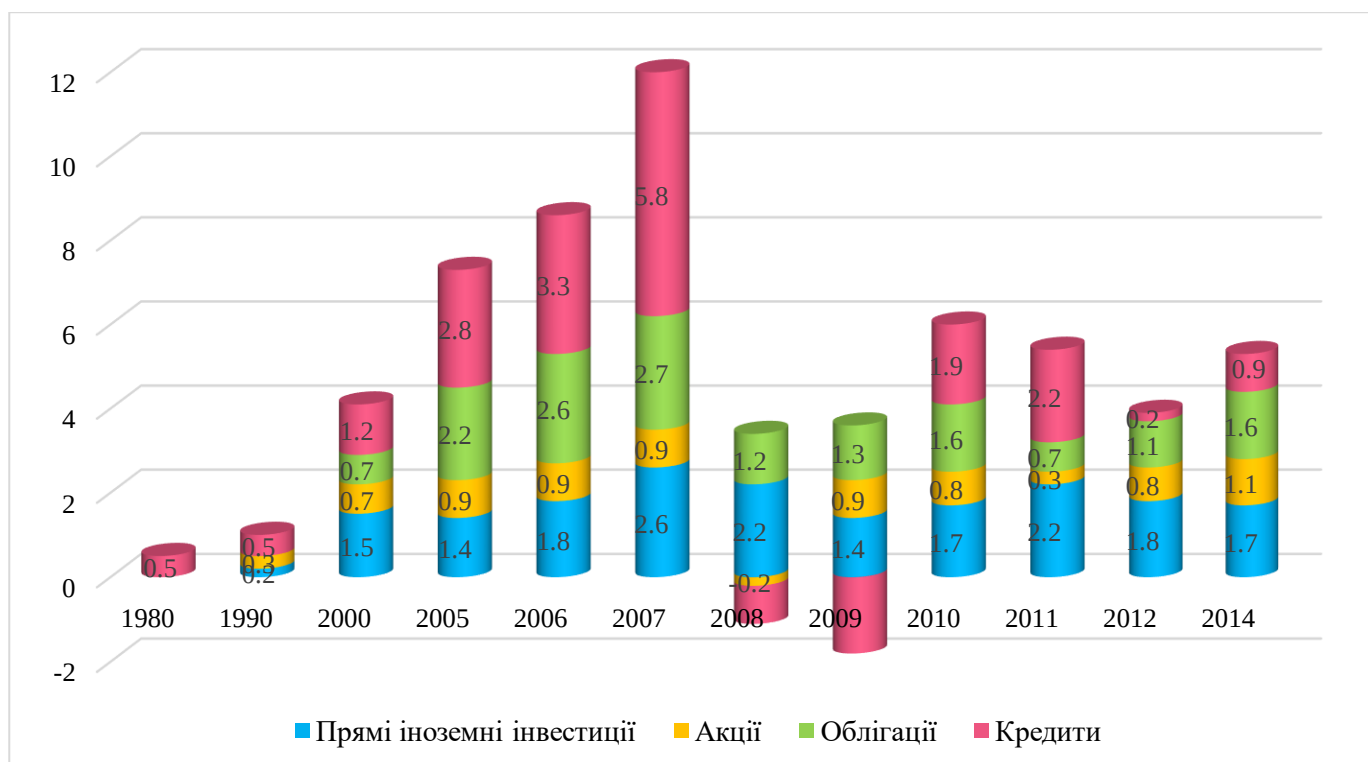


Рис. 1.9. Структура транскордонних потоків фінансових ресурсів у період 1980-2014 рр., трлн дол. США [68, с. 27]

В основі цих процесів лежать фундаментальні процеси, з одного боку, дедалі більшого перерозподілу глобального фінансового капіталу на користь країн з новостворюваними ринками, а з другого – безпрецедентного посилення інституційної, функціональної й організаційної конвергенції національних фінансових ринків. Їх синергійна дія лежить в основі формування у структурі глобального ринку самостійного й автономного сегменту фінансового капіталу, що не тільки функціонує за своїми власними законами ринкового кругообігу капітальних ресурсів, але й генерує колосальні вартісні обсяги доданої вартості поза сферою реальної економіки. Особливої уваги у функціонуванні глобального фінансового ринку заслуговують процеси формування єдиних, наднаціональних за характером дії механізмів міжтериторіального і міжсекторального перерозподілу фінансового капіталу, нагромадження капітальних ресурсів у банківській сфері, формування цін на світовий кредитний капітал та інтернаціоналізації національних валют країн світу.

Таким чином, фундаментальні процеси фінансової глобалізації справляють потужний вплив на *модернізацію фінансового базису міжнародного економічного*

порядку. Як відомо, одним з найважливіших індикаторів, за яким можна оцінити ефективність діючої моделі фінансового порядку, є його здатність забезпечувати цінову стабільність, що виражається у показнику глобальної інфляції споживчих цін. Її динаміка у період 1980-2014 рр. (рис. 1.10) дає підстави говорити про вражаючий досягнутий прогрес у цій сфері. У той час як у 1986-1994 р. її річний показник збільшився з 15 до 40%, відбиваючи по суті кризові явища в економіках країн-лідерів, викликані нафтовими шоками 1970-х років, то з 2000 р. її щорічний рівень не перевищує 5% (за виключенням кризових 2008-2009 р., коли даний показник становив відповідно 7% і 3,5%). Однак, ці середньосвітові показники не здатні відобразити національні індикатори інфляційної динаміки, оскільки країни Африки на південь від Сахари, держави Латинської Америки та Східної Азії все ще потерпають від високого рівня інфляції споживчих цін, що нерідко вимірюється двозначними цифрами.

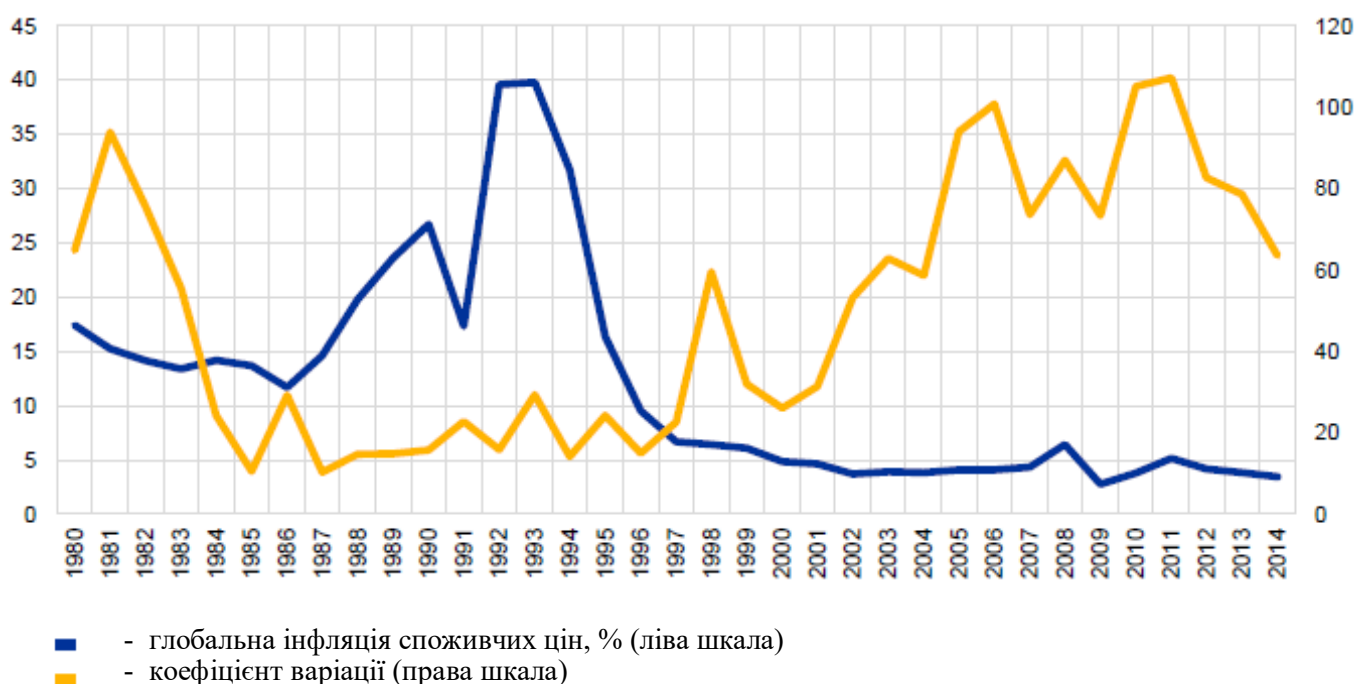


Рис. 1.10. Динаміка щорічної глобальної інфляції споживчих цін та коефіцієнт її варіації у 1980-2014 рр. [51, с. 23]

На нашу думку, аналіз глобальної моделі міжнародного фінансового порядку має проводитись через призму його компонентного складу. Так, ще у 1977 р. у своїй праці «Невдача світової грошової реформи 1971-1974 рр.» Дж. Уільямсон визначив чотири компоненти глобального фінансового порядку: режим обмінного курсу та

діюча система регулювання валютного курсу і платіжного балансу; ступінь «конвертованості ринку» (наявність чи відсутність державного контролю за транскордонним рухом капіталом та відповідна державна політика у цій сфері); постачання резервних активів (міжнародна ліквідність); інституційна система регулювання міжнародної монетарної системи (МВФ) [194].

Що стосується *режиму обмінного курсу*, то він, як відомо має на сьогодні трьохкритеріальну оціночну природу згідно так званої «монетарної трилеми». Йдеться про неможливість одночасної реалізації національними органами монетарного регулювання трьох ключових компонент грошово-кредитної політики – забезпечення стабільності обмінного курсу національної валюти, вільного транскордонного руху капіталу і незалежної грошової політики. Інакше кажучи, якщо є потреба у залученні капітальних ресурсів для стимулювання макроекономічного зростання і реалізації державою незалежної грошової політики, то їй слід відмовитись від режиму фіксованого валютного курсу. Так, за умов фіксації валютного курсу певною мірою «розмивається» незалежність національної монетарної політики щодо забезпечення внутрішньої економічної рівноваги. Мова йде про неможливість впливу процентних ставок центрального банку на стабільність цін, стимулювання кредитних відносин та динаміку макроекономічного зростання, а отже – перетворення інструментів валютного курсу і валютних інтервенцій на головний канал впливу на обсяг грошової маси в обігу. Головними ж інструментами державного регулювання цін, зайнятості і макроекономічного зростання стає бюджетна політика і система державних видатків. Фіксований валютний курс має сенс лише до тих пір, поки державний борг і державний дефіцит не досягли критичного значення, у противному випадку – це програшний варіант [218, с. 77].

За умов панування золотого стандарту, національні валюти були стабільними, забезпечувався вільний транскордонний рух капітальних ресурсів, а національні уряди і центральні банки країн були суттєво обмежені у грошовій автономії. Натомість Бреттон-Вудська система характеризується фіксованими обмінними курсами, монетарною автономією та обмеженням транскордонних потоків капіталу. При цьому регулювання платіжних балансів здійснюється на основі

кредитних механізмів МВФ і Групи Світового банку, а монетарна політика країн є переважно ациклічною, коли контроль за рухом капітальних ресурсів має переважно фрагментарний характер, таргетування інфляції не здійснюється, а центральні банки країн реалізують політику обмінних курсів на основі валютної прив'язки. Ямайська валютна система ознаменувалась відмовою країн від фіксованого валютного курсу, їх монетарною автономією і вільними транскордонними потоками капітальних ресурсів. При цьому дефіцит платіжного балансу регулюється на основі девальвації валют чи прямого контролю імпорتنих операцій [286, с. 25], а в якості головного монетарного регулятора застосовуються механізми антициклічного регулювання грошово-кредитної політики, запровадження інструментів таргетування інфляції і правил Тейлора.

Між тим, розбудова глобальної моделі міжнародного фінансового порядку передбачає *впровадження якісно нової системи міждержавної фіксації валютних курсів*. Це передбачає, з одного боку, гармонізацію таких макроекономічних змінних як інфляція та процентна ставка, а з другого – вирівнювання реальних доходів громадян різних країн, що, своєю чергою, потребуватиме конвергенції їх фіскальної і соціальної політик. Важливо також, щоб у глобальному вимірі країни мали конвергентний рівень продуктивності праці, а також рівноправний доступ до інноваційних технологій і міжнародних ринків капіталу [286, с. 28].

Характеризуючи *діючі системи державного контролю за транскордонним рухом капіталом* як елементу міжнародного фінансового порядку, слід відзначити, що транскордонні потоки капітальних ресурсів у світовій фінансовій системі нерозривно пов'язані із загрозами запровадження різними країнами світу обмежувальних заходів на операції з капітальними рахунками платіжних балансів. Причому несподіване впровадження повної заборони на подібні операції є на сьогодні чи не найголовнішою рисою глобальної моделі фінансового порядку. Світовий досвід засвідчує, що головною мотивацією запровадження заборони є зменшення притоку капіталу нерезидентів за попередні 20 кварталів щонайменше на одне стандартне відхилення, коли це зниження триває більше одного кварталу, або коли скорочення потоків становить два стандартні відхилення порівняно з попереднім середнім значенням упродовж одного кварталу. Дані, подані у табл. 1.2,

показують, що у період 1991-2015 рр. у світі було зафіксовано 46 епізодів запровадження повної заборони на вивіз капіталу.

Таблиця 1.2

**Епізоди запровадження повної заборони на вивіз капіталу
у 1991-2015 рр. [51, с. 42]**

Показник	1991-2002 рр.	2003-2015 рр.
Загальна кількість епізодів повної заборони	16	30
У процентах від наявних спостережень (кількість епізодів заборони / загальна кількість спостережень), %	1,8 (16 / 903)	2,1 (30 / 1354)
Кількість кварталів, упродовж яких діяли заборони	4,0	3,6
Зміна потоку капітальних ресурсів упродовж епізодів повної заборони, % ВВП за перший квартал	-1,6	-1,3
Зміна потоку капітальних ресурсів упродовж епізодів повної заборони у середньому за перші чотири квартали, % ВВП	-1,8	-1,7
Потік капіталу за чотири квартали, що передували введенню заборони	1,3	2,0
Зниження ВВП від запровадження заборон за чотири квартали, %	3,8	2,3

Є всі підстави говорити про наявність чітко виражених міжкраїнових і міжчасових відмінностей у заходах і механізмах реалізації країнами фінансової, фіскальної і грошово-кредитної політики. Так, упродовж 2003-2015 рр. монетарна політика багатьох країн світу була більш «м'якою» порівняно з періодом 1991-2002р., у той час як фіскальна політика – навпаки – зазвичай посилювалась у відповідь на запровадження обмежень на операції з капітальними рахунками. І це при тому, що масштаби фіскальної консолідації за різними країнами були значно меншими у 2003-2015 рр., порівняно з 1991-2002 рр. Це свідчить про значну переорієнтацію антикризових макроекономічних політик держав у напрямі посилення фіскальних механізмів стабілізації фінансових ринків без проведення політики фіскальної консолідації задля зменшення доступності фінансування.

Завдяки цьому центральні банки держав досягають головних цілей – послаблення монетарних умов бізнес-діяльності та девальвації курсів національних валют, завдяки чому значною мірою послаблюється й інфляційний тиск на економіку. Водночас, подальше розширення міжнародних ринків капіталу та нарощування їх капіталізації суттєво розширюють можливості країн, що розвиваються, щодо стабілізації своїх

фінансових систем та захисту від глобальних фінансових шоків. Запорукою цього є як їх потужні грошово-кредитні і фінансові позиції, так і своєчасна реалізація механізмів антициклічного регулювання.

На особливу увагу заслуговує також сучасний глобальний процес *забезпечення міжнародної ліквідності*. Як відомо, спроможність кожної країни своєчасно і безперебійно здійснювати платежі за своїми міжнародними зобов'язаннями забезпечується міжнародними ліквідними засобами. За визначенням М. Флемінга, їх репрезентують ресурси, легко доступні для органів грошово-кредитного регулювання, що використовуються для фінансування дефіциту платіжного балансу та забезпечення стабільності обмінного курсу національної валюти. У сучасних глобальних умовах, коли активними учасниками транскордонних фінансових операцій є не тільки банки і корпоративний сектор, але й домогосподарства та підприємства немонополізованого сектору, суттєво зростають потоки ліквідних коштів. Як показують дані рис. 1.11, після зростання міжнародної ліквідності у 1980-2010 рр. з 0,3 до 0,6% глобального валового внутрішнього продукту (під впливом різкого збільшення вартості світових резервних валют, державних облігацій і золотих запасів) до 2015 р. вона зменшилась до 0,3% світового ВВП.

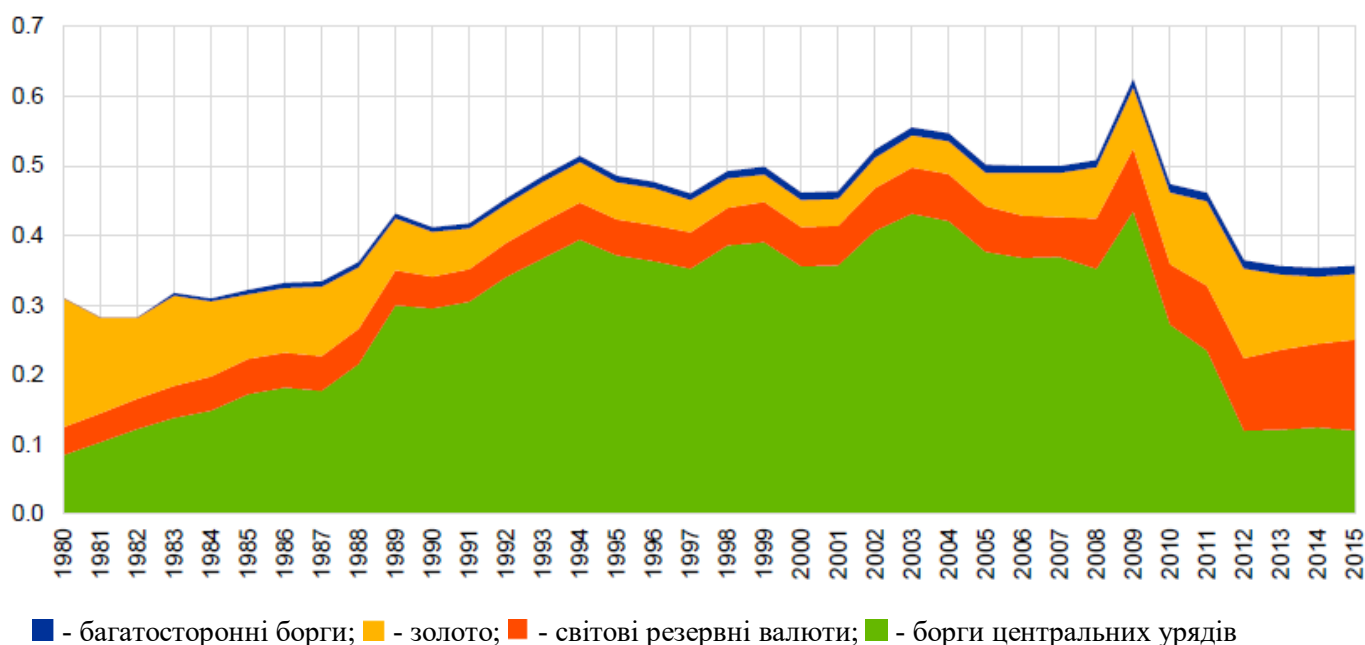


Рис. 1.11. Структурна динаміка міжнародної ліквідності у 1980-2015 рр., % глобального ВВП [51, с. 45]

І це при тому, що за багатьма країнами світу процентні ставки досягли нульового рівня, що мало б значно розширити міжнародну ліквідну базу за рахунок включення

до її складу високоякісних інвестиційних активів, залучених у транскордонні фінансові операції. Таким чином, за збереження даного негативного тренду світова фінансова система може опинитись під загрозою наростаючого дефіциту міжнародної ліквідності як це було у 1930-х роках. Дана загроза випливає з того факту, що міжнародний статус національної валюти є природною монополією тієї чи іншої країни у сенсі її здатності бути валютою розрахунків у міжнародних операціях. Разом з тим, за умов нездатності країни забезпечити своєю валютою міжнародну ліквідність (тобто безпечні і ліквідні активи у масштабах, що відповідають потребам постійно зростаючої світової економіки), актуалізується проблема щодо створення інших, наднаціональних джерел міжнародної ліквідності.

І, нарешті, *інституційна система регулювання міжнародної монетарної системи у глобальній моделі міжнародного фінансового порядку* має бути суттєво реорганізована. Дане питання більш детально буде розглянуто у розділі 3.1 нашої роботи. Тут лише відзначимо, що нинішня інституційна парадигма регулювання глобальних фінансових процесів певною мірою себе вичерпала і неспроможна забезпечувати світову фінансову рівновагу. Тож майбутні тренди її розвитку пов'язуються, з одного боку, зі значним розширенням функціональних компетенцій діючих органів міжнародного фінансового управління, а з другого – зі створенням нових інститутів світового фінансового управління, що візьмуть на себе функції щодо цілеупорядкування транскордонного руху фінансового капіталу.

Підбиваючи підсумок, наголосимо, що розбудова глобального формату міжнародного фінансового порядку передбачає кардинальне реформування усіх його складових – режиму обмінного курсу та діючої системи регулювання валютного курсу і платіжного балансу; системи державного контролю за транскордонним рухом капіталом; забезпечення міжнародної ліквідності; а також інституційної системи регулювання міжнародної монетарної системи. Це потребуватиме поглиблення міждержавної взаємодії у сфері конвергенції своїх грошово-кредитних і монетарних політик з делегуванням частини функцій на регіональний і наднаціональний рівні.

Висновки до розділу 1

1. На основі узагальнення теоретичного дискурсу дослідження фінансових ринків можна виокремити такі його етапи та конкретизувати домінуючу для кожного

з них теорію і визначальні критерії: 1-й етап (кінець XV – перша половина XVII ст.) теорія меркантилізму – (фінансові ринки як джерело формування багатства націй, нагромадження грошей у формі дорогоцінних металів та диверсифікації джерел наповнення доходної частини державних бюджетів); 2-й етап (друга половина XVII – перша половина XIX ст.) класична політична економія – (статична рівновага фінансових ринків та закономірності кругообігу грошових і капітальних ресурсів в економіці через призму їх участі у виробництві економічних благ); 3-й етап (друга половина XIX – початок XX ст.) марксизм (природа фіктивного капіталу, позикового капіталу, позикового процента, фондового ринку і руху цінних паперів); 4-й етап (початок XX ст.) неокласичні теорії (визначальна роль фінансового ринку у процесах капіталістичного нагромадження, нарощуванні рівня капіталоозброєності виробництва, підвищенні продуктивності суспільної праці); 5-й етап (перша половина XX ст.) – кейнсіанська теорія загальної рівноваги (процеси відтворення фінансового капіталу у масштабах національних економік, досягнення макроекономічної стабільності на основі реалізації державної політики стимулювання споживчого попиту та підтримки інвестиційної активності); 6-й етап (1950-1970-ті роки) – монетаризм (забезпечення стійкості економічної системи на основі кореляційної залежності між грошовою масою в обігу та динамікою основних макроекономічних показників); 7-й етап (1980-ті роки – дотепер) – портфельна теорія (поведінка інвесторів на фінансових ринках через призму забезпечення ними рівноваги своїх інвестиційних портфелів та оптимізації співвідношення показників доходності і ризикованості включених до портфелів фінансових активів).

2. Ключові закономірності і тенденції розвитку світової економіки і політики формуються не спонтанно-хаотично, а мають чітко виражену закономірну природу, втілену у впорядкованому на структурному рівні міжнародному порядку. На усіх етапах світогосподарського розвитку одним з його головних драйверів були національні монетарні системи як конкретна форма існування грошових відносин у суспільстві на тому чи іншому етапі його економічного поступу. У їх рамках формуються організаційно-економічні й інституційні механізми грошового обігу й кредиту, регулювання обсягу грошової маси в обігу та процентних ставок на кредитний капітал, здійснення валютообмінних операцій та регулювання обмінного курсу національної валюти. Даний інструментарій лежить в основі можливостей країн щодо утримання макроекономічної рівноваги, забезпечення безперервності процесу

розширеного відтворення та еквівалентності обміну, контролю рівня інфляції, зайнятості і реалізації ефективної антиінфляційної політики, а також нарощування обсягів інвестування, національного виробництва і чистого експорту.

3. Міжнародний фінансовий порядок у процесі свого еволюційного розвитку в останні сто п'ятдесят років зазнавав постійних модифікацій і трансформацій з погляду як суб'єктної структури світових валютно-фінансових відносин, так і їх об'єктної, інституційної і регуляторної системи, а також кількісно-якісних характеристик світового фінансового середовища. Трансформація міжнародного фінансового порядку може бути кваліфікована як процес незворотних, векторно спрямованих і закономірних кількісно-якісних змін у світовій фінансовій системі, пов'язаних насамперед із забезпеченням міжнародної ліквідності, переліком провідних національних валют, що торгуються на глибоких і високоліквідних фінансових ринках, а також системою контролю за обмінними курсами і транскордонними потоками капіталу.

4. У доглобалізаційну епоху у світі панувала національно орієнтована модель міжнародного фінансового порядку. Вона базувалась на домінуванні національних економічних інтересів країн у формуванні і структурній динаміці розвитку їх фінансових ринків, розбудові їх інституційної системи, а також реалізації національних політик щодо регулювання міжнародних потоків капіталу, запровадження обмежень на операції з капітальними рахунками, коригування макроекономічної політики та ухвалення управлінських рішень у сфері макропруденційного регулювання. Однак, вже з початку 1990-х років національно орієнтована модель досягла своїх граничних меж у силу критичного загострення антагонізму між формою організації глобальних процесів суспільного відтворення та діючими товарно-грошовими відносинами. Фундаментальні процеси фінансової глобалізації справляють потужний вплив на модернізацію фінансового базису міжнародного економічного порядку, що охоплює усі його компоненти: режим обмінного курсу та діючу систему регулювання валютного курсу і платіжного балансу; систему державного контролю за транскордонним рухом капіталом; забезпечення міжнародної ліквідності; а також інституційну систему регулювання міжнародної монетарної системи.

Основні результати розділу опубліковані у роботах автора [254, 255, 257, 265, 267].

РОЗДІЛ 2.

СТРУКТУРНІ ТРАНСФОРМАЦІЇ ФІНАНСОВОГО РИНКУ У КОНФІГУРАЦІЇ ГЛОБАЛЬНОГО ЕКОНОМІЧНОГО ПОРЯДКУ

2.1. Структурний вимір банківської діяльності у глобальних координатах

Банківська діяльність, як складна цілісна система та головний інституційний механізм акумуляції і перерозподілу у світовій економіці тимчасово вільного фінансового капіталу, в умовах глобального економічного розвитку характеризується динамічними трансформаційними змінами. Вони пов'язані насамперед з диверсифікацією банківських послуг, ускладненням технологій їх продукування, зростанням рівня прибутковості і ризикованості банківського бізнесу. Розуміння природи, рушійних сил і векторної спрямованості цих трансформацій дає змогу виявити вплив фінансового глобалізму на функціонування банківської системи, яка у сучасних умовах не тільки опосередковує транскордонний рух корпоративних фінансових ресурсів, але й забезпечує масштабне кредитно-інвестиційне фінансування економічних операцій на локальному і глобальному рівнях, розрахунково-касове обслуговування міжнародних господарських трансакцій, підтримання необхідного рівня ліквідності фінансово-господарської діяльності суб'єктів господарювання на основі розширення мереж кореспондентських відносин з іноземними банками, відкриття своїх зарубіжних представництв і філіалів, а також формування консорціальних об'єднань з іноземними банківськими установами.

У даному контексті принагідно особливо відзначити динамічне нарощування масштабів глобальної банківської діяльності, підтвердженням чого є ринкова капіталізація світового банківського ринку, яка досягла у першому кварталі 2019 р. відмітки у майже 7 трлн євро [116]. Упродовж 2008-2017 рр. активи Топ-1000 найбільших світових банків зросли з 96,4 до 123,7 трлн дол. США, рентабельність активів – з 1 до 9%, а відношення капіталу першого рівня до сукупних активів – з 4,4 до 6,7% відповідно [2, с. 1]. Подібна динаміка відбиває по суті зростаючі масштаби здійснюваних банками міжнародних фінансових операцій, що

забезпечують усталену стабільність банківської діяльності як у резидентських державах, так і приймаючих країнах. Як показують дані рис. 2.1, у 2018 р. сукупний дохід першої десятки найбільших світових банків лише від інвестиційного банкінгу досягнув майже 39,4 млрд дол. США. Серед них перші чотири позиції посідають американські багатонаціональні інвестиційні банки, на які припадає понад чверті ринкової частки глобального інвестиційного банкінгу за результатами 2017 р.

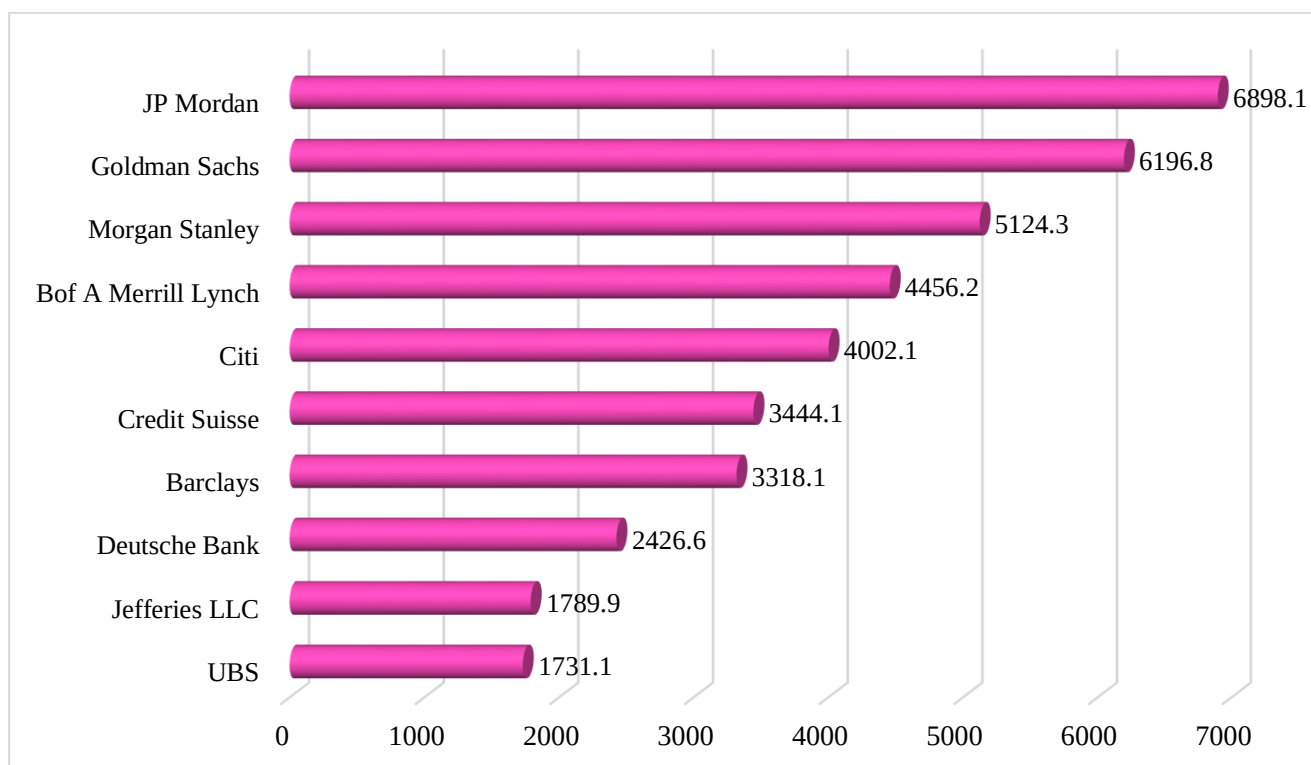


Рис. 2.1. Топ-10 банківських установ світу за показником сукупних доходів від інвестиційного банкінгу у 2018 р., млн дол. США [106]

Водночас найбільшу частку доходів найбільших світових інвестиційних банків генерують нині операції на ринках боргового капіталу (за виключенням Goldman Sachs і Morgan Stanley, які отримали найбільше фінансування від реалізованих операцій злиттів і поглинань) [106]. Це свідчить про утримання банківськими структурами своєю традиційної кредитної спеціалізації (в силу високого коефіцієнта левериджа цих інституцій [30]) у сфері фінансового обслуговування економічної діяльності як основи генерування прибутків і здобуття усталених конкурентних переваг на світовому ринку банківських послуг.

Як невід’ємний компонент сфери глобальних фінансів (з загальним рівнем капіталізації у майже 340 трлн дол. США), світовий банківський бізнес концентрує

нині близько 138 трлн дол. фінансових активів, що становить 40,5% їх глобальних обсягів [75, с. 11]. Для порівняння: частка активів центральних банків не перевищує 7,7% світових фінансових активів, публічних фінансових інституцій – 4,7%, страхових компаній – 8,6%, інших фінансових посередників – 29,2% (табл. 2.1). Тобто розмір фінансових активів комерційних банків суттєво перевищує обсяг глобального валового внутрішнього продукту, а угоди, що реалізуються на світовому ринку банківських послуг, нерідко не відображають реального руху товарів і послуг.

Таблиця 2.1

Структура глобальних фінансових активів у 2016 р. [75, с. 11]

Фінансовий посередник	Вартісний обсяг активів, трлн дол. США	Частка у загальних активах, %	Темп зростання за 2011-2015 рр., %
Центральні банки	26,2	7,7	8,3
Комерційні банки	137,8	40,5	3,1
Публічні фінансові інститути	16,0	4,7	3,7
Страхові корпорації	29,1	8,6	5,8
Пенсійні фонди	31,0	9,1	6,3
Інші фінансові посередники	99,2	29,2	9,0
Фінансові допоміжні структури	0,7	0,2	5,0
Усього	339,9	100,0	5,6

В останнє десятиліття (після світової економічної кризи 2007-2010 рр.) банківські установи разом з національними і наднаціональними інститутами фінансового менеджменту активно працюють у царині «переведення» банківських операцій на безпечні умови функціонування [19]. Красномовним підтвердженням даного тренду є, зокрема, динаміка світового показника коефіцієнта банківського капіталу першого рівня, який збільшився з 9,8% у 2007 р. до 13,2% у 2017 р. Своєю чергою, відношення матеріального капіталу до матеріальних активів банків зріс з 4,6% у 2010 р. до 6,2% у 2017 р., а середня рентабельність банківського капіталу (ROE) після сплати податків в останнє десятиліття коливається у вузькому діапазоні 8-9% [129, с. 8]. У додатку Б представлено основні показники діяльності світової банківської системи у період 1960-2017 рр. Вони показують усталений тренд щодо неухильного зростання вартості банківських кредитів приватному

сектору з 32,7 до 97,5% глобального валового внутрішнього продукту та вартості банківських депозитів – з 12,2 до 51,2% ВВП відповідно.

Це свідчить про значну активізацію світової банківської індустрії, яка навіть на тлі наслідків глобальної економічної кризи 2007-2010 рр. спромоглась відновити докризову динаміку зростання. Додатковим підтвердженням даного тренду і й одночасне збільшення загальної кількості позичальників комерційних банків (з 90,9 до 155,1 осіб у розрахунку на 1 тис осіб дорослого населення у 2010-2017 рр.) та зменшення показника відношення банківських кредитів до депозитної бази – 95,1% у 1960 р. до 86,5% у 2017 р., що засвідчують також тенденцію щодо значного розширення грошової бази банківського кредитування реальної економіки.

Важливими тенденціями розвитку світової банківської індустрії в останні десятиліття є *падіння дохідності банківських активів* (з 1,1 до 0,7% у період 1990-2017 рр.) і *власного капіталу* (з 12,3 до 8,8%), що є відображенням загального зниження ефективності їх використання. Інакше кажучи, світова банківська система демонструє понижувальну здатність, з одного боку, щодо масштабування пропонованих споживачам банківських операцій, а з другого – забезпечення фінансової стійкості у разі настання непередбачуваних форм-мажорних обставин. Упродовж аналізованого періоду спостерігається також *зниження частки непроцентних доходів у загальних доходах банків* (з 35,3 у 1990 р. до 30,3% у 2017 р.). Це є свідченням значного загострення конкурентної боротьби банків за клієнтів, яке спонукає їх до диверсифікації пропонованих споживачам банківських продуктів та впровадження широкого спектру банківських інновацій з метою максимальної адаптації своїх корпоративних стратегій до умов глобальної конкуренції на ринку банківських послуг, ефективного управління інноваційними процесами та виходу на якісно новий щабель розвитку й функціонування.

Таким чином, якщо у 1960-1980-х роках сукупні доходи світової банківської системи формувались головним чином за рахунок процентних доходів від традиційних депозитно-кредитних операцій, то в умовах фінансового глобалізму банки дедалі більшою мірою включаються у проведення операцій, котрі раніше проводили інші фінансові посередники. Йдеться насамперед про он-лайнкові торги, інтернет-банкінг, безкарткові розрахунки, реєстрацію прав власності, інноваційний

лізинг, соціальні банківські інновації, поставку цінних паперів проти платежів, технологічні банківські інновації та інші види операцій, котрі суттєво розширюють базу непроцентних доходів банківської системи.

Ще одна важлива тенденція розвитку світової банківської індустрії останніх десятиліть – це *підвищення частки банківського капіталу у загальних активах* – з 8,6% у 2000 р. до 10,8% у 2017 р. Подібна динаміка є насамперед результатом нарощування акціонерної власності банківських установ багатьох країн світу, що здійснюється каналами реалізовуваних угод злиттів і поглинань за участі приватного акціонерного капіталу. Водночас щорічне зменшення частки незабезпечених кредитів у загальних кредитних портфелях банківських установ. Якщо у 2000 р. вона становила 9,1% загального обсягу наданих банками кредитів, то у 2017 р. – лише 4,1%, що засвідчує підвищену увагу, яку банки приділяють ризик-менеджменту, управлінню активами і витратами, а також нарощуванню своїх конкурентних позицій на світовому ринку.

В останні десятиліття чітко окреслились тенденції і закономірності розвитку світової банківської індустрії, що засвідчують її глибокі трансформаційні зміни у глобальну епоху. Насамперед слід відзначити її *динамічну інтернаціоналізацію* як процесу розширення міжнародної діяльності банків та її виходу за національні кордони держав базування материнських підрозділів через іноземну і зарубіжну участь банків у функціонуванні національних банківських систем. Вона реалізується у таких видах банківських операцій як-от: транскордонні трансакції кредитування, розміщення депозитів та страхування; а також проведення цих операцій через дислоковані у країнах базування іноземні банки у формі дочірніх компаній або філій.

У процесі розвитку інтернаціоналізації банківської діяльності не тільки відбувалось постійне зростання вартісних обсягів транскордонних банківських операцій та частки прибутків від них, але й суттєвих змін зазнали мотиваційні стимули міжнародних трансакцій. Якщо у 1970-1990-х роках інтернаціоналізація була пов'язана зі стремлінням банків здійснювати високопрофесійне банківське обслуговування зарубіжних підрозділів своїх клієнтів з числа багатонаціональних корпорацій, то на сьогодні – забезпечувати диверсифікацію пропонованих

споживачам банківських продуктів і послуг. Вагомими мотиваційними стимулами інтернаціоналізації банківської діяльності є на сьогодні також концентрація і консолідація банківського капіталу і викликане ними загострення конкурентної боротьби на національних ринках банківських послуг, а також об'єктивні економічні потреби фінансування транснаціональної діяльності.

Не слід скидати з рахунків і *динамічного розвитку регіональних сегментів євровалютних ринків та стрімкого розширення глобальних інформаційно-фінансових мереж*, що суттєво спростили процеси транскордонного переміщення банківського капіталу. Саме ці фактори стали потужним драйвером масштабування міжкраїнових і міжрегіональних переливів глобального банківського капіталу, які сформували матеріальну основу для глобальних відтворювальних процесів і вирівнювання економічних й інституційних умов функціонування банків у різних країнах світу. При цьому банківські установи, що володіють усталеними конкурентними перевагами, досвідом і фінансовими можливостями, здійснюють потужну експансію на зарубіжні ринки банківських послуг, забезпечуючи високу динаміку транснаціоналізації банківської діяльності, укрупнення фінансово-кредитних інститутів та посилення конкуренції у банківському секторі.

Характеризуючи діяльність іноземних банків на ринках приймаючих країн, слід відзначити їх зазвичай потужний позитивний вплив на динаміку макроекономічного зростання завдяки масштабному імпорту капітальних ресурсів, розширення внутрішньої ліквідної бази (особливо у періоди економічного спаду), притоку інвестицій й інноваційних технологій, а також формування конкурентного середовища банківської діяльності та забезпечення ефективного розподілу фінансової ресурсної бази. Однак, не слід скидати з рахунків і можливого негативного впливу іноземних банків на ринках приймаючих країн у формі поширення кризових інфекцій і зовнішніх фінансових шоків. Це особливо яскраво виявилось під час глобальної економічної кризи 2007-2010 рр., коли транскордонні потоки банківського капіталу стрімко зменшились у відповідь на поширення кризових явищ.

Як свідчить світовий досвід, логіка еволюційного розвитку інтернаціоналізаційних процесів у банківській сфері охоплює етапи виходу за

кордон, розширення, консолідації й експансії на зарубіжні ринки [247, с. 7], кожен з яких характеризується специфічними організаційно-економічними, інституційними і регуляторними формами міжнародної діяльності банків. Про досягнутий на сьогодні рівень інтернаціоналізації світової банківської діяльності можна судити за показником консолідованої суми іноземних вимог банків, яка з 1983 р. до 2015 р. зросла з 14,4 до 18,6% глобального валового внутрішнього продукту з досягненням максимального значення у 22,1% у 2007 р. [36]. Своєю чергою, частка іноземних банків у світовій банківській системі зросла з 23% у 1995 р. до 47% у 2013 р. [143]; а частка кредитів, виданих суб'єктам господарювання банками-нерезидентами, – з 2,1% світового валового внутрішнього продукту у 1962 р. до 16,5% ВВП у 2015 р. [111]. Це засвідчує високу динаміку розвитку зарубіжних філіальних мереж банківських установ та нарощування вартісних обсягів їх зарубіжних активів, що сприяє розвитку міжнародного банківського бізнесу, посилює конкурентну боротьбу на світовому ринку банківських послуг та активізує консолідацію банківського капіталу. Підтвердженням цього є і дані, подані на рис. 2.2, які показують, що світовий вартісний обсяг зовнішніх активів банків зріс з 8,1 трлн дол. США у 1995 р. до 28,1 трлн у 2018 р.; а зовнішніх зобов'язань – з 7,8 до 25,1 трлн відповідно.

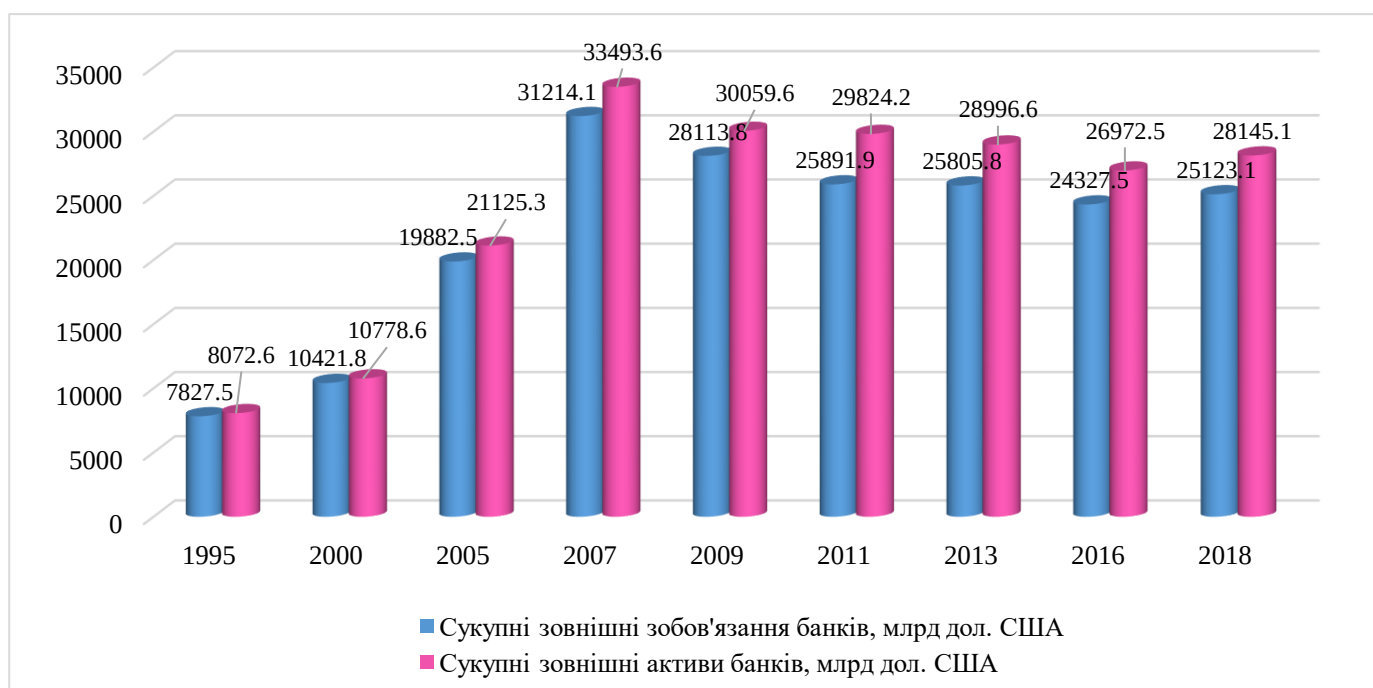


Рис. 2.2. Динаміка зовнішніх активів і зовнішніх зобов'язань світової банківської системи у 1995-2018 рр. [22]

Як впливає з даних додатку В, найвищий рівень інтернаціоналізації за найбільш узагальнюючими її показниками демонструють нині банківські системи Франції, Італії, Японії, Великобританії, Німеччини, Австрії, Бельгії, Нідерландів, Нової Зеландії, Люксембургу, Кіпру, Сейшелів, Барбадосу, Сінгапуру та Гонконгу, тобто держав з банківсько орієнтованою моделлю національних фінансових ринків та традиційних офшорних центрів, що спеціалізуються на обслуговуванні глобальних потоків фінансово-банківських операцій. Зокрема, відношення вимог іноземних банків до валового внутрішнього продукту становив у 2014 р. у Люксембурзі 743,3%, Гонконзі – 236,8%, Барбадосі – 128,4%, Сейшелах – 106,9%; частка іноземних банків у загальній кількості банківських інституцій, що функціонують на їх території - 95%, 73%, 100% і 55%; а частка активів іноземних банків у загальній сумі банківських активів – 92%, 92%, 100% і 65% відповідно.

У даному контексті слід відзначити також докорінну зміну географічних пріоритетів міжнародного кредитування банків: якщо до глобальної економічної кризи кредитні потоки спрямовувались з країн Півночі до країн Півдня, то у післякризовий – основні кредитні потоки циркулюють у напрямі Південь – Південь. Це є відображенням домінування у мотиваційних стимулах функціонування глобального банківського бізнесу факторів масштабного внутрішнього платоспроможного попиту і стабільності макроекономічного середовища країн діяльності банківських підрозділів, їх близькості до технологічних інновацій й інфраструктурних мереж, центрів ухвалення глобальних корпоративних і державних управлінських рішень, а також дії так званих ефектів заміщення та композиції (*англ. – the substitution and compositional effects*) [17, с. 82].

Дерегулювання та лібералізація світової фінансової і банківської індустрії справили потужний стимулюючий вплив не тільки на міжнародну діяльність банків, але й значною мірою стимулювали процеси масштабування операцій місцевих банків багатьох держав світу – як розвинутих, так і країн, що розвиваються. При цьому на банки держав з високим рівнем доходів на сьогодні припадає до 60% загальної кількості новостворюваних зарубіжних банківських підрозділів і майже 90% сукупних активів іноземних банків [17, с. 7]. З метою нарощування своїх конкурентних позицій на глобальному ринку банківські

структури об'єктивно змушені слідувати за своїми клієнтами на нові ринкові сегменти, що є для них потужним мотиваційним стимулом розглядати інтернаціоналізацію своїх операцій в якості ключового стратегічного вектора корпоративної діяльності. Не випадково, інтернаціоналізація банківської діяльності «втягнула» у свою орбіту практично усі провідні банки світу, які активно використовують її механізми з метою нарощування своєї ринкової частки і капіталізації, посилення ринкової конкурентної диспозиції, а також розширення власних філіальних мереж і клієнтської аудиторії. Достатньо сказати, що загальна кількість відділень комерційних банків у розрахунку на 100 тис осіб дорослого населення зросла з 2000 р. до 2017 р. з 9,2 до 12,2 [130].

Ще однією важливою тенденцією в інтернаціоналізації банківських операцій в умовах формування глобального фінансового порядку є *стрімке нарощування капіталізації банківських установ*. Так, у період 2005-2014 рр. сукупні активи найбільших світових банків зросли більш, ніж на 40% [17, с. 10]; а вартість активів 5 найбільших світових банків у глобальних активах банківської системи зросла з 43,7% у 1997 р. до 84,3% у 2013 р. [4]. Більше того, як показують дані рис. 2.3, практично за усіма світовими регіонами (за виключенням Середнього Сходу і Північної Африки) у період 2005-2013 рр. відбулось зростання показника відношення активів Топ-5 найбільших банків до валового внутрішнього продукту країн. При цьому у Європі, Центральній і Південній Азії, Латинській Америці і у Карибському басейні дане зростання було забезпечено головним чином приростом активів іноземних банків, тоді як у Східній Азії й Азійсько-Тихоокеанському регіоні – за рахунок приросту активів вітчизняних банків.

Даний тренд відбиває загальне посилення конкурентоспроможного впливу регіону АТР на глобальний ринок банківських послуг та зміцнення регіональної банківської індустрії. І це незважаючи на регуляторні зусилля національних і наднаціональних органів фінансового менеджменту і банківського нагляду, спрямовані на посилення стійкості світового банківського сектору і зниження ризикованості банківських операцій. Тобто є всі підстави стверджувати про наявність у глобальних умовах потужних стимулів щодо консолідації міжнародного банківського капіталу, здатного реалізовувати масштабні

транскордонні операції, у тому числі на основі широкого застосування ефективних інноваційних, інформаційних, організаційно-економічних й управлінських технологій і методів ведення банківського бізнесу. Між тим, в останнє десятиліття світова банківська діяльність характеризується і такою контртенденцією як значне *посилення регіоналізації транскордонних операцій банківських установ*, коли міжнародні банки дедалі більшою мірою переорієнтовуються на кредитування національних позичальників.

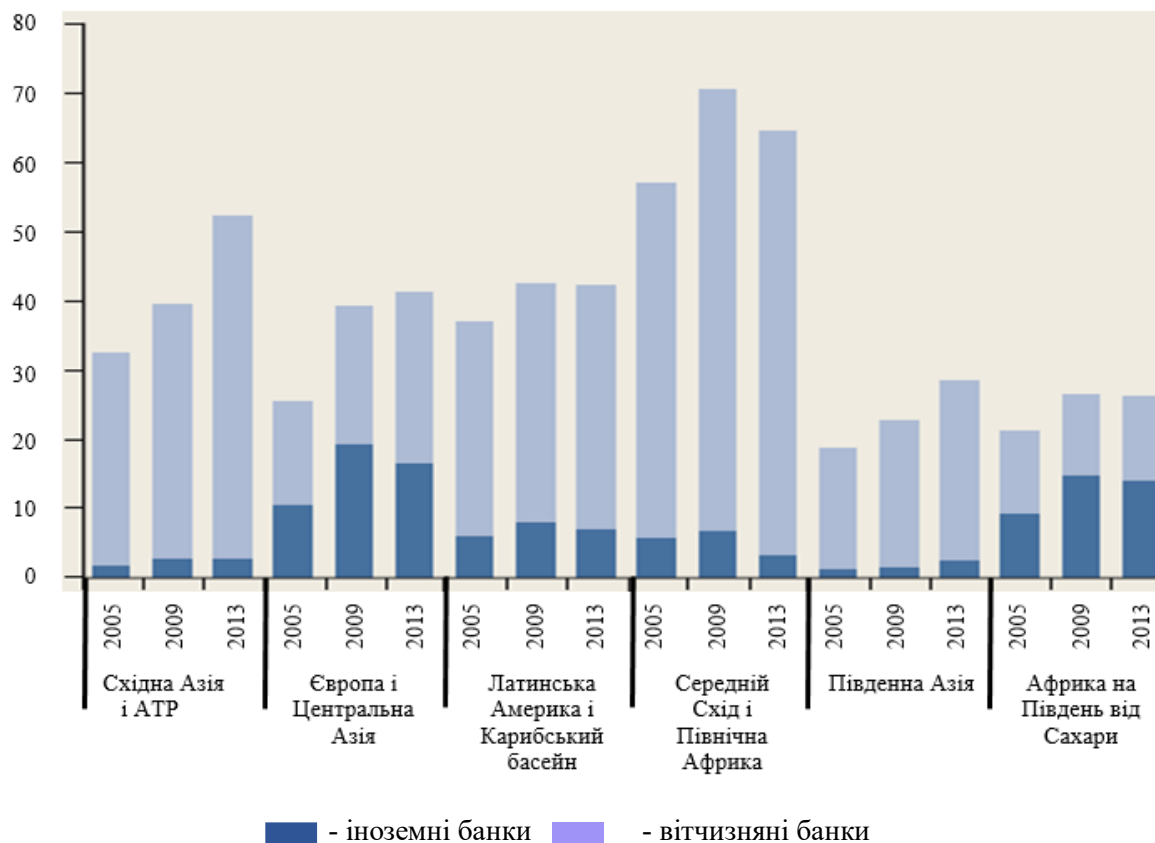


Рис. 2.3. Активи Топ-5 найбільших банків відносно ВВП за окремими групами країн у 2005-2013 рр. [17, с. 35]

Основною причиною цього є значно вища стійкість кредитних операцій місцевих банків (порівняно з іноземними) в умовах післякризового відновлення світової банківської індустрії, а відтак – спостерігається динамічне поглиблення внутрішньо-регіональних фінансово-банківських зв'язків. Про це красномовно свідчать дані рис. 2.4, що демонструють діаметрально протилежні тренди транскордонних і місцевих вимог іноземних банків розвинутих держав і країн, що розвиваються, після 2010 р. Так, на тлі зменшення транскордонних вимог іноземних банків у 2010-2015 рр. спостерігається зростання їх місцевих вимог.

Додатковим підтвердженням цього є і динаміка частки іноземних активів банків у загальних банківських активах, яка з 2004 р. до 2008 р. зросла з 31 до 39%, а до 2013 р. знизилась до 28% [143]. Водночас відношення зовнішніх кредитів і депозитів банків до загальної суми депозитів і кредитів зменшилась з 32,2% у 1995р. до 17,3% у 2015 р. [53].

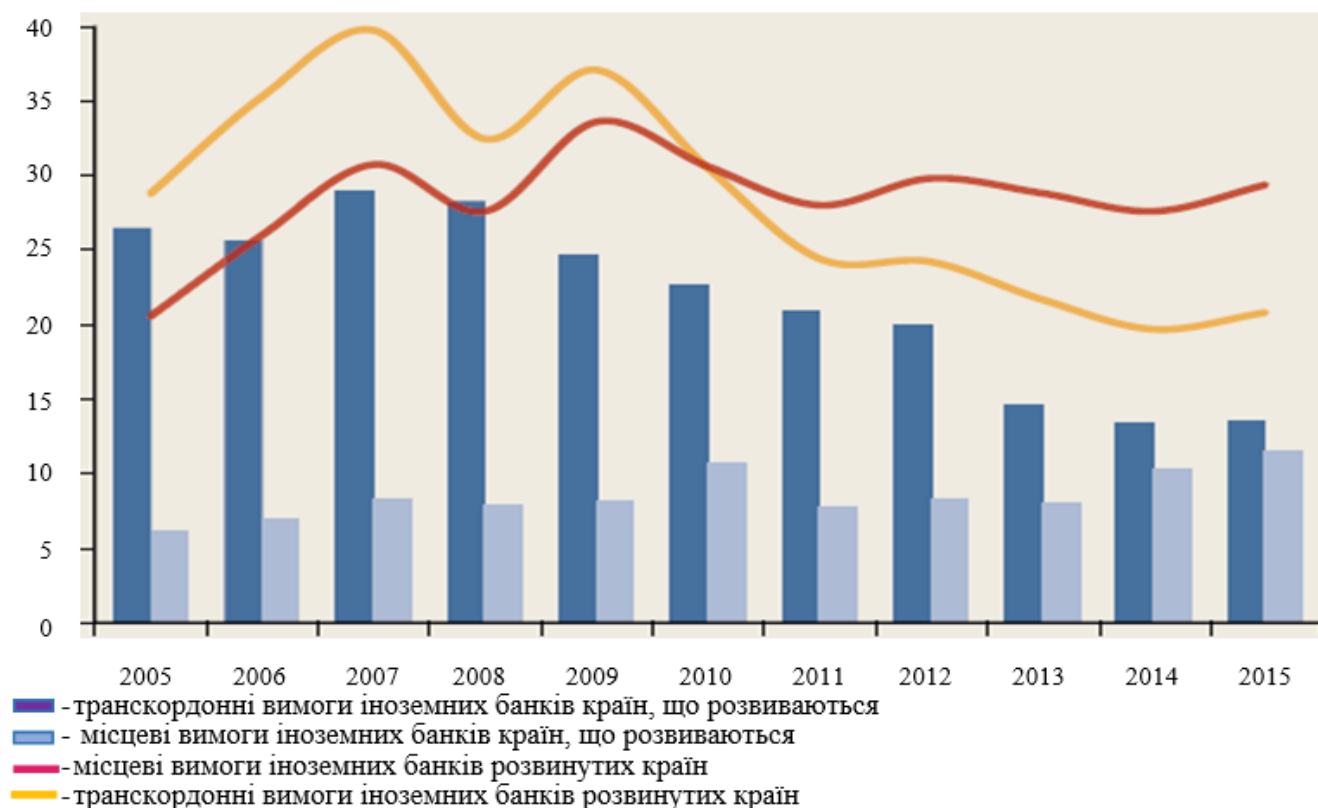


Рис. 2.4. Транскордонні і місцеві вимоги іноземних банків у 2005-2015 рр., % ВВП [17, с. 7]

З представлених даних щодо динаміки іноземних вимог і зобов'язань банків впливає ще одна важлива тенденція глобалізаційної структуризації світової банківської індустрії. Це – *значне посилення на світовому ринку банківських послуг конкурентних позицій країн, що розвиваються, та держав з новостворюваними ринками*. Зміна лідерів світового банківського бізнесу значною мірою обумовлена як випереджальною динамікою макроекономічного зростання держав азійського мегарегіону (порівняно з державами-лідерами), так і значно вищою стійкістю їх економік до впливу кризових явищ.

Як показують дані, наведені на рис. 2.5, у рейтингу найбільших глобальних банків за вартістю активів до першої п'ятірки увійшли чотири китайських банки.

Це – Industrial & Commercial Bank of China, China Construction Bank Corporation, Agricultural Bank of China та Bank of China, сукупна ринкова капіталізація яких на початку 2019 р. становила 917,5 млрд дол. США, капітал першого рівня – 1038,8 млрд, а активи – майже 13,7 трлн дол.

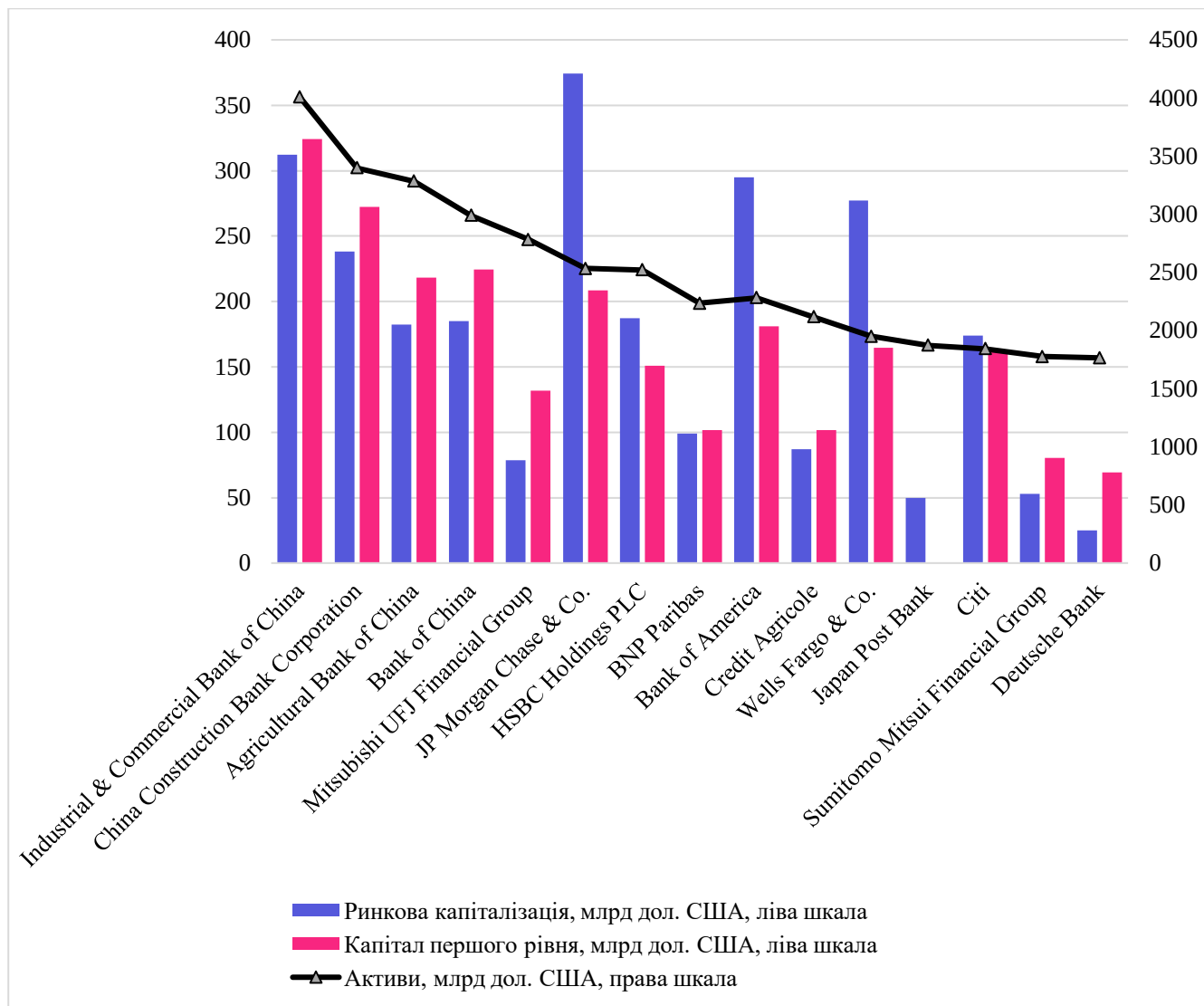


Рис. 2.5. Топ-15 світових банків за вартістю активів у 2019 р. [1; 182; 185]

Дана банківська група, що репрезентує так звану «велику четвірку» державних банків, сконцентрували близько 60% загальних активів валютно-кредитної системи Китаю [225, с. 29] і активно задіяні у фінансуванні різного роду інвестиційних проектів. Більше того, за даними експертів PwC, вже до 2050 р. капіталізація банківського сектору країн, що розвиваються, перевищить капіталізацію банківського сектору держав-лідерів; а банківські активи і прибуток банків держав групи Е-7 (Китаю, Індії, Бразилії, Російської Федерації, Мексики, Індонезії і Туреччини) удвічі перевищуватимуть відповідні показники держав Великої сімки.

За сукупністю ж банківських активів трійка лідерів включатиме Китай, США й Індію [18, с. 3].

Розширення участі країн Півдня у глобальних банківських операціях формує сприятливі інституційні й організаційно-економічні передумови не тільки диверсифікації власних інвестицій, але й залучення зовнішнього фінансування національних економік, що ефективно доповнило внутрішні інвестиційні ринки доступними фінансовими джерелами.

Динамічні процеси фінансового глобалізму і діджиталізації економічних відносин відкривають економічним агентам різної національної належності безпрецедентні можливості щодо здійснення ефективної територіальної і галузево-секторальної дислокації свого фінансового капіталу, коли на тлі масштабного їх транскордонного руху відбувається *активне проникнення цифрових технологій у різні сфери глобальної банківської індустрії*. Дані, представлені на рис. 2.6, засвідчують динамічне зростання вартісних обсягів операцій цифрового банкінгу – з 3,5 трлн дол. США у 2017 р. до прогнозних майже 10 трлн у 2023 р.

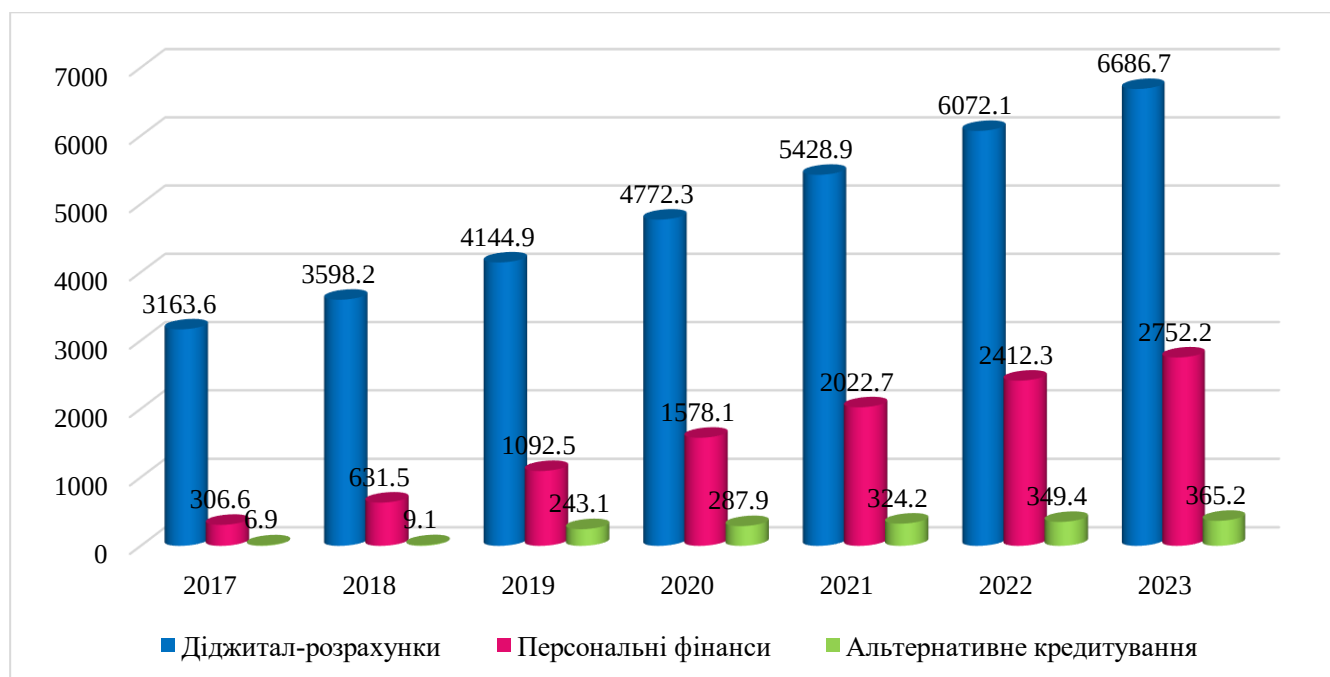


Рис. 2.6. Світовий обсяг операцій цифрового банкінгу у 2017 р. та прогноз до 2023 р., млрд дол. США [59]

У їх структурі найбільша частка припадає на сегмент діджитал-платежів, вартість яких зростає за вказаний період з 3,2 до 6,7 трлн дол. США; далі йдуть операції персональних фінансів – з 306,6 млрд до 2,8 трлн дол. США та

альтернативного кредитування – з 6,9 до 365,2 млрд дол. США. При цьому прогнозовані темпи щорічного приросту вартості трансакцій цифрових платежів становитимуть у період 2019-2023 рр. 12,7% [59]. Це свідчить про динамічну діджиталізацію банківських операцій, проникнення у сферу банківництва інноваційних технологій обслуговування економічних агентів різної національної належності, а також значну диверсифікацію самих банківських продуктів у стратегічних цілях розширення клієнтської бази і підвищення ринкової конкурентоспроможності банківських установ. Інакше кажучи, спостерігається системне охоплення діджиталізацією усіх сфер банківської діяльності, включаючи як внутрішні інновації щодо генерування якісно нових видів банківських продуктів, так і зовнішні, спрямовані на удосконалення діючих чи впровадження новітніх методів і технологій їх ринкового збуту, розвиток цифрової банківської інфраструктури, а також широке застосування у банківській практиці інструментів цифрового маркетингу, цифрового менеджменту, цифрового інвестування та інших видів операційної діяльності банків.

Так, опитування представників вищої управлінської ланки провідних банківських установ світу, проведене фахівцями компанії Deloitte у 2018 р., засвідчило пріоритетність таких стратегічних напрямів використання цифрових технологій, як-от: формування цифрових можливостей банків (28% респондентів); модернізація їх технологічних систем (23%); створення ефективних систем банківської безпеки та конфіденційності (18%); створення для працівників високотехнологічних робочих місць (15%); а також надання банківських послуг на основі хмарних технологій (10% відповідно) [2, с. 9].

Незважаючи на те, що банківська індустрія традиційно репрезентує одну з найбільш консервативних сфер фінансової бізнес-діяльності, в останні десятиліття навіть вона зазнає інноваційних трансформаційних змін у напрямі *активного розширення сегменту фінтек* (FinTech – financial technology). Він представляє собою систему стартапів, що залучають венчурне фінансування і спеціалізуються на впровадженні автоматизованих програмних сервісів та інноваційних технологій у фінансово-банківській сфері, здатних забезпечити значно вищу ефективність обслуговування клієнтів та нижчу трансакційну витратність фінансових сервісів.

Висока динаміка розвитку фінтеку забезпечена, головним чином, стрімким зростанням глобального споживчого попиту на його продукти – від управління рахунками і активами, обслуговування кредитних і платіжних операцій до управління цінними паперами, здійснення мобільних платежів, забезпечення кібербезпеки, фінансування освітніх послуг і діяльності малого бізнесу, Інтернету речей і штучного інтелекту, послуг роботизованих консультантів і хмарних технологій, розподілених реєстрів і блокчейн та ін. Саме це стало потужним драйвером динамічного перетворення фінтеку в один з найперспективніших видів світової фінансової індустрії і найбільш привабливих об'єктів інвестиційних капіталовкладень. Тільки за період 2008-2018 рр. акумульований вартісний обсяг глобальних інвестицій у фінтек зросли з 930 млн [343, с. 98] до 111,8 млрд дол. США з найбільшим інвестуванням даної галузі у регіонах Північної Америки (54,5 млрд, у тому числі 52,5 млрд – у Сполучених штатах Америки), Європи (34,2 млрд) й Азії (22,7 млрд відповідно) [179, с. 3]. Достатньо високими є і обсяги венчурного фінансування світового фінтек-сектору, що підтверджують дані рис. 2.7. Вони засвідчують як зростання його акумульованих вартісних обсягів у період 2013-2018рр. (з 3,3 до 35,4 млрд дол. США), так і кількості закритих угод.

Принагідно також відзначити стабільне перевищення кількості закритих угод на ранніх стадіях венчурного фінансування, порівняно з пізніми стадіями, що свідчить насамперед про загострення конкуренції у даному секторі, який не тільки демонструє високу прибутковість інвестиційних капіталовкладень, але й здатен у відносно короткі терміни забезпечити високу їх рентабельність. У результаті докорінних змін зазнають конкурентні відносини на глобальному ринку банківських послуг з поступовим «вимиванням» з ринку традиційних банківських установ, нівелюванням чіткої суб'єктної сегментації ринку, модернізацією функціональної структури банківських відділень і зміною способів взаємодії банків зі своїми клієнтами. Це дає усі підстави стверджувати, що вже сьогодні технології фінтеку становлять значну загрозу традиційним банківським установам як у частині скорочення частки традиційного банківського обслуговування економічних операцій і зменшення клієнтської бази банків, так і зниження рівня їх

прибутковості і фінансової стійкості, а також падіння норми рентабельності банківського капіталу і зростання ризиків ліквідності банків.

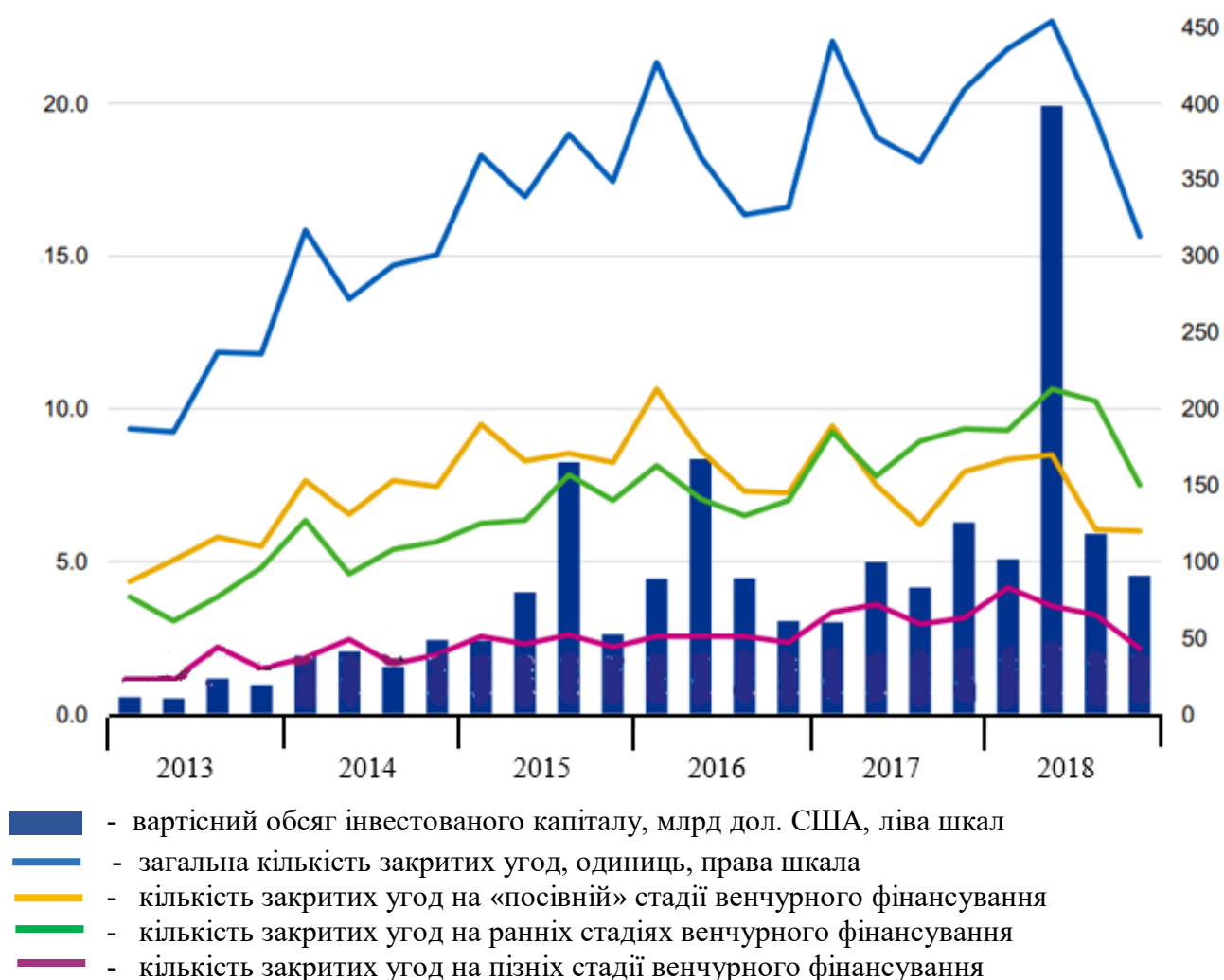


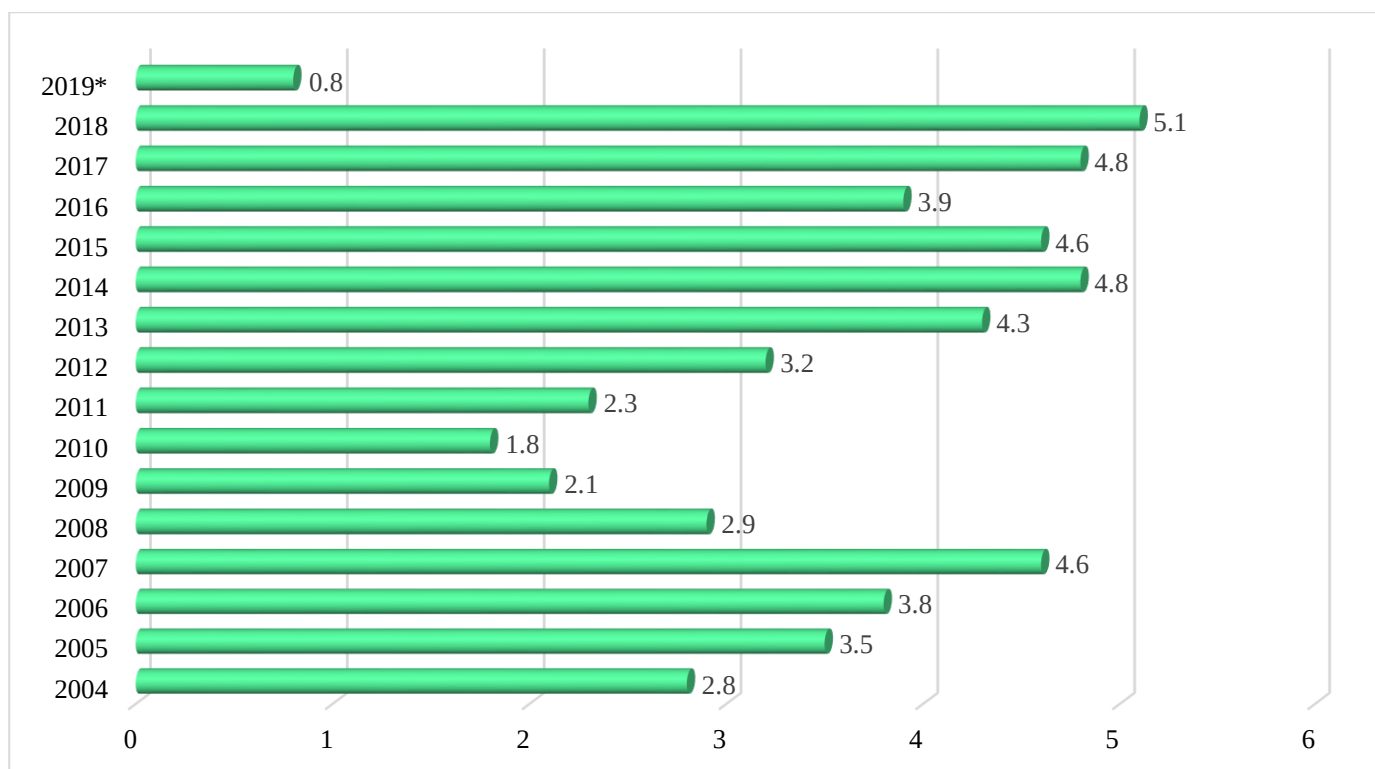
Рис. 2.7. Динаміка венчурного фінансування глобального фінтек-сектору у 2013-2018 рр. за кварталами [179, с. 12]

Підтвердженням цього є, зокрема, прогнози американського банку Citi, згідно яких до 2025 р. через високу динаміку розвитку фінтеку втратять роботу до 30% усіх працівників світової банківської індустрії, що становить близько 1,7 млн осіб. Своєю чергою, прогнози Bank of England засвідчують загальний тренд щодо зменшення прибутку британських банків на 1,1 млрд ф. ст. до 2023 р., насамперед у частині дохідності розрахункових операцій і операцій від овердрафту. Крім того, згідно даних Javelin Strategy & Research, тільки упродовж 2013-2015 рр. світовий вартісний обсяг щорічно здійснюваних каналами мобільних додатків безконтактних платежів зріс утричі і досягнув ні кінець періоду відмітки у 10 млрд дол. США з прогнозом збільшення до 92 млрд у 2019 р.; електронні продажі товарів

через додатки до смартфонів і браузерів досягнуть 319 млрд дол. США до 2020 р. [353]; а в Китаї вже сьогодні понад 95% усіх продажів каналами електронної комерції відбуваються без участі банківських установ [343, с. 98].

Системна лібералізація світового фінансового ринку стала також потужною рушійною силою *масштабної офшоризації банківської індустрії*, що реалізується каналами видачі банківськими установами кредитів і приймання депозитів в іноземних валютах. Йдеться насамперед про скасування регуляторних обмежень на транскордонне переміщення капітальних ресурсів, запровадження режимів взаємної конвертованості національних валют різних країн, а також лібералізацію податкових, організаційно-економічних й інституційно-регуляторних умов банківської діяльності. У результаті банківські установи здобули вагомі конкурентні переваги, пов'язані з можливостями оперативної транскордонної передислокації своїх активів і зобов'язань у масштабах світової економіки.

Невід'ємним компонентом сучасного світового банківського бізнесу є нині *синдиковане кредитування транснаціональних банків*, спрямоване на фінансування великомасштабних інвестиційних проектів, що мають тривалий термін окупності, а отже – вимагають об'єднання кредитного капіталу кількох банків. Як показують дані рис. 2.8, у період 2004-2018 рр. річний вартісний обсяг синдикованого кредитування становив від 1,8 (у 2010 р.) до 5,1 трлн дол. США (у 2018 р.). При цьому спостерігаються чітко виражені країнові диференціації у співвідношення міжнародного і національного сегментів синдикованого кредитування: у той час як у США, Великобританії, Німеччині, Франції і Швейцарії міжнародні синдиковані кредити стабільно становлять від 50 до 90% їх загальних обсягів, то у Канаді, Японії й Індії лєвова частка припадає на внутрішні кредити [287, с. 58]. Принагідно також відзначити посилення екстенсивного характеру розвитку синдикованого кредитування, який виявляється в укрупненні середньої суми виданих синдикованих кредитів; зростанні вартісних обсягів рефінансування кредитів, виданих у попередні періоди; збільшенні кількості кредитних угод інвестиційного класу та подовженні середніх термінів кредитних угод до 5,1 року [206, с. 219].



* - дані за перший квартал 2019 р.

Рис. 2.8. Глобальний вартісний обсяг синдикуваного кредитування банків у 2004-2019 рр., трлн дол. США [76, с. 1; 78, с. 1; 77, с. 1]

Як випливає з даних додатку Д, найбільше представництво у географічній структурі синдикуваного банківського кредитування мають на сьогодні банки США, Японії, Китаю, Німеччини, Франції та Швейцарії.

Це такі банківські структури як-от: JP Morgan, Bank of America, Merrill Lynch, Citi, Wells Fargo & Co, Mitsubishi UFJ Financial Group, Mizuho Financial Group, Goldman Sachs & Co, Barclays та інші, котрі володіють найбільшими ресурсами синдикуваного кредитування завдяки колосальним кредитним ресурсам, об'єднанню в інвестиційно-банківські синдикати, ефективному розподілу кредитних ризиків між усіма їх учасниками, а також можливостям здійснення великомасштабних кредитних проектів без формальних порушень існуючих регуляторних обмежень щодо концентрації ризиків [223, с. 65]. Зокрема, у 2018 р. Топ-25 найпотужніших транснаціональних банків видали синдикуваних кредитів на загальну суму понад 3,5 трлн дол. США, що становить 78,1% їх світового обсягу. Це свідчить насамперед про високий рівень монополізації глобального синдикуваного кредитування малочисельною групою найбільших

транснаціональних банків, котрі на основі акумулювання банківського фінансового капіталу і диверсифікації кредитних ризиків забезпечують інсайдерам практично необмежений доступ до безлімітного фінансування.

Широка діджиталізація банківської діяльності стає потужною рушійною силою розвитку *відкритого банківського обслуговування*, здатного забезпечити не тільки його інноватизацію, але й значне розширення банківських екосистем. Останні включають набагато ширший перелік фінансових послуг, що можуть пропонуватись світовим споживачам з боку глобальної банківської системи. Відкрите банківське обслуговування дає також традиційним фінансовим установам широкі можливості щодо ефективного управління своїми власними операціями та стимулювання фінансових посередників до поглиблення співробітництва з традиційними банківськими установами. З другого боку, відкрите банківське обслуговування є потужним драйвером розбудови у глобальних координатах системи так званого *прогнозованого банкінгу* з причин володіння банківськими установами широкими інформаційними даними про своїх клієнтів. Ця інформація дає змогу банкам не тільки формувати деталізовані інформаційні портфоліо на своїх клієнтів, але й засобами інформаційно-комунікаційних та медіа-технологій «нав'язувати» їм певний асортимент банківських послуг, формуючи у них потреби у таких видах банківського обслуговування, про які клієнти раніше навіть не мали уявлення. У такий спосіб здійснюється глибока інноваційна персоналізація і сегментування банківських клієнтів за такими критеріями як: рівень платоспроможного попиту, демографія, спосіб життя, цінності, потреби й інтереси тощо.

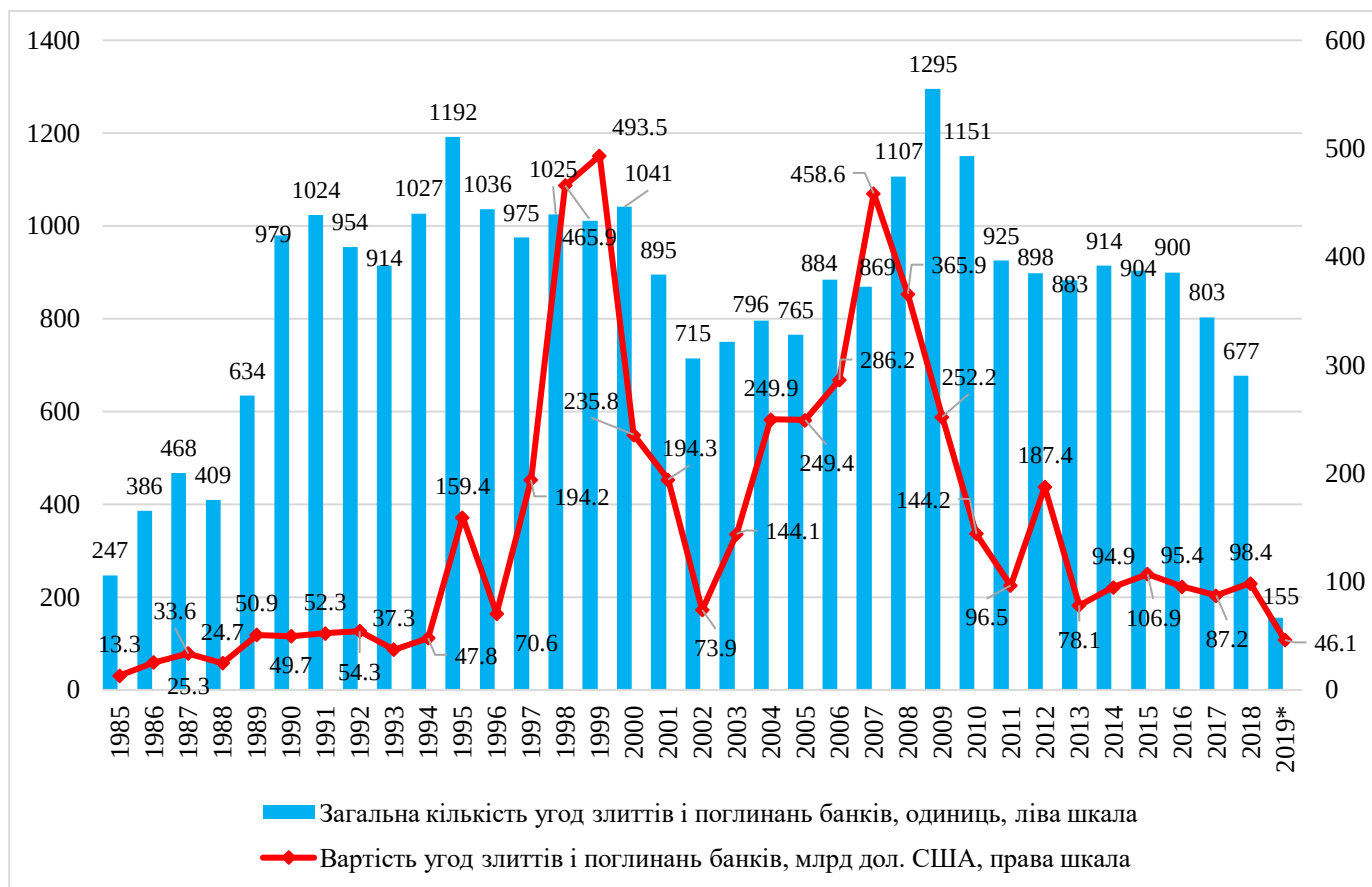
Турбулентні умови глобального середовища функціонування банківської індустрії наражають її на цілу низку *загроз і викликів*, пов'язаних насамперед із нарощуванням масштабів транскордонного руху банківських активів, динамічним поширенням структурованих фінансових похідних інструментів, а також почастищенням регіональних фінансових криз і загостренням конкуренції на світовому ринку банківських послуг. Це вимагає реалізації системних і скоординованих дій національних і наднаціональних інститутів фінансового менеджменту у сфері захисту суверенних інтересів у банківській сфері і

забезпечення національної фінансової безпеки різних держав. Крім того, на сьогодні спостерігається також значне загострення суперечностей сучасного етапу міжнародної банківської діяльності: з одного боку, спостерігається потужний стимулюючий вплив фінансової глобалізації на міжнародні операції банків, а з другого – останні спричиняють наростання ризиків банківської діяльності.

З огляду на це, загальносвітові тенденції розвитку національних і регіональних банківських систем дедалі більшою мірою детермінуються нарощуванням капіталізації банківських систем, що реалізуються у тому числі *каналами злиттів і поглинань банків*. Вони несуть у собі потужний «заряд» активізації міжнародного руху капітальних ресурсів у масштабі глобальної економічної системи, безпрецедентного підвищення їх мобільності, урізноманітнення форм кооперації банків і небанківських кредитно-фінансових організацій, зрощування страхового і банківського капіталу, зростання кількості банківських альянсів та суттєвої модернізації корпоративних стратегій банківського бізнесу. Як показують дані, наведені на рис. 2.9, у період 1985-2019 рр. було реалізовано майже 30 тис угод злиттів і поглинань у банківській сфері на загальну суму близько 5,5 трлн дол. США. При цьому динаміка банківських ЗіП у банківській сфері мають чітко виражений циклічний характер зі «сплесками» консолідації банківського капіталу у 1991 р. (1024 млрд дол. США), 1995 р. (1192 млрд) та 2009 р. (1295 млрд), що «вписується» у загальну історичну логіку циклічності світогосподарського розвитку та кризові періоди національних бізнес-циклів.

Слід також наголосити, що хвиля злиттів і поглинань банківського капіталу «прокотилась» економіками як держав-лідерів, так і країн, що розвиваються, і державами з новостворюваними ринками. Це відбиває по суті як високий рівень міжнародної стандартизації банківської діяльності, так і усунення цілої низки інституційних, регуляторних й адміністративних бар'єрів у транскордонному русі банківського капіталу, дерегулювання національних ринків банківських послуг, їх динамічної діджиталізації та швидкого розвитку інформаційних технологій і систем комп'ютерного оброблення інформаційних даних [303, с. 63]. Саме вони забезпечили не тільки значне зниження трансакційних витрат банківського бізнесу, але й суттєво підвищили загальну ефективність системи корпоративного

управління, дедалі більшою мірою спонукаючи банки до розширення географічних меж своєї фінансової експансії на світогосподарську систему на основі реалізовуваних угод злиттів і поглинань.



* - дані станом на 1 квітня 2019 р.

Рис. 2.9. Загальна кількість і вартість угод злиттів і поглинань банків у 1985-2019 рр. [113]

Концентрація і централізація банківського капіталу каналами злиттів і поглинань є нічим іншим як інструментом інтернаціоналізації діяльності банків, зміцнення їх конкурентних позицій на світовому ринку банківських послуг, оптимізації трансакційних витрат банківського бізнесу, а також динамічного нарощування масштабів капіталізації бізнесу, генерування додаткових фінансових потоків та формування додаткової цінності для клієнтів [303, с. 63]. Саме консолідаційні процеси у банківській сфері на основі викуплення усіх активів і зобов'язань банків-об'єктів, купівлі їх акцій з метою отримання контрольних пакетів акцій та перетворення у дочірні підрозділи банків-поглиначів, а також придбання реальних банківських активів і непрямого поглинання способом

переманювання клієнтської бази банків-конкурентів сформували потужні і висококапіталізовані транснаціональні банківські конгломерати. Останні за масштабами контрольованого капіталу суттєво перевищують капітал раніше існуючих банківських структур, а також справляють потужний інституційний і структурний вплив на країни базування своїх підрозділів, даючи широкі можливості економічним агентам щодо географічної реалокатії транснаціонального банківського капіталу.

Достатньо сказати, що загальна вартість активів 15 найбільших банків світу становила на початку 2019 р. 37,4 трлн дол. США, їх ринкова капіталізація – 2,6 трлн, а капітал першого рівня – 2,4 трлн. (рис. 2.2).

Таблиця 2.2

Основні відмінності ісламського і традиційного банкінгу [204, с. 59]

Характеристика	Ісламський банкінг	Традиційний банкінг
Гарантовані виплати за депозитами до запитання	Є	Є
Процентна ставка за депозитами	Не визначена і не гарантована для інвестиційних депозитів	Визначена і гарантована
Мета отримання позики	Позика надається виключно для інвестиційних цілей	Надання позики не визначена інвестиційними вкладеннями
Механізм визначення процентної ставки за депозитами	Визначається прибутковістю банку і доходністю інвестицій	Не залежить від прибутковості банку
Участь вкладників у прибутках і збитках банків	Є	Немає
Умови надання позики	Надання кредиту зумовлена оцінкою фінансового стану позичальника	Обов'язковою умовою укладення договору з банком є існування інвестиційного активу

Саме ці банки формують групу системно значимих фінансово-банківських інститутів або так званих «занадто великих щоб збанкрутувати» банківських установ. Подібна їх кваліфікація впливає з розуміння того, що банкрутство подібного банку може призвести до фінансових проблем такого масштабу, котрі у короткостроковому періоді здатні викликати навіть глибоке структурне розбалансування глобальної фінансово-банківської системи та значні її «ефекти зараження». Важливо також відзначити певну зміну структури власності банківського капіталу, залученого в угоди злиттів і поглинань банків. Якщо у

докризовий період дані угоди реалізовувались, головним чином, за участі приватного капіталу (у тому числі міжнародного), то у післякризовий період активізувались трансакції за участі державного капіталу та зменшується питома частка угод за міжнародної участі.

Характеризуючи глобалізаційні тенденції трансформаційних змін світової банківської системи, не можна оминати і таку тенденцію як *динамічний розвиток її ісламського сегменту*. Його репрезентує банківський сектор з особливою формою організації фінансового бізнесу, що працює на безпроцентній основі і дотримується вимог шаріату у веденні фінансово-банківської діяльності (табл. 2.5). Інакше кажучи, ісламські банківські установи кваліфікуються в якості ісламських не за критерієм географічного походження їх капіталу, а за принципами здійснюваної операційної, депозитно-кредитної й інвестиційної діяльності.

Про сучасні масштаби ісламського банкінгу свідчать такі факти: нині у світі функціонує 505 ісламських банків, які на початку 2018 р. сконцентрували сукупних активів на суму майже 2,1 трлн дол. США (за 8,5% щорічного приросту в останні роки) [73], тоді як у 2008 р. вони не перевищувала 600 млрд. [95, с. 16], а у середині 1990-х років – 150 млрд [204, с. 61]. За даними ж Центру ісламського банкінгу, загальні активи ісламський банків ще у 2015 р. перевищили 2,5 трлн. дол. [270, с. 115]; а в Індонезії через ісламський банкінг перерозподіляється 42% вартісного обсягу депозитного і кредитного капіталу [308, с. 76]. Хоч після 2015 р. середньорічні темпи приросту активів ісламських банків суттєво знизився порівняно з попередніми періодами (2013-2015 рр. – 10%, 2008-2011 рр. – 17%), за прогнозними ж оцінками, у найближчі десятиліття активи ісламського банкінгу зростатимуть з подвійною швидкістю порівняно з активами традиційних банків [204, с. 61].

Принагідно особливо відзначити той факт, що ісламський банкінг активно розвивається нині не тільки у країнам «ісламського поясу», але й проник і «вкорінився» у банківських системах неісламських держав-лідерів як їх реакція на потреби великої кількості проживаючих тут мусульман, котрі мають потреби у відповідному виді банківських послуг. Вже з початку 1990-х років ісламський банкінг перестав бути виключно регіональним феноменом банківського бізнесу

держав Близького Сходу, він активно транснаціоналізується й інтегрується з іншими операційними моделями банківського бізнесу. Так, у період 2009-2016 рр. тільки у Лондоні загальна кількість комерційних банків, які, крім традиційних, надавали також послуги за правилами шаріату зросла з 17 до 22, а 5 банківських установ працювали виключно у шаріатському режимі [131]; загальна кількість лістингів облігацій сукук (ісламські фінанси), що торгуються на Лондонській фондовій біржі збільшилась за вказаний період з 18 до 57 [133]; а чисті активи ісламських фондів у Великобританії досягли у 2018 р. 543 млн ф. ст. [79, с. 8]. Це свідчить про наростаючу інтернаціоналізацію ісламського банкінгу, його динамічну експансію на світовий ринок та конвергенцію із західними моделями організації банківської індустрії.

Банківська діяльність, яка концентрує нині 76% ісламських фінансових активів і 19,5% сукук [95, с. 10], репрезентує найбільш стійкі і масштабні форми фінансування на основі ісламських вимог, тоді як ісламські фонди (3,3%) і механізми такафул (1,3%) дотепер не отримали широкого поширення у системі шаріатського фінансування (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

**Географічна й інструментальна структура
ісламського фінансування у 2017 р., млрд дол. США [95, с. 9]**

Регіон	Банківські активи	Випуск сукук	Активи ісламських фондів	Інструменти такафул	Усього	Частка, %
Азія	232,0	239,5	24,8	3,3	499,6	24,4
Країни Ради співробітництва держав Перської затоки*	683,0	139,2	26,8	12,6	861,6	42,0
Середній Схід і Північна Африка	569,0	17,8	0,1	9,5	596,4	29,1
Африка (за виключенням Північної)	27,1	2,0	1,6	0,7	31,4	1,5
Інші регіони	46,4	1,5	13,3	0,0	61,3	3,0
Усього	1557,5	399,9	66,7	26,1	2050,2	100,0

* - Саудівська Аравія, Кувейт, Об'єднані Арабські Емірати, Катар, Бахрейн, Оман.

Головними причинами цього є насамперед зниження курсів національних валют країн, що розвиваються, гальмування темпів світового економічного зростання, певне

ослаблення довіри інвесторів до банківського сектору, а також утримування упродовж тривалого періоду часу відносно низьких цін на енергоносії. Однак, незважаючи на швидке зростання активів ісламських банків, їх питома частка у банківських системах навіть мусульманських країн залишається відносно невисокою. Так, їх частка у сукупних активах банківської системи Кувейту становить нині 38,9%, Катару – 26,1%, Ємену – 33%, Малайзії – 23% і менше 10% у Бахреїні, Йорданії, Пакистану, Єгипту, Оману, Туреччині, Індонезії.

І лише у двох країнах частка ісламського банкінгу перевищує 50% (у Саудівській Аравії і Брунеї) і у двох державах досягає 100% (у Судані й Ірані) [95, с. 10]. Крім того, несприйняття ісламським банкінгом комерційних принципів традиційної банківської системи спричиняє значно нижчий рівень рентабельності капіталу банків, який за групою Топ-20 ісламських банків не перевищує 11,9%, тоді як у традиційному банкінгу становить 14,5%. За оцінками авторитетних міжнародних експертів компанії E&Y, саме це спричинить недоотримання акціонерами і власниками інвестиційних рахунків прибутків на суму від 16 до 18 млрд. дол. США [314, с. 6, 9].

Не дивлячись на це, ісламський банкінг характеризується загалом стійкими конкурентними позиціями та показниками фінансової стійкості. Зокрема, частка капіталу першого рівня ісламських банків становила у 2017 р. майже 10%; відношення невиконаного фінансування до вартості неповернутих кредитів – 5,2%; рентабельність активів – 1,71%; дохід на акціонерний капітал – 14,72%; а співвідношення витрат і доходів – 51,5% (табл. 2.4). Як бачимо, ці показники вписуються у діючі нормативні вимоги, що впливають з необхідності адаптуватись до післякризової пруденційної нормативної бази більшості країн, що розвиваються, і держав з новостворюваними ринками, що повною мірою стабілізувались після глобальної економічної кризи 2007-2010 рр.

У дослідженні глобалізаційних тенденцій розвитку світової банківської індустрії на особливу увагу заслуговує *тіньовий банкінг*, який в останні десятиліття отримав високої динаміки розвитку. Тіньовий банкінг кваліфікується як сукупність банківських операцій фінансових посередників, спрямованих на трансформацію ліквідності і термінів погашення фінансових зобов'язань та позбавлених при цьому доступу до ліквідності центральних банків і систем гарантування вкладів [146, с. 1].

Таблиця 2.4

**Окремі показники фінансової стабільності
банків окремих груп у 2017 р. [95, с. 88]**

Група банків	Капітал першого рівня, %	Відношення невиконаного фінансування до вартості неповернутих кредитів, %	Рентабельність активів, %	Дохід на акціонерний капітал, %	Співвідношення витрат і доходів, %
Ісламські банки	9,82	5,2	1,71	14,72	51,5
Топ-200 світових банків	12,0	...	...	11,0	56,0
Топ-100 світових банків	6,50	...	0,85	13,04	...
Банки Євросоюзу	15,7	4,5	0,45	7,0	61,5

Провайдерами таких операцій є зазвичай фінансові компанії, хеджеві фонди і взаємні фонди грошового ринку, що реалізують операції із структурованими інвестиційними продуктами, комерційними цінними паперами, а також угоди РЕПО, кредитно-дефолтні свопи, мобільні платіжні системи і P2P платформи, позабіржові деривативи, позикові операції під заставу цінних паперів та інші складні структуровані фінансові продукти. З другого боку, тіньовий банкінг охоплює також широкий набір спільних операцій фінансових інститутів і ринків, що виходять за межі зони регулювання банківської системи, а саме: інструменти сек'юритизації, АВСР кондуїти (Asset-Backed Commercial Paper Conduits), операції інвестиційних банків, іпотечних і кондуїтних компаній, інвестиційних дивізіонів традиційних банків, спеціальних юридичних осіб та емітентів цінних паперів під сек'юритизовані активи [226, с. 51, 52]. За оцінками міжнародних експертів, близько двох третин усіх банківських операцій, що «перетікли» у сегмент тіньового банкінгу, є завуальованими банківськими кредитами, у яких комерційний банк бере на себе більшу частину ризиків і доходів, виплачуючи при цьому певну винагороду небанківським організаціям та уникаючи низки регуляторних обмежень і трансакційних витрат. Решта третина трансакцій припадає на операції, що пропонують небанківським інститутам унікальні конкурентні переваги ліберального фінансового регулювання та можливостей банківського обслуговування компаній малого і середнього бізнесу [350, с. 34].

Сфера тіньового банкінгу зародилась як реакція глобального фінансового ринку на зростаючий попит інституційних інвесторів на високоліквідні і низькоризиковані активи, який неможливо задовольнити пропозицією суверенних боргових цінних паперів, особливо за умов гострого браку кредитного забезпечення. Потужним драйвером розширення сегменту тіньового банкінгу стала також довгострокова тенденція щодо зниження процентних ставок за банківськими депозитами у розвинутих країнах світу, яка спонукала інвесторів до пошуку альтернативних сфер прибуткового вкладення капіталу. На тлі наявних обмежень системи страхування депозитів у формі фіксованих сум виплат особливо популярними стають взаємні фонди грошового ринку та інших суб'єктів тіньового банкінгу. З урахуванням того, що 70% усіх банківських установ Єврозони неспроможні на сьогодні підтримувати стабільні темпи економічного зростання [293, с. 255], тіньовий банкінг став для багатьох суб'єктів фінансового ринку привабливою альтернативою інвестиційних капіталовкладень. Сучасні економічні функції тіньового банкінгу, за класифікацією Ради з фінансової стабільності США, охоплюють доволі широкий спектр – від управління колективними інвестиціями до надання кредитів за рахунок короткострокового фінансування, фінансового посередництва у ринкових операціях, сприяння розширенню кредитування, кредитного посередництва і фінансування організацій на умовах сек'юритизації (табл. 2.5).

Таблиця 2.5

Економічні функції тіньового банкінгу

Економічна функція	Визначення	Типові фінансові посередники
ЕФ1	Управління колективними інвестиціями	Фонди з фіксованим доходом, змішані фонди, кредитні хедж-фонди, фонди нерухомості
ЕФ2	Кредитування за рахунок короткострокового фінансування	Фінансові компанії, лізингові компанії, факторингові компанії, компанії споживчого кредитування
ЕФ3	Фінансове посередництво у ринкових операціях, що залежить від короткострокових джерел фінансування чи забезпеченого фондування клієнтських активів	Брокери-дилери
ЕФ4	Сприяння розширенню кредитування	Страхові компанії, компанії-гаранти кредитних операцій, монолайни (страхові компанії, що гарантують виплату купонів і номіналу облігацій, за сплачену страхову премію)
ЕФ5	Кредитне посередництво і фінансування організацій на умовах сек'юритизації	Інструменти сек'юритизації

Капіталізація глобального тіньового банкінгу, досягнувши у 2008 р. 20 трлн дол. США [293, с. 255], у 2016 р. досягнула відмітки 42,5 трлн за 29 юрисдикціями [75, с. 54], з функціональним розподілом, поданим у табл. 2.6. Він засвідчує найбільшу частку у тіньовому банкінгу операцій з управління колективними інвестиціями, на які стабільно припадає понад 70% його загальної капіталізації.

Таблиця 2.6

**Капіталізація глобального тіньового банкінгу
за економічними функціями у 2016 р. [75, с. 54]**

Економічна функція	Капіталізація тіньового банкінгу, трлн дол. США	Частка у загальній капіталізації, %	Темп зростання капіталізації за 2011-2015 рр., %
ЕФ1	32,3	71,6	13,9
ЕФ2	2,9	6,4	-1,7
ЕФ3	3,8	8,4	2,2
ЕФ4	0,2	0,4	-2,7
ЕФ5	4,3	9,6	-1,0
Інші види тіньового банкінгу	1,7	3,7	1,2
Усього	45,2	100,0	8,6

Функціонування тіньового банкінгу наражає світову фінансову систему на цілу низку системних ризиків, пов'язаних насамперед з трансформацією термінів і ліквідності операцій тіньових структур, а також здійснюваними грошовими переказами і дисперсією кредитних ризиків між різними агентами фінансового ринку. Основними видами таких ризиків є насамперед ймовірність масового пред'явлення вимог щодо викупу боргових зобов'язань, паїв чи акційних інструментів; розбалансування портфелів інвесторів; підвищення частоти кризових етапів національних фінансових циклів; зростання взаємозалежності учасників тіньових операцій і традиційного банкінгу; зростання ризиків контрагентів і підвищення левереджу фінансових операцій; а також посилення непрозорості тіньового бізнесу і відсутність достовірності даних щодо структури його операцій [345, с. 25, 26].

Узагальнюючи вищенаведене, відзначимо, що умови глобального економічного розвитку справляють потужний вплив на функціонування світової банківської індустрії у напрямі нарощування масштабів і структурної

трансформації здійснюваних банками транскордонних операцій, диверсифікації банківських продуктів, збільшення обсягів синдикованого кредитування, формування висококапіталізованих банківських альянсів і холдингів за участі капіталу різного національного походження. Зазначені процеси, з одного боку, суттєво посилюють інтернаціоналізаційну конвергенцію національних фінансових ринків на основі транскордонного переміщення банківського капіталу, масштабування міжкраїнових і міжрегіональних переливів глобального банківського капіталу та уніфікації інституційних умов функціонування банків, а з другого – спричиняють поглиблення міжрегіональних асиметрій у розвитку банківської системи та загострення глобальної конкуренції у даній сфері. При цьому для кожного банку, що претендує на високий конкурентний статус на світовому ринку банківських послуг, актуалізується питання щодо вибору і реалізації ефективної стратегії інтернаціоналізації, від якої напряду залежить не тільки розширення клієнтської бази і залучення додаткового капіталу, але й зростання доходності банківських операцій і підвищення рентабельності інвестиційних капіталовкладень.

2.2. Функціонально-трендові модифікації світового ринку цінних паперів

Світовий ринок цінних паперів за реалізовуваними в економічній системі суспільства функціями виконує важливу інституційну роль акумуляції і перерозподілу грошових ресурсів від власників пасивного капіталу до власників активного капіталу на умовах вільної конкуренції та у відповідності до обсягів і динаміки попиту і пропозиції на нього й руху норми прибутку. Даний перерозподіл здійснюється шляхом емісії і ринкового обігу цінних паперів як матеріальної основи реалокатії грошових коштів між галузями і секторами світової економіки, між регіонами і національними економіками, населенням і підприємницьким сектором, а також державами, юридичними і фізичними особами. У такий спосіб забезпечується постачання економічним агентам грошових готівкових коштів і отримувати дохід від розміщення тимчасово вільних ресурсів.

Умови формування нового міжнародного фінансового порядку у першій чверті ХХІ ст. спричиняють нарощування капіталізації світового фондового ринку

та глибокі якісні зміни у його структурних параметрах, що безпосередньо впливають на вартість капіталу і прибутковість фінансово-господарської діяльності акціонерних компаній. Дані зміни пов'язані насамперед з формуванням глобального конкурентного середовища, динамічним прогресом біржових технологій, диверсифікацією фондових інструментів та лібералізацією національних фінансових законодавств у сфері транскордонного руху фондових активів. Порівняно з іншими сегментами глобального ринку, фондовий ринок характеризується найбільшою капіталізацією і вартісними обсягами торгів та призначений забезпечувати необхідні інституційні умови для торгівлі фінансовими активами (у тому числі тими, що обслуговують товарні угоди), виходячи з найнижчого рівня трансакційних витрат і формуючи оптимальний баланс попиту і пропозиції на світовий фінансовий капітал [309, с. 6].

Опосередковуючи операції з трансформування сукупних заощаджень домогосподарств і суб'єктів господарювання в інвестиційний капітал, світовий ринок цінних паперів є потужним драйвером нарощування міжнародної конкурентоспроможності економічних агентів. Подібна його характеристика впливає зі здатності концентрувати колосальні грошові ресурси для фінансування різного роду інвестиційних проектів, які неможливо мобілізувати за рахунок корпоративних прибутків. Достатньо сказати, що щоденний вартісний обсяг операцій на світових фондових ринках перевищує нині 2 трлн дол. США, а за останні двадцять років оборот акційної торгівлі на фондових біржах збільшився у понад 80 разів [277, с. 59]. Водночас, сукупний вартісний обсяг активів, що перебувають у професійному управлінні фінансових посередників з використанням інструментів грошового ринку, у період 2007-2017 рр. зріс з 48,2 до 79,2 трлн дол. США [190].

Підтвердженням пріоритетності світового фондового ринку у залученні і акумулюванні зарубіжних капіталів є сучасна структура нагромаджених іноземних активів, у яких понад 36% припадає на боргові цінні папери і портфельні інвестиції. І хоч питома частка портфельних інвестицій в акційні інструменти перебуває на значно нижчому (однак стабільному) рівні, даний показник був би набагато вищим за умови урахування питомої частки прямого інвестування, фінансованого

способом прямої купівлі іноземними інвесторами цінних паперів компаній з метою їх подальших злиттів чи поглинань [309, с. 20]. Подібні характеристики фондового ринку впливають насамперед з характеру об'єктів ринкового обміну, а саме: цінних паперів, похідних фінансових інструментів, депозитарних розписок і вторинно розміщених фондових цінностей іноземних компаній. Як відомо, вони характеризуються загалом високим рівнем ліквідності і транскордонної мобільності, а отже – здатні до акумулювання капіталу на регіональному і галузево-секторальному рівнях, генерування зростаючих мас доданої вартості і валютної ліквідності, обслуговування системи розрахунків у міжнародній торгівлі товарами і послугами, перерозподілу і дисперсії ризиків міжнародної інвестиційної діяльності, а також забезпечення належних інституційних умов для реалізації глобальних господарських операцій через інтеграцію фінансових ринків.

Про досягнуті на сьогодні масштаби капіталізації глобального фондового ринку свідчать такі дані: з 1984 р. до 2018 р. вартісний обсяг світової торгівлі акціями збільшився з 1,7 до 68,2 трлн дол. США; а загальна кількість національних компаній, акціями яких торгують на фондових біржах, зросла з 17,3 млн у 1980 р. до 42,1 млн у 2018 р. У період 1980-2018 рр. ринкова капіталізація національних компаній, акції яких перебувають у лістингу фондових майданчиків, збільшилась з 2,5 до 65,7 трлн дол. США (рис. 2.10), або з 30,8 до майже 112% глобального валового внутрішнього продукту [118]. Своєю чергою, загальна капіталізація американських компаній-емітентів акцій у біржовому індексі S&P500 становить нині понад 20 трлн дол. США, що перевищує валовий внутрішній продукт Сполучених Штатів Америки [322, с. 3]. Даний індекс в оцінці динаміки глобального фондового ринку набуває особливої важливості з урахуванням тієї обставини, що він є ключовим фінансовим активом усього міжнародного фінансового ринку, від руху якого залежить рух цінової кон'юнктури усіх фондових майданчиків світу.

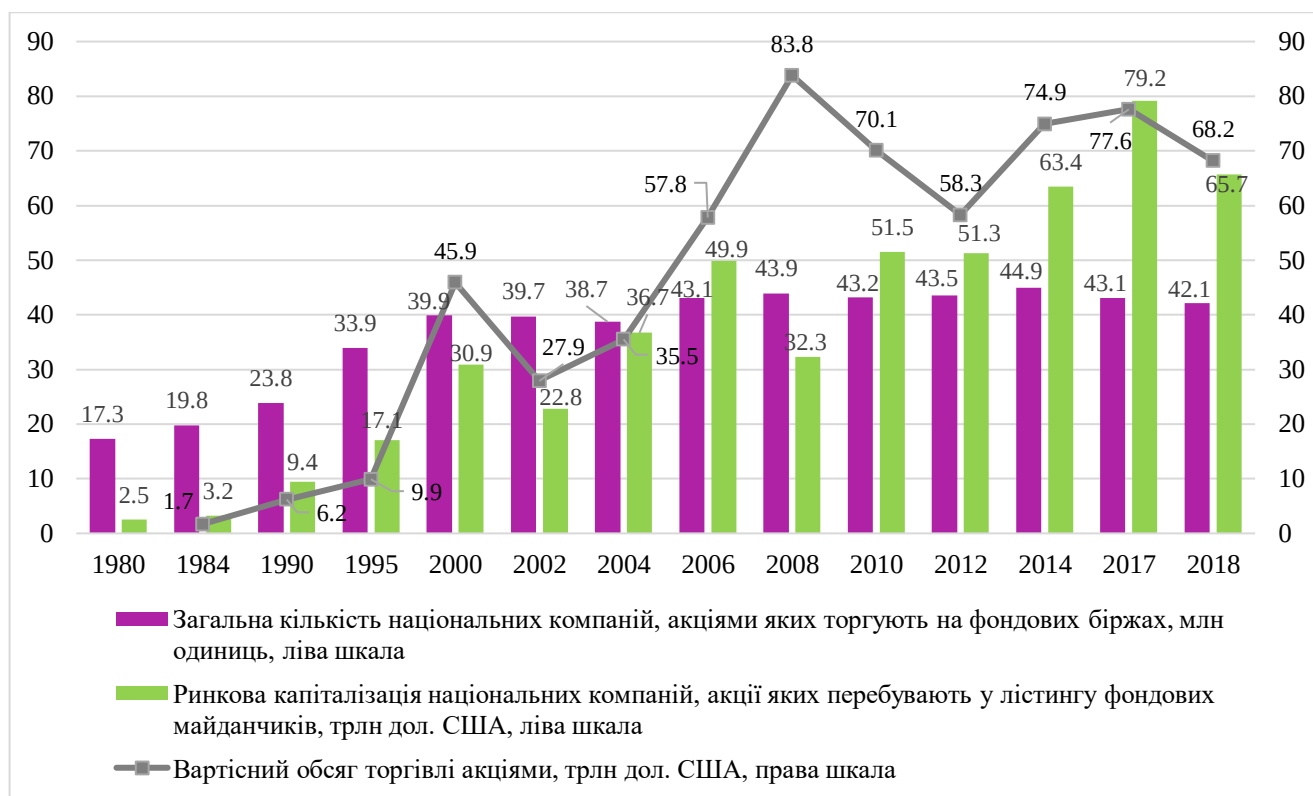


Рис. 2.10. Головні показники функціонування світового фондового ринку у 1980-2018 рр. [173; 110; 119]

Ще одним підтвердженням високої динаміки розвитку світового фондового ринку є і показник щорічних глобальних обсягів чистого припливу акціонерного капіталу, що здійснюється каналами портфельного інвестування. Як показують дані рис. 2.11, у період 1960-2017 рр. він збільшився з 162 млн до майже 1,2 трлн дол. США, що є найвищим показником за увесь досліджуваний період часу і свідчить про повне післякризове відновлення динаміки глобального фондового ринку. При цьому лише у 1990 р. і 2008 р. були зафіксовані негативні значення даного показника (відповідно -11,6 і -189,9 млрд дол. США) як відображення кризових періодів світогосподарського розвитку і відповідного гальмування діяльності міжнародних портфельних інвесторів. Багаторічна динаміка чистого припливу акціонерного капіталу засвідчує її глибокі асиметрії, що відбивають високу турбулентність міждержавних і міжрегіональних переливів портфельного інвестування та вплив на нього навіть найменших змін глобальної ринкової кон'юнктури.

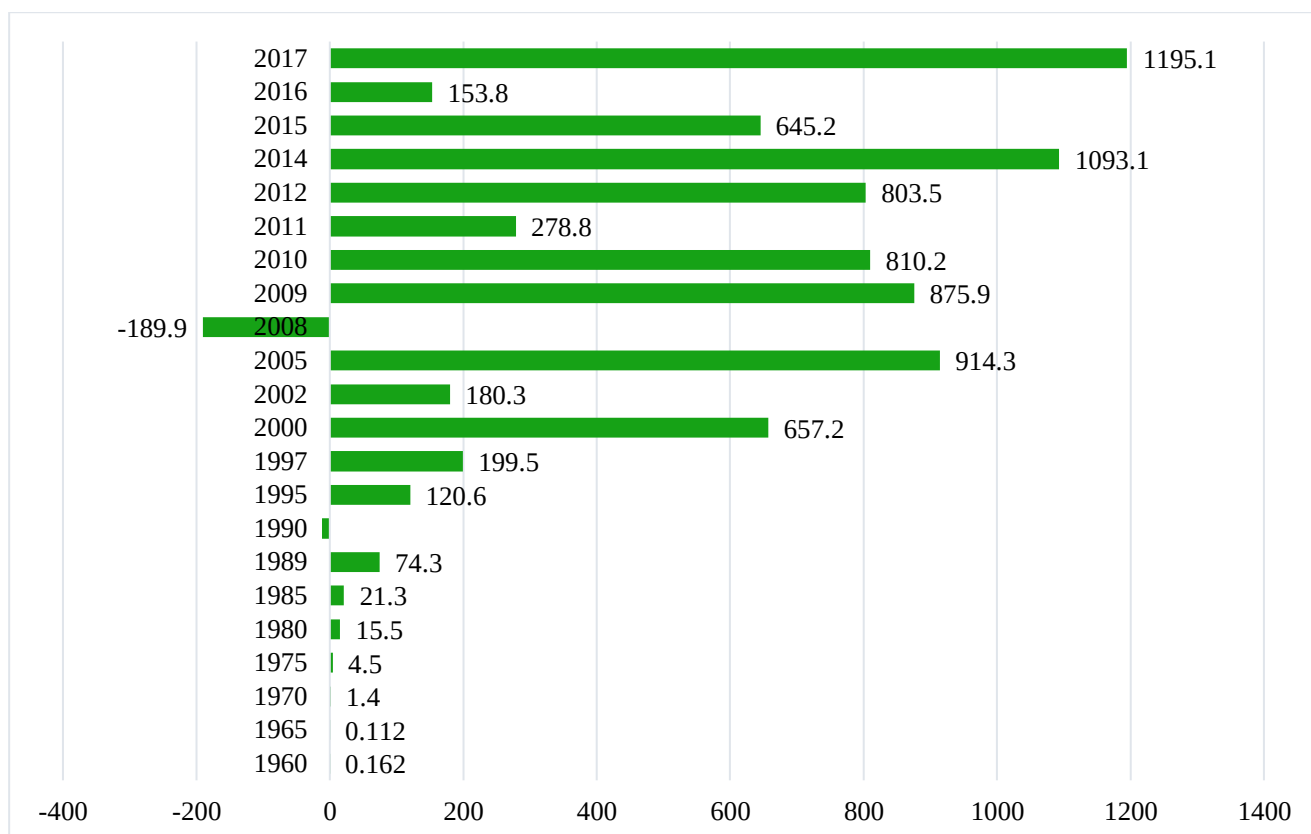


Рис. 2.11. Динаміка глобальних обсягів чистого припливу акціонерного капіталу каналами портфельних інвестицій у 1960-2017 рр., млрд. дол. США за поточним валютним курсом [145]

Останні десятиліття характеризуються також динамічним зростанням масштабів акумульованої у національних економіках вартості активів портфельного інвестування. Зокрема, станом на червень 2018 р., як показують дані табл. 2.7, їх глобальний вартісний обсяг досягнув понад 57,5 трлн дол. США, у тому числі у США 12,2 трлн дол. США, Люксембурзі – 4,7 трлн, Японії – 4,1 трлн, Німеччині – 3,5 трлн, Великобританії – 3,4 трлн, Ірландії – 3,3 трлн, Франції – 2,9 трлн, на Кайманових островах – майже 2 трлн, у Нідерландах – 1,9 трлн, Гонконзі – 1,7 трлн. Загалом же, з грудня 2001 р. по червень 2018 р. глобальний обсяг акумульованих портфельних інвестиційних активів збільшився з 12,7 до 57,5 трлн дол. США, у тому числі вартість акційних інструментів і частки в інвестиційних фондах – з 5,2 до 29,2 трлн [175]. Стабільно високими є і показники міжнародного ринкового обігу боргових цінних паперів, вартість яких зросла у період 1966-2018 рр. з 181 млн [9] до 28,3 трлн дол. США або з 0,01 до 33,4% глобального валового внутрішнього продукту [64]. Дані, подані у табл. 2.10, показують, що з

цієї колосальної суми станом на червень 2018 р. майже 88% (24,8 трлн) припадало на довгострокові боргові цінні папери, а 12% (3,5 трлн) – на короткострокові. При цьому спостерігається чітко виражена тенденція щодо неухильного зростання вартості боргового капіталу глобальних інвестиційних фондів. Достатньо сказати, що тільки у період 2002-2017 рр. загальний обсяг капіталу, що перебуває під контролем глобальних інвестиційних фондів, збільшився з 27,3 до 79,2 трлн. дол. США [66, с. 6].

Таблиця 2.7

Топ-10 національних економік за вартісними обсягами акумульованих активів портфельного інвестування станом на червень 2018 р., млрд дол. США [175]

Країна	Сукупні активи портфельного інвестування	Акційні інструменти і частка в інвестиційних фондах	Боргові цінні папери		
			Усього	Довгострокові боргові цінні папери	Короткострокові боргові цінні папери
США	12173,9	8780,5	3393,5	2845,8	547,7
Люксембург	4675,3	2245,2	2430,1	2071,9	358,2
Японія	4112,2	1718,8	2393,3	2341,7	51,6
Німеччина	3458,9	1266,6	2192,3	2169,9	22,4
Великобританія	3407,7	2075,8	1331,8	1191,9	139,9
Ірландія	3268,4	1362,1	1906,2	1374,3	531,9
Франція	2887,6	931,7	1955,9	1678,5	277,4
Кайманові острови	1963,2	935,8	1027,4	836,8	190,6
Нідерланди	1955,4	965,1	990,2	947,8	42,4
Гонконг	1740,5	1171,8	568,6	439,8	128,8
Інші	17880,8	7737,2	10143,6	8950,3	1193,3
Світовий показник	57523,9	29190,6	28333,9	24848,7	3484,2

Подібна динаміка приросту міжнародного ринкового обігу боргових цінних паперів є свідченням наростаючої мотивації їх емітентів до диверсифікації джерел зовнішнього фінансування своєї фінансово-господарської діяльності за фіксованими процентними ставками та рефінансування на більш вигідних умовах отриманих у попередні періоди кредитів. З другого боку, значне підвищення в останні десятиліття кредитного рейтингу до емітентів боргових цінних паперів з боку національних і міжнародних інвесторів суттєво розширює їх можливості щодо здійснення масштабних за вартісними обсягами емісій облігацій на короткі

терміни. Так, загальна сума заборгованості за міжнародними облігаціями, емітованими в євро, упродовж 1993-2015 рр. зросла з 464,9 млрд до 8,1 трлн дол. США [10], емітованими в американських доларах – з 754,6 млрд до 8,8 трлн [10]; а заборгованості за міжнародними облігаціями з плаваючою процентною ставкою, емітованими доларах США – з 140,9 млрд до 1,6 трлн дол. відповідно [10].

Таким чином, сучасні масштаби капіталізації світового ринку цінних паперів, його організаційно-економічні форми й інституційні механізми функціонування відбивають по суті наростаючі з року в рік потреби економічних суб'єктів різної національної належності (як розвинутих держав, так і країн з новостворюваними ринками) у залученні зовнішнього інвестиційного фінансування за умови відсутності можливостей задовольнити попит на позиковий капітал за рахунок внутрішніх джерел і ресурсів. З другого боку, у діяльності його операторів знаходять своє втілення усі іманентні риси і характеристики цінних паперів, що впливають з їх здатності надавати права на ресурси, їх стандартності, ринкової оборотності, ліквідності і ризику [246, с. 31]. Інакше кажучи, ринок цінних паперів забезпечує відносно легкий і простий процес купівлі-продажу прав власності на корпоративні активи, одночасно нівелюючи ризики ліквідності операційної діяльності і падіння продуктивності праці, а також стимулюючи домогосподарства до нарощування обсягів ризикованих і більш прибуткових активів за рахунок тих ресурсів, котрі у попередні періоди витрачались на споживання і нарощування у такий спосіб норми нагромадження капіталу.

Динаміка агрегованих показників функціонування світового фондового ринку приховує наявність доволі глибоких міжкраїнових асиметрій і диференціацій у розподілі дольових цінних паперів. Так, у 2018 р. на США припадало 53,3% його глобальної капіталізації, на Японію – 8,4%, Великобританію – 5,5%, Китай – 3,4%, Францію – 3,3%, Німеччину – 2,8%, Канаду і Швейцарію – по 2,7%, Австралію – 2,2%, інші країни – 15,9% [47]. Між тим, основна частка нетто-емісії дольових цінних паперів з початку 2000-х років стабільно припадає на країни, що розвиваються, і держави з новостворюваними ринками. У той самий час розвинуті країни характеризувались у цей період від'ємними показниками емісії акцій, коли вартість їх купівлі суттєво перевищує вартість нових акційних випусків в силу

фундаментальних процесів деакціонування корпорацій, тобто внесення змін у їх фінансову структуру шляхом злиттів і поглинань інших компаній, на противагу залучення додаткового фінансування шляхом емісії акцій [309, с. 9]. І лише з початку 2010-х років ситуація докорінно змінюється у бік дедалі більшої орієнтації корпоративного сектору, насамперед банківських установ держав-лідерів, на зниження обсягів зворотного викуплення акцій і нарощування статутного капіталу за рахунок нових випусків акцій як з метою залучення фінансових ресурсів для технологічної модернізації виробництва, так і подолання наслідків глобальної економічної кризи 2007-2010 рр.

У даному контексті необхідно відзначити, що хоч ціла низка західних учених [14; 122; 26] відзначають доволі дуалістичний, а почасти і контрадикторний вплив світового фондового ринку на макроекономічний приріст і динаміку норми заощаджень капіталу¹, однак світовий досвід підтверджує, що чим більший вартісний обсяг заощадженого капіталу залучається в інвестиційні процеси каналами фондового ринку, тим динамічніше зростають обсяги пропонованих економічним агентам інвестиційних ресурсів та мультиплікується макроекономічне зростання держав. Таким чином, нарощування капіталізації глобального фондового ринків, докорінні якісні зрушення у технологіях здійснення фондових операцій та загострення конкурентної боротьби фінансових посередників (насамперед традиційних й електронних фондових бірж) вже у кінці 1990-х років стають причинами поступового «розмивання» національних кордонів

¹ Примітка. Зокрема, у дослідженнях Р. Атьє і Б. Йовановича наголошується на потужному впливі фондового ринку як на загальний рівень економічної активності суб'єктів господарювання у формі короткострокових економічних ефектів, так і на темпи макроекономічного зростання у формі довгострокових економічних ефектів. На основі використання виробничої функції В. Леонтьєва і споживчої моделі поколінь, що перекриваються, учені наголошують на виконанні фондовим ринком функції страхування інвесторів від ідіосинкратичних ризиків, що стимулює домогосподарства до диверсифікації своїх інвестиційних портфелів на користь більш доходних інвестиційних інструментів. Своєю чергою, у моделі Н. Боса функціонування фондового ринку розглядається через призму участі кредиторів і позичальників. Наголошується, що останні здійснюють фінансування своїх інвестиційних проєктів або за рахунок боргових контрактів шляхом емісії облігаційних інструментів, або на основі фінансування за рахунок випуску акцій. У той час як облігаційне фінансування передбачає здійснення фіксованих платежів кредиторам навіть у разі банкрутства позичальника, то емісія акційних інструментів передбачає участь кредиторів у виробничому капіталі, а отже – «розпорошення» власності і капіталу компанії з можливою втратою управлінського контролю та, навіть, банкрутством. У роботах П. Мауро відзначається, що досягнута за рахунок функціонування фондового ринку диверсифікація інвестиційних ризиків, забезпечує домогосподарствам отримання остаточного доходу від середньостатистичної компанії, а не тільки фірм, де зайняті їх члени у формі заробітної плати. Таким чином, середній дохід домогосподарств характеризується значно нижчою варіативністю, порівняно з доходами індивідуальних компаній, тож потреби домогосподарств у заощадженнях суттєво зменшуються. Це має своїм закономірним наслідком загальне зниження норми заощаджень капіталу в економіці, що гальмує темпи макроекономічного зростання.

у транскордонному русі фондових активів, формування міжнародного конкурентного середовища функціонування суб'єктів фінансової інфраструктури та *глобалізації біржової діяльності*. Її динаміка і векторна спрямованість пов'язані насамперед з *усуненням міжкраїнових кордонів у транскордонному русі цінних паперів, транснаціональною інтеграцією біржових структур*, формуванням структурованих і цілеупорядкованих на міжнародному рівні стратегічних альянсів і союзів фондових інституцій, а також формуванням умов для масового доступу до участі у діяльності фондових бірж широких верств населення і підприємницьких структур різної національної належності в силу динамічного розвитку сучасних інформаційно-комунікаційних технологій.

З огляду на це, одним з важливих напрямів розвитку світового фондового ринку в умовах формування нового міжнародного фінансового порядку є *їх наростаюча інтернаціоналізація зі зростаючим сегментом спекулятивних операцій*. Вони проводяться з широким спектром цінних паперів, що стає для іноземних інвесторів важливим інструментом ефективних інвестиційних капіталовкладень. Водночас системна лібералізація національних фінансових ринків, допуск до їх операцій нерезидентських структур та практично повна відміна діючих донедавна обмежень на транскордонне переміщення капітальних ресурсів забезпечили системну універсалізацію світового фондового ринку, хоч і зі збереженням доволі глибоких міжкраїнових асиметрій у ключових показниках функціонування національних фондових ринків. Дані, представлені у додатку Е, засвідчують, що найвищі показники їх капіталізації мають нині такі країни як Сінгапур – 240,5% валового внутрішнього продукту, Швейцарія – 213,7%, США – 139,5%, Малайзія – 138,8%, Великобританія – 112,1%, Люксембург – 106,5%, Канада – 106% ВВП.

Однак, навіть ці показники далекі від досягнутого на сьогодні рівня капіталізації, якого досяг фондовий ринок Гонконгу – 1062,4% валового внутрішнього продукту, що свідчить про його надвисоку спроможність щодо мобілізації фінансового капіталу, інвестування заощаджень й обслуговування фінансових і позикового капіталу. При цьому найменш монополізованими є фондові ринки Китаю, де відношення капіталізації фондового ринку за

виключенням топ-10 найбільших компаній до його загальної капіталізації становить 81,1%, США – 74,6%, Сінгапуру – 72,9%, Канади і Бельгії – по 72,3%, Великобританії – 69%, Гонконгу – 66%. Саме ці фондові ринки забезпечують нині доступ широких верств інвесторів до операцій з фондовими активами, залучення у такий спосіб зовнішнього фінансування господарської діяльності та вирішення найгостріших питань щодо фондування власного бізнесу і забезпечення високої ліквідності капіталу.

Завдяки цьому біржова торгівля на зазначених фондових майданчиках перетворила інвестиції в акційні інструменти у такий же високоліквідний товар як і готівкові кошти [200, с. 125]. За таких умов біржова торгівля набуває якісно відмінних, порівняно з неорганізованими торгами, рис і характеристик, що впливають насамперед з публічності і гласності операцій, а також гарантій виконання фінансових угод. Натомість найвищий рівень монополізації мають на сьогодні фондові ринки Бахрейну, де відношення капіталізації фондового ринку за виключенням топ-10 найбільших компаній до його загальної капіталізації становить 27,7%, Катар – 27,6%, Норвегія – 26%, Об'єднані Арабські Емірати – 23,3%, Ірландії – 8,8%, Люксембург – 4,7%.

Ще один важливий показник оцінки масштабів і динаміки розвитку національних фондових ринків – це їх *оборотність*. Він розраховується як співвідношення вартісного обсягу торгівлі акціями до загальної капіталізації фондового ринку, а отже – відбиває рівень його ліквідності і привабливості в якості інституційного майданчика для здійснення довгострокових інвестиційних капіталовкладень, а також трансакційних витрат ринкових учасників на здійснення операцій з фондовими активами. Так, великий за розмірами, однак неактивний фондовий ринок матиме високий показник капіталізації за одночасного низького показника оборотності. Водночас невеликий за розмірами ліквідний ринок матиме високу оборотність за низького рівня капіталізації [239, с. 110]. Як випливає з даних табл. 2.11, найнижчий рівень оборотності мають нині фондові ринки Нової Зеландії – 13,4%, Ірландії – 12,6%, України – 5,2%, Бахрейну – 2,2% і Люксембургу – 0,2%. Вони, з одного боку, не здатні забезпечити оперативного міжгалузевого перерозподілу інвестиційного капіталу в економіці в силу низької ліквідності

цінних паперів, що обертаються на них, а з другого – засвідчують значною мірою спекулятивний характер здійснюваних операцій та наявність серйозних структурних проблем у ринковому інституційному середовищі.

Натомість найвища оборотність характерна для фондових ринків Китаю – 331,6%, Італії – 273,5%, Туреччини – 175,6%, США – 156%, Японії – 135% та Респ. Корея – 122,1%, котрі забезпечують інвесторам широкі інституційні й організаційно-економічні можливості щодо оперативної купівлі чи продажу своїх фондових інструментів, оптимізації структури і розподілу капіталовкладень, управління інвестиційними портфелями, а також доступу до капіталу і заощаджень економічних агентів. Інакше кажучи, високоліквідні фондові ринки справляють потужний позитивний вплив на динаміку макроекономічного зростання багатьох країн світу з причин надання інвесторам упевненості щодо низьких бар'єрів виходу з фондових ринків без значних втрат вкладених інвестиційних ресурсів.

І, нарешті, окремої уваги заслуговує показник *волатильності цін на фондові активи*, що розраховується у процентах їх щорічних змін. Даний індикатор є відображенням цінових діапазонів коливань курсів акцій у часовому вимірі, а отже – є важливим мірилом очікувань ринкових агентів щодо майбутнього стану і структури фондових ринків у відповідності з перспективною динамікою вхідних і вихідних потоків інвестиційного капіталу. З даних табл. 2.11 можна зробити висновок про середньосвітове коливання цінової динаміки на акційні інструменти на рівня 15-20% щорічно від мінімального значення 7,1% у Бахреїні до максимальних 30,6% в Україні. Принагідно також відзначити, що в останні десятиліття амплітуда коливань акційних цін зазвичай зростає у кризові періоди національних бізнес-циклів та знижується у періоди їх підвищувальної динаміки. Це свідчить про наявність тісного кореляційного зв'язку між макроекономічною динамікою і векторною спрямованістю цін на акційні інструменти, коли фондові ринки у числі перших реагують на будь-які, навіть найменші, коливання макроекономічних показників та зміну кон'юнктурних параметрів національних ринків.

Потужний вплив на формування сучасного міжнародного фінансового порядку справляє структурна динаміка глобального євrorинку, ресурсні джерела

коштів якого формують банківські депозитні рахунки іноземців, розміщені за межами країн-емітентів відповідних валют. Динамічний приріст вартості здійснюваних на ньому операцій забезпечений, головним чином, значним підвищенням вартості банківського кредитування, лібералізацією національних ринків капіталу та широким впровадженням фінансових інновацій. Так, у період 1990-2017 рр. вартісний обсяг облігацій, що перебувають у світовому ринковому обігу, зріс з 10 [183, с. 4] до понад 100 трлн дол. США непогашеної заборгованості (табл. 2.8), 30% якої стабільно припадає на єврооблігаційний сегмент. Подібні оцінки авторитетних міжнародних експертів випливають з того факту, що багато єврооблігацій є незареєстрованими, тож торгівля у формі на пред'явника робить неможливим отримання точних даних по сектору [31].

Як показують дані табл. 2.12, найбільший вартісний обсяг облігацій в обігу мають облігаційні ринки Сполучених Штатів Америки – 39,3 трлн дол. США (39,3% глобального обсягу) у 2017 р., ЄС-28 – 28,2 трлн (28,1%) та Китаю – 11,8 трлн (11,7% відповідно). Принагідно особливо відзначити, що значна частка емісії єврооблігацій припадає на країни з новостворюваними ринками (2,3 трлн дол. США у 2017 р.), в яких національні уряди і підприємницькі структури постійно перебувають у пошуку більш глибоких і розвинутих фінансових ринків для залучення міжнародного інвестиційного капіталу.

Таблиця 2.8

**Вартісний обсяг облігацій у ринковому обігу окремих країн
у 2003-2017 рр., млрд дол. США [42]**

Рік	Австра- лія	Канада	Китай	ЄС-28	Гонконг	Японія	Сінга- пур	США	Розви- нуті ринки	Новост- ворювані ринки	Усього
2003	735,2	1088,7	459,6	14564,9	82,2	8729,6	87,3	19824,5	169,9	447,3	46189,2
2004	886,6	1179,5	637,1	17075,7	89,6	9896,1	106,2	22313,2	190,6	718,7	53093,3
2005	916,5	1253,6	912,3	16346,0	94,9	9162,0	114,4	24022,3	193,6	972,5	53988,1
2006	1135,9	1327,8	1198,3	19883,4	98,1	9090,5	140,3	26038,9	244,0	1097,9	60255,2
2007	1592,7	1543,5	1704,5	24017,9	103,3	9850,4	166,3	28610,0	309,1	1338,3	69236,1
2008	1367,8	1368,0	2228,0	24355,6	102,8	12329,9	167,6	30296,1	318,2	1280,0	73813,9
2009	1752,7	1667,8	2577,9	29378,4	152,2	12269,0	185,0	31082,6	433,8	1462,6	80962,0
2010	1968,0	1862,9	3065,3	28531,5	185,5	14604,0	219,0	31751,9	458,9	1687,1	84334,0
2011	2091,0	1960,5	3528,4	29051,4	215,2	15808,7	240,9	32379,2	466,3	1729,6	87471,4
2012	2251,8	2169,4	4294,1	30238,5	255,6	14718,5	294,8	33544,9	545,4	1987,1	90300,1
2013	2050,9	2237,8	4960,9	30860,1	308,3	12349,2	331,4	34508,1	529,4	2031,3	90167,4
2014	2093,4	2203,9	5835,3	28262,0	349,1	11178,1	349,3	35957,8	468,9	1940,3	88638,1
2015	1975,4	2039,2	7752,6	25778,6	378,8	11239,7	322,3	36924,1	418,9	1986,1	88815,6
2016	1971,7	2178,2	9408,8	24862,6	411,5	12031,6	326,4	38099,7	431,1	2196,0	91917,6
2017	2149,3	2428,5	11756,9	28156,7	483,8	12665,7	412,2	39335,9	455,5	2289,2	100133,7

Подібно іншим сегментам світового фінансового ринку, *євроринок характеризується активними процесами сек'юритизації та розширенням сегменту операцій з європаперами на тлі зменшення частки євровалютних і єврокредитних операцій*. Так, частка єврооблігаційних позичок становить понад 50% загального обігу євроринку і близько 90% обігу ринку європаперів, який є нині одним з найбільш капіталізованих сегментів світового ринку цінних паперів. На нього припадає понад 75% загального обсягу операцій фондового ринку [277, с. 60], що пояснюється вагомими конкурентними перевагами європаперів, порівняно з іншими фінансовими інструментами. Йдеться насамперед про високий рівень ліквідності єврооблігацій для інвесторів та багатоманітність їх видів, що відкриває перед емітентами широкі можливості вибору найбільш прийнятних для себе способів й інструментів запозичень капітальних ресурсів. По-друге – єврооблігації відкривають позичальникам доступ до значно більшої, порівняно з національними інвестиційними ринками, кількості потенційних міжнародних кредиторів різного профілю. По-третє, позичковий капітал, залучений каналами єврооблігаційних інструментів, має виключно фінансовий характер, а відтак – не пов'язує позичальника кредитними обмеженнями щодо цільового використання отриманих коштів. І, нарешті, регулювання євроринків є набагато ліберальнішим, порівняно з національними ринками, що забезпечує ринковим учасникам сприятливі умови отримання прибутку на основі диверсифікації структури своїх інвестиційних капіталовкладень. Закономірним результатом цього стають як надвисока швидкість здійснюваних біржових операцій з активним використанням інформаційно-комунікаційних технологій, так і зростання ринкового обігу цінних паперів на глобальному фондовому ринку з трансформацією усе зростаючих мас капітальних ресурсів в облігаційну форму.

Сучасні процеси фінансового глобалізму і лібералізації національних фінансових ринків сформували в останні десятиліття усталені передумови *докорінної модернізації організаційно-правових форм національних і регіональних фондових бірж*. Йдеться насамперед про їх дедалі більший перехід від асоціацій і некомерційних партнерств до акціонерних товариств, як найбільш адекватної, з

погляду транспарентності і диверсифікованості торгівлі фондовими активами, організаційно-правової форми функціонування біржових майданчиків. Інакше кажучи, *акціонування капіталу фондових бірж* забезпечує не тільки вільний ринковий обіг фондових активів (тобто їх оперативну комерціалізацію), але і масштабну інтеграцію акцій самих фондових бірж у ринковий обіг фондових активів, подібно цінним паперам традиційних бізнес-структур.

Фондові біржі активно включились у процеси акціонування і виходу на ринки ІРО ще на початку 1990-х років, зокрема, Стокгольмська – у 1993 р., Гельсінська – у 1995 р., Копенгагенська – у 1996 р., Амстердамська – у 1997 р., Австралійська – у 1998 р. [200, с. 127]. На сьогодні акції найбільших світових фондових бірж вільно торгуються на відкритому ринку, що відбиває орієнтацію їх діяльності передусім на задоволення інтересів акціонерів і співвласників, на протидію доглобалізаційних пріоритетів щодо відстоювання інтересів клієнтів, трейдерів і брокерських структур [333, с. 46]. Як результат – *активна диверсифікація суб'єктної структури біржової діяльності* з появою на ринку не тільки нових фондових бірж, але й *альтернативних торговельних майданчиків*, що функціонують у режимі інтернет-трейдингу. Останні репрезентують багатофункціональні електронні торговельні системи, що характеризуються високою інституційною гнучкістю, мобільністю і доступністю для різного роду інвесторів, а відтак – «відтягують» на свою користь значні обсяги ліквідних коштів традиційних фондових бірж.

Є всі підстави стверджувати, що діяльність альтернативних торговельних майданчиків справляє потужний вплив на організацію торгівлі фондовими активами як на біржових, так і позабіржових фінансових ринках, закладаючи усталені передумови щодо демонополізації міжнародної торгівлі фондовими інструментами. З-поміж них на особливу увагу заслуговують, зокрема, електронні комунікаційні системи Archipelago, Instinet, BATS Trading і Direct Edge ECN. Їх головні конкурентні переваги випливають насамперед з масштабної діджиталізації укладення угод; пропонування клієнтам диверсифікованої лінійки інструментів, режимів торгів і контрагентів; реалізації ними агресивної цінової політики й активного використання інноваційних інформаційно-комунікаційних технологій,

що переводять торгівлю фондовими активами в алгоритмізований, високошвидкісний і зручний, з точки зору узгодження умов фінансових угод, режим, а також усувають необхідність фізичної присутності трейдерів.

Своєю чергою, включення у склад засновників великокапіталізованих брокерських й інвестиційних компаній укупі з наявністю великих клієнтських баз і колосальних розмірів власних інвестиційних портфелів є запорукою формування масштабної початкової ліквідності, а отже – залучення великої кількості трейдерів [219, с. 51-52]. Не випадково, на сьогодні багато міжнародних фондових бірж з метою утримання своєї ринкової частки та розвитку нових видів бізнесу купують або самі розробляють багатфункціональні електронні торговельні системи. Результатом цього стає як динамічний розвиток біржового і позабіржового ринків, так і значне розширення їх спеціалізаційного профілю, коли міжнародні товарні біржі спеціалізуються на наданні послуг у сфері укладення і проведення розрахунків за ф'ючерсними контрактами, а функції з обслуговування угод з реальних товарних поставок бере на себе позабіржовий ринок.

Разом з тим, у процесі акціонування фондові біржі втрачають статус особливого фінансового інституту, котрий упродовж багатьох десятиліть і регулятори, і ринкові агенти прагнули захистити від конкуренції [292, с. 30]. Тож завдяки акціонуванню фондові біржі в останні десятиліття динамічно трансформуються у звичайні бізнес-корпорації зі своїми власними корпоративними стратегіями, організаційними структурами, бізнесовими й управлінськими моделями. Акціонування стало також потужним драйвером підвищення загальної ефективності і транспарентності функціонування фондових бірж, зростання рівня професійності управління і посилення нормативних вимог до біржової фінансової звітності. Таким чином, даний вектор змін у діяльності фондових бірж може розглядатись як стратегічний напрям подальшого нарощування їх капіталізації та важлива форма протистояння менш капіталізованих бірж поглинанням з боку великих біржових холдингів й альянсів.

Не випадково, саме акціонування фондових бірж, їх статус публічних акціонерних компаній і вільний ринковий обіг акцій не тільки усунули інституційні бар'єри у залученні міжнародного інвестиційного капіталу у розвиток біржової

інфраструктури, але й стали потужним драйвером активізації процесів їх консолідації і нарощування обсягів контрольованого капіталу шляхом злиттів і поглинань, купівлі чи обміну акціями. Так, в останні десятиліття дедалі більшого «розмаху» набуває *інтеграція біржових операторів та об'єднання фондових біржових майданчиків з формуванням біржових альянсів й інших інституційних форм їх співробітництва*. В основі цих процесів, окрім акціонування фондових бірж, лежить також загострення міжбіржової конкурентної боротьби, що спонукає ці інституції до консолідації з метою зміцнення конкурентних позицій від нарощування ринкової ліквідності, притоку трейдерів цінних паперів, розширення інституційних й організаційно-економічних можливостей здійснення арбітражних операцій; зниження трансакційних витрат на продукування біржових продуктів; підвищення транспарентності загальної системи ризик-менеджменту (нівелювання ризиків технічних неполадок, формування центрального розрахункового депозитарія); а також організації багатофункціональних фондових майданчиків для торгівлі широким спектром фінансових інструментів.

Не слід скидати з рахунків і таких потужних економічних ефектів від об'єднання ресурсних можливостей фондових бірж як гармонізація й уніфікація торговельних процедур; полегшення доступу інвесторів і професійних учасників ринку до торгів; оптимізація структурних параметрів біржових сегментів; модернізація технічних і технологічних можливостей; перетворення фондових бірж на найважливіших агентів формування цінової ринкової кон'юнктури; а надто – «розмивання» міжбіржової конкуренції і формування якісно нових можливостей обслуговування клієнтів і реалізації стратегій фінансової експансії на світовому ринку цінних паперів. Йдеться насамперед про те, що глобальні умови його функціонування роблять неможливим здобуття фондовими біржами світового конкурентного лідерства тільки способом ЗіП на локальному, національному чи регіональному рівнях. Відтак – актуалізується питання щодо транскордонних і трансконтинентальних злиттів і поглинань біржових майданчиків на основі їх об'єднання, відкриття своїх зарубіжних відділень, а також транскордонного обслуговування іноземних бірж і співробітництва з ними [198, с. 75].

З-поміж прикладів реалізованих угод ЗіП фондових бірж на особливу увагу заслуговує злиття Нью-Йоркської фондової біржі і біржі Euronext у 2006 р. загальною вартістю у 14 млрд дол. США. Результатом цього стало створення біржі NYSE Euronext Group з капіталізацією на рівні 11,3 трлн. дол. США та зростання ціни її акцій з 64,51 до 93,75 дол. США на момент закриття угоди [219, с. 57]. На сьогодні NYSE посідає перше місце у світі за показником ринкової капіталізації, яка станом на травень 2019 р. становить 23,1 трлн дол. США (рис. 2.12). Крім того, операція ЗіП забезпечила глобальне лідерство NYSE за вартісними обсягами здійснюваних операцій купівлі-продажу фінансових інструментів, оптимізувала трансакційні витрати учасників завдяки запровадженню єдиної торговельної платформи для чотирьох майданчиків та ліквідувала дублювання ІТ-витрат [219, с. 50]. Щорічно тут укладається угод на загальну суму 22,2 млрд дол. США, далі йдуть Шанхайська біржа – 11,6 млрд, біржа NASDAQ – 9,1 млрд, Гонконгська біржа – 6,5 млрд, біржа Zhenzen-Chinext – 5,3 млрд, Лондонська біржа – 5,1 млрд, біржа SIX Swiss Exchange – 4,6 млрд [107].

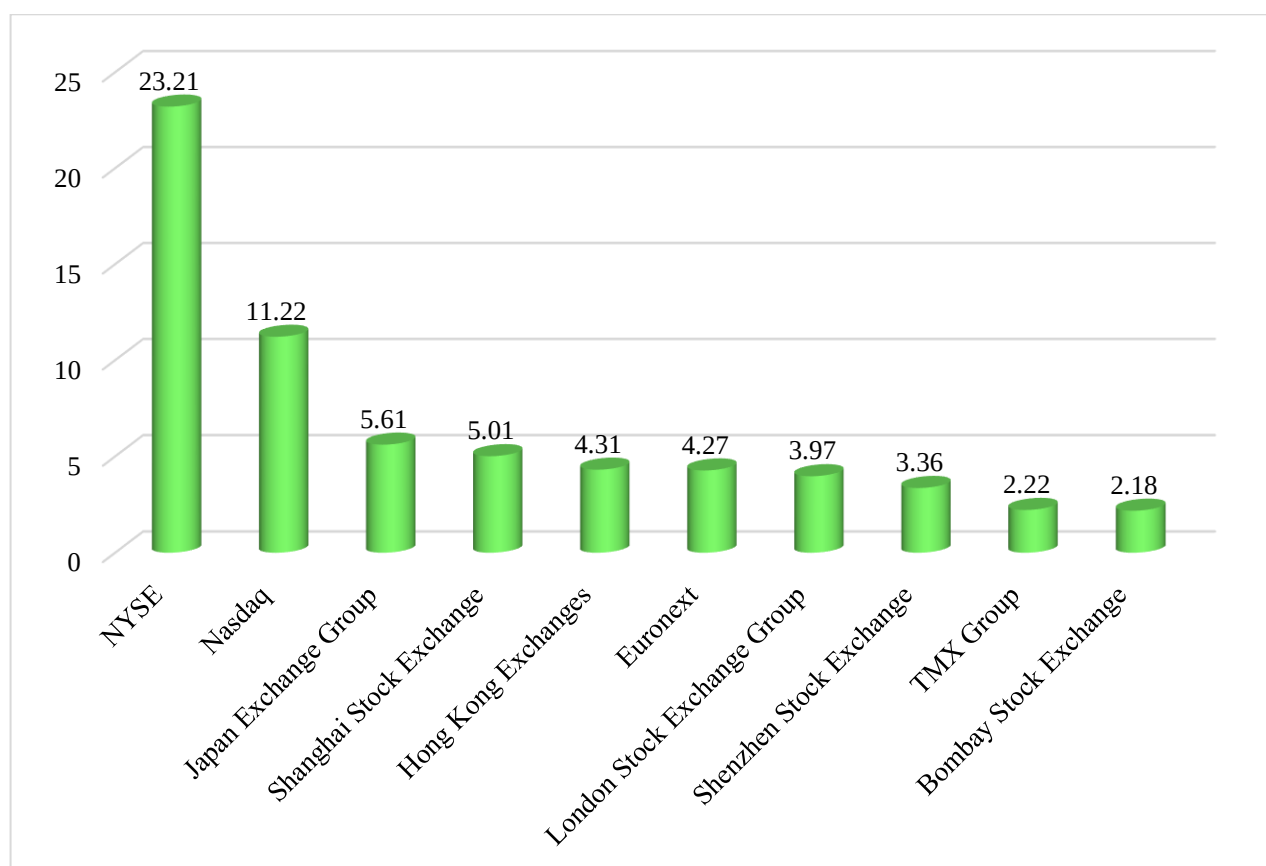


Рис. 2.12. Ринкова капіталізація найбільших фондових бірж станом на травень 2019 р., трлн дол. США [105]

У загальному руслі глобальних тенденцій консолідації фондових бірж були реалізовані також угоди злиттів Гонконгської ф'ючерсної біржі, Фондової біржі Гонконгу і Гонконгської клірингової компанії (2000 р.); формування біржі Euronext на основі злиття Паризької, Амстердамської і Брюссельської фондових бірж (2000 р.); поглинання Лондонською фондовою біржою LSE італійської біржі Borsa Italiana (2007 р.); об'єднання американської і шведської фондових бірж Nasdaq і OMX Group (2008 р.); поглинання біржовою групою Deutsche Boerse Group швейцарської біржі SIX Swiss Exchange (2012 р.) тощо. Усі вони забезпечили не тільки значне розширення кола інвесторів, але і формування більш сприятливих умов торгівлі фондовими активами на основі модернізації технічної і технологічної інфраструктури фондових майданчиків, консолідації діючих технологічних платформ, уніфікації процедур і регламентів обслуговування фондових операцій, а також вирівнювання тарифної політики.

Завдяки консолідації фондових бірж в останні десятиліття *активно формується глобальна інфраструктура ринку цінних паперів* з розширенням на цій основі функціональних компетенцій міжнародних фінансових центрів. Одночасно спостерігається *поглиблення інтеграційних зв'язків фондового ринку з іншими структурними підсистемами світового фінансового ринку*, удосконалення його регуляторної системи, підвищення результативності управлінських функцій професійних учасників фондових ринків, розширення географічних й інструментальних меж використання фінансових інновацій, а також поліпшення доступу до фінансових послуг не тільки національного, але й іноземного капіталів. Красномовним підтвердженням цього є *активне залучення іноземних компаній у лістинг фондових бірж та забезпечення ними операцій купівлі-продажу цінних паперів іноземних інвесторів*. Якщо говорити про масштаби цих операцій, то у період з середини 1990-х років і до січня 2019 р. середньорічна кількість зареєстрованих у світі іноземних компаній, акції яких перебувають у лістингу фондових бірж, становить близько 3,5 тис. [127; 219, с. 43].

Як показують дані табл. 2.9, станом на січень 2019 р. найбільша кількість іноземних емітентів у лістингу сконцентрована на біржах Nasdaq – US – 437 компаній (14,3% їх загальної кількості), NYSE – 509 (22,3%), Australian Securities

Exchange – 143 (6,7%), Singapore Exchange – 259 (34,9%), Euronext – 158 (12,6%), LSE Group – 416 (16,9%), Luxembourg Stock Exchange – 136 (83,4%) та Wiener Borse – 609 (89,8% відповідно). Це свідчить про високу затребуваність даних фондових бірж серед іноземних інвесторів в якості майданчиків для залучення додаткового фінансування і нарощування ринкової капіталізації. Разом з тим, є ціла низка бірж, що демонструють зменшення кількості іноземних компаній у лістингу. Зокрема, на Лондонській фондовій біржі їх кількість зменшилась – з 21,2% загальної кількості компаній (531 фірма) у 1995 р. до 16,9% (416 компаній) у січні 2019 р.; а на Люксембурзькій – з 80,6% (195 компаній у 2003 р. до 83,4% (136) у 2019 р. [96; 127]. Це свідчить насамперед про переорієнтацію діючих корпоративних стратегій суб'єктів господарювання щодо залучення зовнішнього інвестиційного фінансування із закордонного на локальний рівень з причин колосальних трансакційних витрат компаній від перебування у зарубіжних біржових реєстрах [48], пов'язаних з необхідністю складання й оприлюднення фінансової звітності у приймаючих країнах.

Таблиця 2.9

**Показники лістингу і торгівлі іноземними акціями на провідних
фондових біржах станом на січень 2019 рр. [127]**

Фондова біржа	Іноземні емітенти у лістингу		Оборот іноземних акцій		Оборот іноземних акцій за договірними угодами	
	Кількість, одиниць	Частка, %	Вартість, млн дол. США	Частка, %	Вартість, млн дол. США	Частка, %
Nasdaq – US	437	14,3	145501	10,2	234626	10,6
NYSE	509	22,3	101075	6,3	2,4	0,0
TMX Group	54	1,6	778,9	0,6	...	...
Australian Securities Exchange	143	6,7	2802	4,8	539,8	6,3
Hong Kong Exchanges and Clearing	154	6,6	4222,5	2,8	...	...
Singapore Exchange	259	34,9	...	...	...	...
Taipei Exchange	34	4,4	588,8	3,2	3,3	3,2
Taiwan Stock Exchange	90	9,5	4122	7,4	72,6	6,1
Euronext	158	12,6	8	0,0	8	0,2
LSE Group	416	16,9	12653,8	0,0	21259,2	46,7
Luxembourg Stock Exchange	136	83,4	0,6	13,9	...	...
Nasdaq Nordic Exchange	43	4,2	3242,2	5,1	190,8	4,6
Wiener Borse	609	89,8	119,3	3,9	...	...

З другого боку, високий рівень захисту прав міноритарних інвесторів, досягнутий у державах-лідерах, та конвергенція національних законодавств країн-членів ЄС у частині транскордонного руху фондових активів та доступу інвесторів до їх національних фондових ринків нівелюють необхідність європейських компаній проходити процедури крос-лістингу на зарубіжних фондових майданчиках (насамперед Сполучених Штатів Америки) [219, с. 45] як засобу нарощування своєї капіталізації і підвищення інвестиційної привабливості. І, нарешті, зменшення кількості іноземних компаній, що перебувають у лістингу фондових бірж, обумовлене значним розширенням їх кількісної структури та посиленням спеціалізаційного профілю щодо обслуговування місцевих компаній і бізнес-структур. Між тим, незважаючи на зменшення кількісної структури іноземних компаній у лістингу світових фондових бірж, в останні десятиліття спостерігається зростання вартісних обсягів міжнародної торгівлі їх цінними паперами – з 1 до майже 9,3 трлн дол. США у період 1995-2016 рр. [219, с. 47]. Основний приріст вартісних обсягів було досягнуто насамперед за рахунок американських, європейських і азійських фондових майданчиків, що відбиває їх найвищі конкурентні позиції в якості високоінтегрованих глобальних фінансових центрів з ліберальним законодавством і глибокими фінансовими ринками.

Так, глибина фінансового ринку Японії становила у 2015 р. майже 560% валового внутрішнього продукту, США – 450%, країн Західної Європи – 423%, а Китаю – 327% (рис. 2.13). Принагідно також відзначити, що їх фінансова глибина досягається насамперед за рахунок акцій, кредитів і урядових облігацій, тож агенти міжнародних фондових ринків отримують широкі можливості щодо вибору того чи іншого регіонального фондового майданчику для розміщення своїх акційних й облігаційних інструментів, обираючи при цьому найбільш прийнятні для себе біржові вимоги до емітентів та їх фінансової звітності, техніко-технологічні умови функціонування бірж, а також діючі на них регуляторні норми і стандарти. Це висуває у число пріоритетних завдань конкурентного розвитку фондових бірж імплементацію інноваційних методів біржової діяльності, впровадження технологій фінансового інжинірингу й автоматизованих систем біржової торгівлі, диверсифікацію пропонованих клієнтам супутніх фінансових послуг.

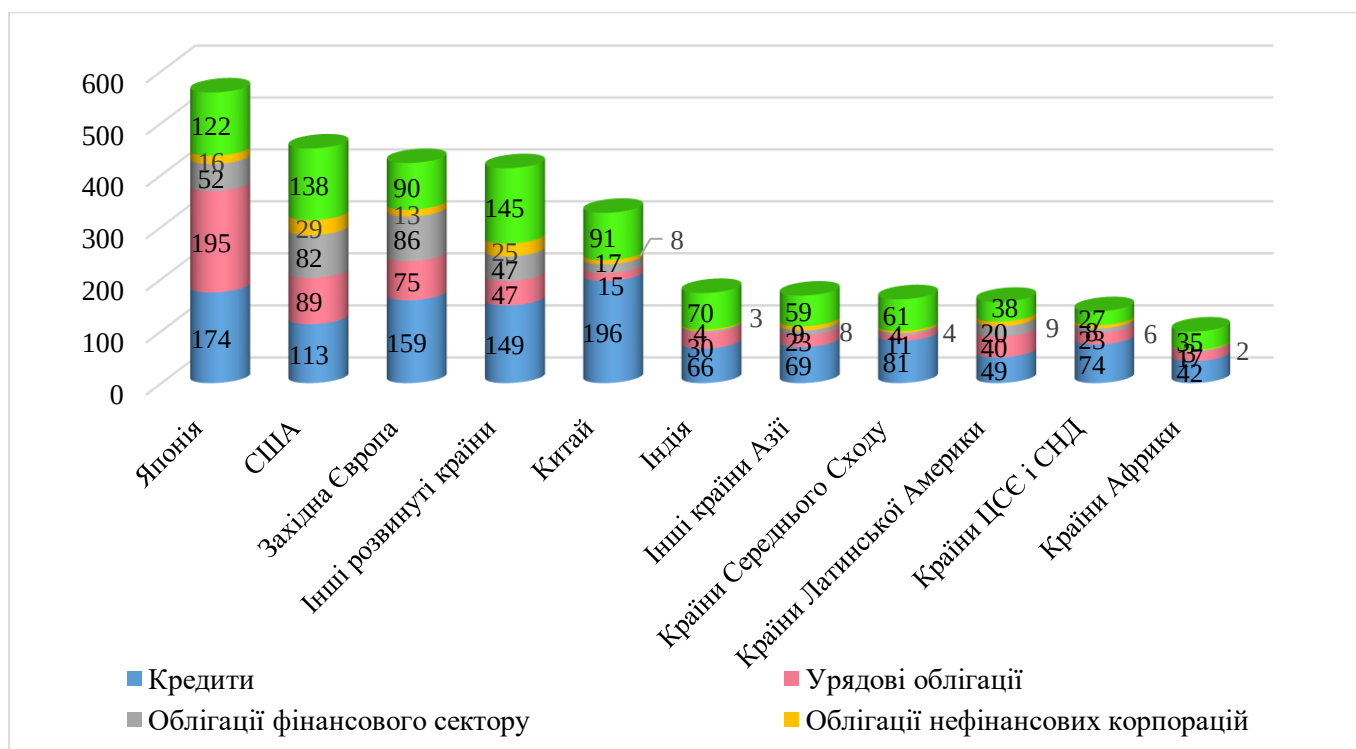


Рис. 2.13. Глибина фінансових ринків за окремими регіонами і фінансовими інструментами у 2015 р., % ВВП [44, с. 27]

Одночасно з консолідацією й інтеграцією фондових біржових майданчиків в останні роки чітко прослідковується тенденція щодо *формування вертикально інтегрованих біржових холдингів*. Результатом цього стає створення глобальних фондових груп, що монополізують увесь виробничо-технологічний процес організації торгівлі фондовими активами – від укладення угод на їх купівлю-продаж до клірингу, обліку операцій і їх інформаційного супроводу. Хоч завдяки цьому усі учасники ринку у рамках одного фондового майданчику мають можливість отримати максимально широкий спектр послуг, однак вертикально інтегровані біржові холдинги справляють суттєвий деформуючий вплив на конкурентне середовище функціонування фондових бірж, породжуючи значні ризики «вихолощування» їх ринкових функцій, «перетягуючи» на свої біржові майданчики іноземних учасників та «розмиваючи» інституційний ресурс фондових бірж щодо формування цінової кон'юнктури світових фінансових активів. Так, на сьогодні інституційне ядро глобальної торгівлі фондовими активами формують близько 60 найбільших фондових бірж загальною капіталізацією на рівні 69 трлн дол. США. З них 16 фондових бірж мають капіталізацію в 1 трлн дол., формуючи так званий «Клуб одного трильйона». 17 глобальних фондових бірж

сконцентровані в Азії і мають рівень капіталізації у 23,1 млрд дол. США; 2 – в Австралії і Новій Зеландії (1,2 млрд); 17 – в Європі (13,6 млрд); 5 – в Африці (1,1 млрд); 5 – у Північній Америці (28,1 млрд) і 5 – у Південній Америці (933 млн) [43].

Динамічні процеси акціонування світових фондових майданчиків та стрімкий розвиток інформаційно-комунікаційних технологій у системі торгівлі фондовими активами суттєво загострюють конкурентну боротьбу між ними за клієнтів та ресурси їх клірингового і депозитарного обслуговування. Йдеться насамперед про дедалі більшу орієнтацію фондових бірж на нарощування інвестиційних капіталовкладень у нові діджитал орієнтовані фінансово-біржові технології з метою зміцнення їх міжнародної конкурентоспроможності, підвищення ефективності здійснюваних біржових операцій, зниження рівня трансакційних витрат для клієнтів на основі диверсифікації пропонованих клієнтам послуг, запровадження інноваційних фондових продуктів та залучення у такий спосіб нових інвесторів й емітентів акційних і облігаційних інструментів. Широке впровадження електронних систем торгівлі фондовими активами забезпечило також динамічне перетворення фондових бірж в універсальні і високопродуктивні інститути світового фінансового ринку, здатні ефективно суміщати традиційні торговельні операції з кліринговою і депозитарною діяльністю.

Завдяки цьому було досягнуто таких стратегічних цілей як зменшення чисельності посередників на світовому фондовому ринку, стрімке нарощування вартісних обсягів капіталу, що обертається каналами фондової торгівлі та динамічний розвиток приватного інтернет-трейдингу. Останній орієнтований насамперед на обслуговування дрібного, або так званого «масового інвестора» [200, с. 130], в управлінні якого перебувають активи страхових компаній, пенсійних і взаємних фондів [61]. Своєю чергою, стрімке збільшення кількісного складу ринкових агентів з відносно незначними обсягами інвестиційних капіталовкладень у цінні папери та стратегічною орієнтацією на швидкий обіг капіталу та отримання «гарячих» грошей стимулювало динамічний розвиток термінового сегменту світового фондового ринку, що надає широкі можливості здійснення торговельних операцій з багатократним плечем.

Характеризуючи ключові тенденції розвитку глобального фондового ринку в останні десятиліття, слід відзначити, що її висока динаміка значною мірою

забезпечується виведенням у лістинг фондових майданчиків зростаючої кількості підприємницьких структур, котрі у будь-який спосіб намагаються зміцнити свої ринкові конкурентні позиції шляхом участі у приватизаційних процесах та здійснення первинних публічних випусків акцій – IPO (*англ.* – *Initial Public Offering*). Як свідчить світовий досвід, саме первинні публічні випуски акцій, охоплюючи процеси підготовки, реєстрації і продажу акцій додаткової чи основної емісії (у тому числі депозитарних розписок на акції), є однією з найбільш поширених форм нарощування статутного капіталу бізнес-структур та здобуття статусу публічних корпорацій, а також залучення компаніями-емітентами довгострокового інвестиційного фінансування для розширення масштабів діяльності та перерозподілу прав власності між різними групами акціонерів через зміну фінансової структури капіталу. Завдяки цьому суттєво підвищується їх репутаційний бренд та знижується залежність від вузького кола інвесторів, що формує стійку інвестиційну базу подальших розміщень акційних інструментів [351, с. 40] та нівелює ризики ворожого поглинання, пов'язані з недостатньою ринковою оцінкою акцій і невеликою кількістю акціонерів.

Використання інструменту IPO забезпечує також підприємницьким структурам різних країн залучення крупного капіталу на необмежений термін, здобуття статусу міжнародних економічних агентів, а у багатьох випадках – навіть транснаціональних компаній, здатних завдяки первинним публічним розміщенням акцій ефективно вирішуючи найбільш гострі фінансові проблеми. Це дає усі підстави стверджувати про виконання первинними публічними випусками акцій надважливої функції глобального фондового ринку – інституційного забезпечення транснаціональних потоків капіталу і їх подальше розміщення.

Не слід скидати з рахунків і такої важливої для економічних агентів-емітентів IPO конкурентної переваги первинних публічних випусків акцій як відсутність будь-яких законодавчо-нормативних обмежень на обсяги їх емісії. І хоч інколи кількість емітованих компаніями IPO ув'язується з вартістю їх статутного капіталу, поточним фінансовим станом, кількістю акціонерів чи розміром філіальних мереж [271, с. 444], здійснення підприємницькими структурами первинних публічних випусків акцій за будь-яких умов є важливим сигналом для іноземних інвесторів щодо високого рівня прозорості бізнес-діяльності емітентів, наявності розроблених

корпоративних стратегій та їх відповідності міжнародним стандартам, а також високої якості системи загальнокорпоративного управління.

Не випадково, активізація первинних публічних випусків акцій компаніями різних країн (особливо з новостворюваними ринками) зазвичай супроводжується значним розширенням операцій локальних фондових бірж, котрі в останнє десятиліття динамічно трансформуються у важливі інституційні майданчики залучення національного й іноземного інвестиційного капіталу. Красномовним підтвердженням цього є, зокрема, дані, представлені на рис. 2.14, які свідчать, що у період 1996-2018 рр. середньорічний вартісний обсяг первинних розміщень акцій на світовому фондовому ринку стабільно становив близько 190 млрд дол. США за їх середньорічної кількості на рівні 1,2 тис.

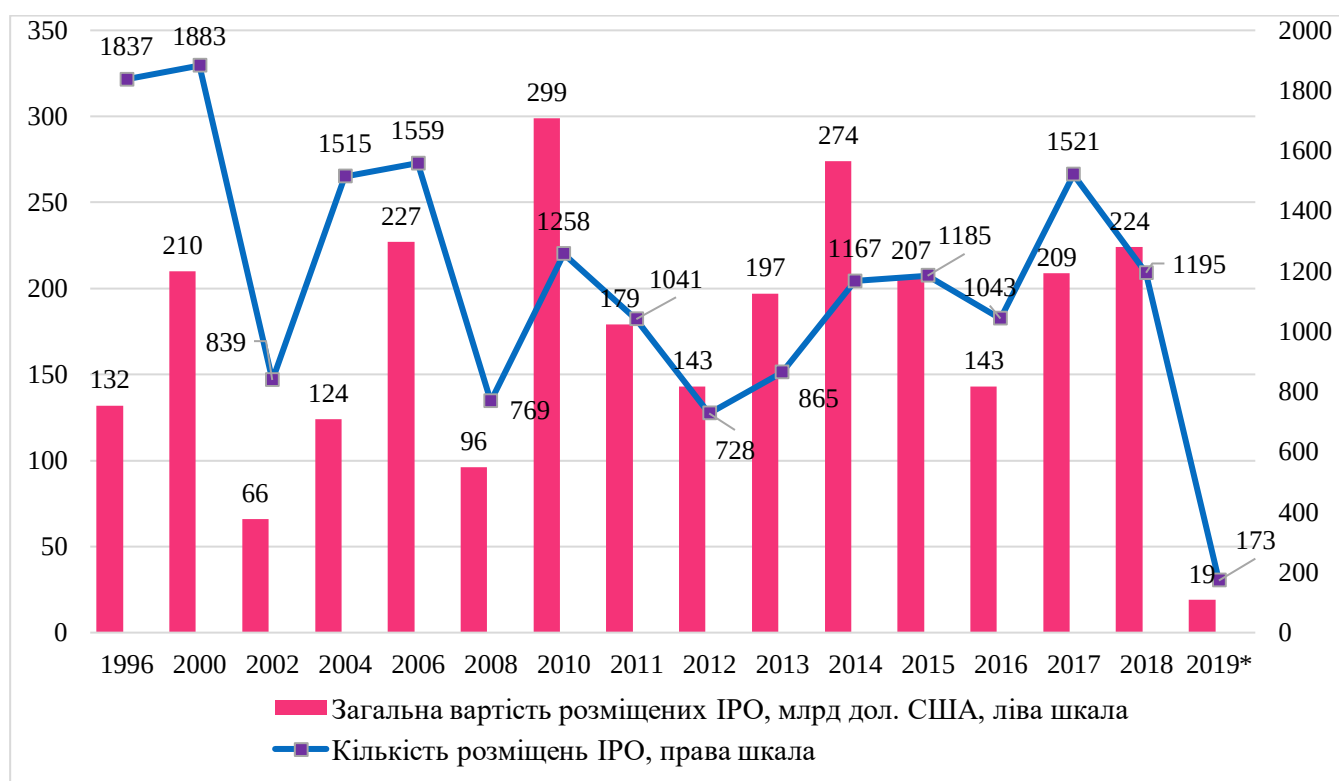


Рис. 2.14. Загальна кількість і вартість первинних публічних розміщень акцій на глобальному фондовому ринку у 1996-2019 рр. [94, с. 10;]

Зокрема, у Сполучених Штатах Америки середня вартість угод первинного розміщення акцій у період з 2005 р. по 2018 р. становив від мінімальних 94 млн дол. США у 2015 р. до максимальних 160 млн у 2011 р. [124]. У період 1983-2017 рр. тільки через Нью-Йоркську фондову біржу (NYSE) і біржу Nasdaq було розміщено 6857 первинних публічних розміщень акцій (у тому числі у 1983-2000 рр. – 5303 випусків, у 2001-2003 рр. – 176, у 2004-2017 рр. – 1378 [151, с. 9]); а у першому

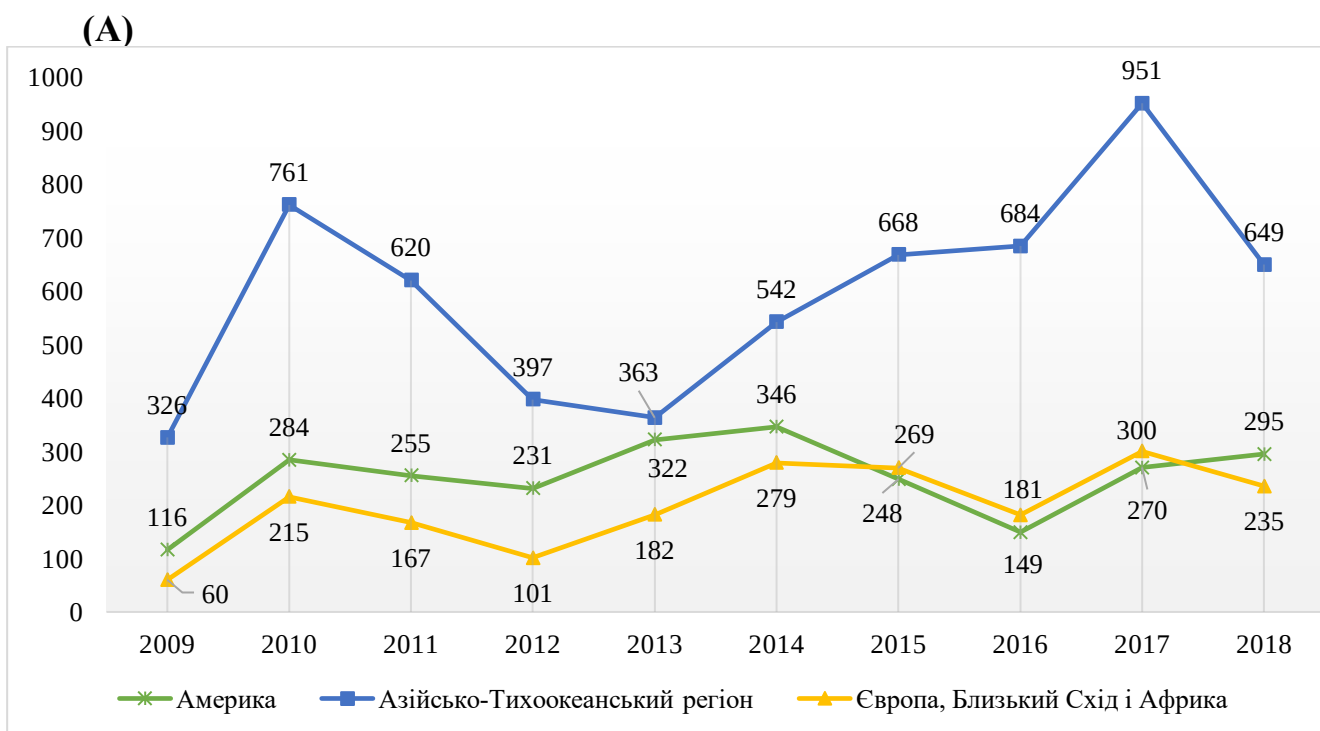
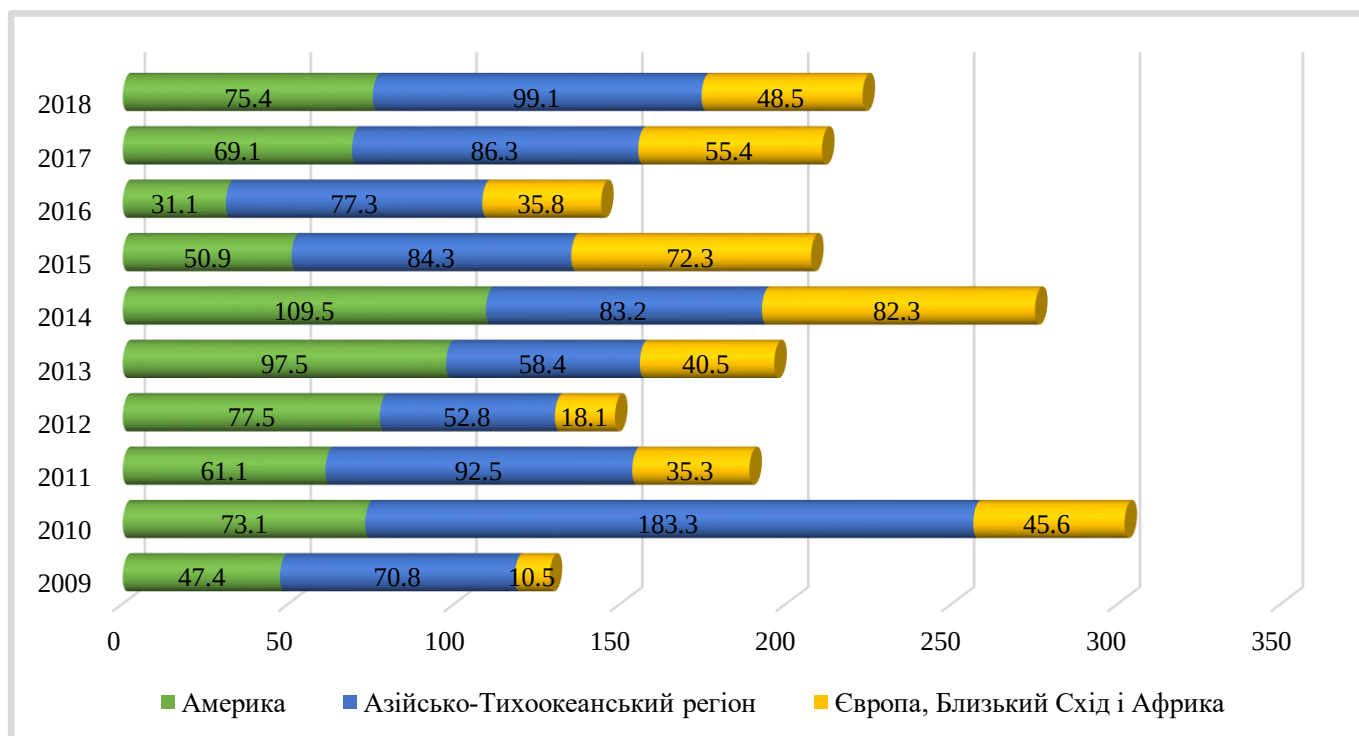
кварталі 2019 р. на Nasdaq було розміщено IPO на загальну суму 2,5 млрд. дол. США [70, с. 10].

В останні роки чітко викристалізовується *галузево-секторальна структура операцій з первинних публічних випусків акцій*. Їх сучасне розміщення відбиває по суті стратегічні пріоритети інвесторів щодо нарощування своїх капіталовкладень у найбільш динамічних і швидко зростаючих сегментах глобальної економіки, розвиток яких стабільно підтримується масштабним внутрішнім платоспроможним попитом. Наприклад, у Сполучених Штатах Америки у 2018 р. вартість угод IPO у технологічному секторі становила 18,3 млрд дол. США, у секторі охорони здоров'я – 9,1 млрд, споживчому секторі – 4,3 млрд, фінансовому секторі – 4,1 млрд, промисловості – 4,1 млрд, секторі нерухомості – 3,7 млрд, енергетичному секторі – 1,5 млрд [191]. Загалом же у 2018 р. на світових фондових біржах було розміщено 254 IPO технологічних компаній, 205 – компаній індустріального сектору, 193 – медичної сфери, 150 – галузей виробництва нових матеріалів, 137 – сфери споживання, 92 – фінансової сфери [71, с. 35].

У розумінні логіки і векторної спрямованості еволюційного розвитку глобального фондового ринку важливим є аналіз *регіональної структури розміщених IPO* як загального мірила рівня привабливості різних регіональних фондових майданчиків для інвесторів. Характеризуючи її, слід відзначити усталений тренд щодо нарощування кількості і вартості операцій з первинних публічних розміщень акцій на фондових майданчиках Азійсько-Тихоокеанського регіону. Достатньо сказати, що за підсумками 2018 р. тут було розміщено 649 IPO за загальну суму близько 99,1 млрд дол. США, тоді як на майданчиках Північної і Південної Америки – 295 на суму 75,4 млрд, а у регіоні Європи, Близького Сходу і Африки – 235 на суму 48,5 млрд [72, с. 13, 19, 25].

Таким чином, у довгостроковому періоді 2000-2018 рр. частка АТР у сукупній вартості розміщених у світі IPO зростає з 12,6 до 42,1%, досягнувши на кінець періоду 55,1% їх загальної кількості [72, с. 4, 25]. Загалом же, як показують дані рис. 2.15, у період 2009-2018 рр. річний вартісний обсяг IPO, розміщених на фондових ринках Азійсько-Тихоокеанського регіону, збільшився з 70,8 до 99,1 млрд дол. США (а кількість – з 326 до 649); Америки – з 47,4 до 75,4 млрд (з 116 до

295); Європи, Близького Сходу і Африки – з 10,5 до 48,5 млрд (з 60 до 235 відповідно).



(Б)

Рис. 2.15. Динаміка вартості (А, млрд дол. США) і кількості (Б, одиниць) операцій з первинних публічних розміщень акцій на фондових біржах за окремими регіонами у 2009-2018 рр.

Головною причиною, що спричинила виривання фондових бірж АТР у світові лідери за показниками розміщення акцій, є висока динаміка макроекономічного

зростання держав даного регіону та значне посилення їх конкурентоспроможного впливу на різні сегменти глобального ринку. Як результат – стрімко зростаючі потреби місцевих підприємницьких структур у залученні інвестиційного і кредитного капіталу для потреб власного бізнесу і диверсифікації своєї фінансово-господарської діяльності насамперед шляхом ініціювання розміщення IPO на фондових майданчиках саме азійського мегарегіону. Це стало потужним драйвером розвитку регіональних фондових бірж, що стали важливими точками нагромадження глобального капіталу. Зокрема, за оцінками міжнародних експертів, вже до 2025 р. Шанхай може перетворитись на найбільш привабливий фондовий майданчик лістингу іноземних компаній, вихід на який плануватиме переважна більшість міжнародних бізнес-структур [332, с. 4]. Своєю чергою, результати опитування експертів Economist Intelligence Unit засвідчують, що до 2025 р. найбільший обсяг залученого інвестиційного і кредитного капіталу припадатиме на Китай (80%), США (57%) і Індію (38%), бізнес-структури яких ініціюватимуть і найбільшу кількість емісій акційних й облігаційних інструментів – 78%, 53% і 59% відповідно² (табл. 2.10).

Таблиця 2.10

Оцінка емісійного й інвестиційного потенціалу окремих країн на період до 2025 р., % [240, с. 64]

Країна	Найбільша кількість емітентів, %	Країна	Найбільший обсяг залученого капіталу, %
Китай	78	Китай	80
Індія	59	США	57
США	53	Індія	39
Бразилія	32	Бразилія	28
Російська Федерація	12	Великобританія	15
Великобританія	11	Російська Федерація	11
Німеччина	11	Німеччина	9
Респ. Корея	4	Саудівська Аравія	7
Японія	4	ОАЕ	6
Мексика	3	Респ. Корея	5
ОАЕ	3	Японія	5
Саудівська Аравія	2	Мексика	2
Інші країни	1	Інші країни	1

² Примітка.

Загальна кількість процентів не дорівнює 100%, оскільки респонденти обирали до трьох країн.

Не слід скидати з рахунків і такого важливого фактору нарощування конкурентних позицій фондових бірж Азійсько-Тихоокеанського регіону у глобальних процесах розміщення акційних інструментів як значне підвищення вимог щодо подання корпоративними структурами фінансової звітності для їх реєстрації в якості емітентів цінних паперів після ухвалення у 2002 р. Закону Сарбейнса-Окслі (так званого закону про реформу відкритих акціонерних товариств і захист інвесторів). Поряд з його перевагами щодо забезпечення транспарентності функціонування й управління публічними компаніями, а також більш ефективного управління ризиками бізнес-діяльності, даний закон істотно підвищив (на 30%) витрати корпоративних структур на аудит, консалтинг, підготовку річної звітності [316, с. 233]. У результаті суттєво зросли і їх трансакційні витрати на розміщення IPO на фондових майданчиках Північної Америки і Західної Європи, котрі стали доступними лише для великих бізнес-структур, переорієнтувавши менш капіталізовані компанії на азійські фондові біржі.

Узагальнюючи вищенаведене, відзначимо, що проаналізовані тенденції розвитку світового фондового ринку та його трансформаційні тренди формують усталені передумови для поглиблення інтеграційних процесів на даному сегменті глобального ринку і посилення організаційно-економічної, інституційно-регуляторної і технологічної конвергенції його національних підсистем. Вони є відображенням насамперед усталеної тенденції щодо нарощування кількісних масштабів транскордонного руху інвестиційного і кредитного капіталів, диверсифікації інструментальної структури фондового ринку, динамічного розвитку фінансового інжинірингу, регіональної і функціональної інтеграції фондових ринків, впровадження алгоритмізованої і високочастотної торгівлі фондовими активами, системної автоматизація процесу їх ринкового обігу, активного використання інтернет-трейдингу та ін.

Це відкриває емітентам фондових активів широкі можливості щодо оперативного вирішення питань диверсифікації джерел фінансування господарської діяльності, у тому числі за рахунок міжнародних ресурсів. Водночас системні трансформаційні модифікації світового фондового ринку у глобальних умовах спричиняють не тільки зміцнення конкурентних позицій традиційних гравців з числа держав з домінуючими

фондово-орієнтованими моделями фінансових ринків (США, Великобританія, Канада та ін.), але й значне розширення їх географічних, організаційно-економічних і технологічних форматів за рахунок активного виведення економічними суб'єктами різних країн і регіонів емітованих цінних паперів на глобальні фондові майданчики з метою міжнародної диверсифікації джерел фінансування господарської діяльності.

2.3. Глобальні детермінанти трансформації валютного ринку

У контексті формування нового міжнародного фінансового порядку на особливу увагу заслуговує дослідження фундаментальних процесів валютної глобалізації як найвищого рівня інтернаціоналізації валютних відносин, пов'язаних з функціонуванням національних валют у світогосподарській системі та інституційною організацією світового валютного обігу [279, с. 120]. Відбиваючи об'єктивний процес щодо поглиблення головних економічних суперечностей – між фіктивним і реальним капіталом, з одного боку, і наростаючою інтернаціоналізацією процесу відтворення суспільного продукту та збереженням національної природи залучених у даний процес ресурсів, з другого, валютна глобалізація набуває свого концентрованого вираження у використанні валютних активів за межами країн-емітентів для обслуговування операцій як з економічними суб'єктами цієї держави, так і нерезидентами [97, с. 1].

Красномовними індикаторами масштабів валютної глобалізації слугують насамперед показники щодо *вартісних обсягів номінованих у різних валютах операцій*, що реалізуються в інших сегментах світового фінансового ринку. Так, щоденний вартісний обсяг позабіржових похідних фінансових інструментів досяг у середині 2018 р. 544,4 млрд дол. США, у тому числі валютообмінних контрактів – 90,7 млрд, контракти на процентні ставки – 436,8 млрд, контракти на акції – 6,7 млрд [74]. З урахуванням вартості біржових контрактів (понад 750-800 млрд дол. США щоденно [281, с. 13]) загальні масштаби залученого у світовий валютний обіг глобального капіталу набагато перевищують не тільки вартісні обсяги матеріального виробництва і міжнародної торгівлі, але і міждержавних переливів інвестиційних ресурсів та ринкового кругообігу фінансового капіталу. В основі цих

процесів лежить стремління ринкових агентів до оптимізації своїх балансів, у тому числі способом «переупакування» своїх зобов'язань, за одночасного пошуку нових джерел доходності капіталу і страхування валютних ризиків. Зазначені дані засвідчують не тільки високу динаміку розвитку та колосальні масштаби, що її досягнула валютна глобалізація у першій чверті ХХІ ст., але і її багаторівневий характер, орієнтацію на обслуговування базових і виробничих фінансових інструментів, а також глибоку конвергенцію з відтворюваними процесами та транскордонним рухом фіктивного і реального грошового капіталу у формі прямого іноземного інвестування і кредитування.

Саме зазначені особливості валютної глобалізації є головними драйверами *сучасних якісних структурних зрушень світового валютного ринку та формування глобальних трендів його розвитку*. З одного боку, вони спричинені дією таких глобальних детермінантів, як-от: вільний вибір країнами режимів валютного курсу, розширення доступу відсталих держав до джерел міжнародної валютної ліквідності, наднаціональна уніфікація системи міжнародних розрахунків, посилення координації регуляторних дій центральних банків держав-лідерів та ін. З другого боку, глобальні тренди розвитку світового валютного ринку пов'язані з конвергенцією національних валютних ринків, зростанням рівня їх транспарентності і дерегулювання, а також високою мінливістю їх кількісних і структурних параметрів. Йдеться насамперед про *динамічне зростання місткості і глибини світового валютного ринку* насамперед завдяки поглибленню міжнародного поділу праці, нарощуванню вартісних обсягів міжнародної торгівлі та транскордонної мобільності промислового і банківського капіталу.

Як показують дані, подані у табл. 2.11, середньодобовий обсяг операцій на світовому валютному ринку у період 1989-2016 рр. збільшився у понад 8,5 разів – з 590 млрд до майже 5,1 трлн дол. США (тоді як у 1979 р. становив не більше 10-20 млрд [279, с. 121]), що суттєво перевищує вартісні обсяги міжнародної торгівлі товарами і послугами. З огляду на функції, котрі виконує валютний ринок в економічній системі суспільства (забезпечення розрахункового обслуговування торговельних, інвестиційних, кредитних та інших міжнародних операцій суб'єктів господарювання; урівноваження попиту і пропозиції валютних активів і

формування цін на них; страхування валютних ризиків і диверсифікація валютних резервів; формування необхідних умов для прибуткової діяльності усіх ринкових агентів [337, с. 276]), важливим є з'ясування ключових напрямів *кількісної і якісної диверсифікації інструментальної структури валютних операцій*.

Таблиця 2.11

Середньодобовий оборот світового валютного ринку за окремими інструментами, млрд дол. США та у % до загального підсумку у 1989-2016 рр. [186, с. 5; 142]

Рік	Операції спот		Операції аутрайт		Валютообмінні свопи		Валютні свопи		Опціони й інші інструменти		Усього	
	млрд дол.	%	млрд дол.	%	млрд дол.	%	млрд дол.	%	млрд дол.	%	млрд дол.	%
1989	317	53,7	27	4,6	190	32,2	...	...	...	...	590	100,0
1992	394	48,0	58	7,1	324	39,5	...	...	...	...	820	100,0
1995	494	41,5	97	8,2	546	45,9	...	...	...	...	1190	100,0
1998	568	38,1	128	8,6	734	49,3	...	...	...	...	1490	100,0
2001	386	31,2	130	10,5	656	52,9	7	0,6	60	4,8	1239	100,0
2004	631	32,6	209	10,8	954	49,3	21	1,1	119	6,2	1934	100,0
2007	1005	30,2	362	10,9	1714	51,6	31	0,9	212	6,4	3324	100,0
2010	1489	37,5	475	11,9	1759	44,3	43	1,1	207	5,2	3973	100,0
2013	2047	38,2	679	12,7	2240	41,8	54	1,0	337	6,3	5357	100,0
2016	1652	32,6	700	13,8	2378	46,9	82	0,0	254	5,0	5067	100,0

У даному контексті слід відзначити динамічне зростання вартісних обсягів і частки у здійснюваних операціях таких похідних валютних інструментів як-от: форварди, ф'ючерси, опціони, свопи та ін., що перетворились в останні десятиліття на найбільш динамічний сегмент глобальної валютної архітектури. Так, на тлі значного зменшення частки операцій спот (з 53,7% загальної вартості середньодобового обороту світового валютного ринку у 1986 р. до 32,6% у 2016 р.) спостерігається динамічне зростання частки операцій аутрайт (з 4,6 до 13,8%) і валютообмінних свопів (з 32,2 до 46,9% відповідно). Головним чинником подібних змін стала ефективна система регулювання світового ринку деривативів [245, с. 72], що охопила в останні роки усіх ринкових агентів і забезпечує цілеупорядковане здійснення ними своїх операцій на основі чітко встановлених, транспарентних й уніфікованих на глобальному рівні норм і правил. Між тим, на операції спот і дотепер припадає понад 30% загального обсягу валютних операцій, що обумовлено

їх масштабним використанням ринковими агентами в якості забезпечення міжбанківських і позабіржових форвардних контрактів.

Висока динаміка розвитку світового валютного ринку стає причиною *стрімкого розширення сегменту фіктивного капіталу* і його зростаюче залучення у ринковий оборот, коли значна частка активів, під які здійснюється емісія національних валют у багатьох країнах світу, представлена різноманітними фінансовими інструментами. Так, з загального обсягу 13,2 трлн євро застави, залученої в операції рефінансування Європейського центрального банку у 2016 р., понад 75% становили інструменти фіктивного капіталу. З них: 6 трлн євро (46% загального вартісного обсягу) – державні цінні папери, 1,9 трлн (14%) – забезпечені банківські облігації, 1,5 трлн євро (12%) – незабезпечені облігаційні інструменти банків [330, с. 39].

Додатковим фактором, який ще більшою мірою деформує емісійні операції центральних банків практично усіх країн світу, є тісне зрощування їх фінансів з операціями державного сектора. Йдеться насамперед про збереження «прихованої» емісійної підтримки фінансування державних витрат з боку центральних банків, навіть за умов відсутності можливостей прямого фінансування ними дефіцитів державних бюджетів способом прямого кредитування. Підтвердженням цього є, зокрема, частка державних боргових зобов'язань в активах центральних банків розвинених країн, яка становить близько 30% і варіюється від мінімального 1% у Національному банку Швейцарії до 88% у Федерального резервного банку США [330, с. 40]. Таким чином, кредити державам навіть за умов валютної глобалізації продовжують посідати вагоме місце у загальній структурі джерел формування національних грошових баз.

Наступним трендом валютної інтеграції, що справляє потужний вплив на становлення нового міжнародного фінансового порядку, є *активне впровадження інноваційних фінансових технологій і стандартів транскордонного розподілу і перерозподілу світових валютних потоків з використанням електронного банкінгу й інтернету*. Так, останній суттєво розширив можливості клієнтів банківських установ щодо отримання оперативної інформації про динаміку котирувань міжбанківського ринку, що дає змогу повною мірою задовольняти усі їх потреби і

запити на укладення валютнообмінних операцій. У результаті докорінних змін зазнає система відносин між банками і їх клієнтами у бік дедалі більшого «розмивання» існуючих кордонів між власне міжбанківським і клієнтським ринком, нівелюванням монопольного статусу банківських установ як валютних операторів й організаторів торгівлі валютою, а також їх об'єднанням з метою збереження і нарощування своєї ринкової частки і диверсифікації клієнтської структури.

Яскравим підтвердженням даної тенденції є, зокрема, динаміка суб'єктної структури глобального валютного ринку. Як свідчать дані додатку Ж, в останні два десятиліття спостерігається зменшення частки *традиційних учасників ринку з числа дилерів (центральных і комерційних банків) і нефінансових організацій (промислових корпорацій й урядів)* за одночасного збільшення *питомої ваги нетрадиційних агентів*, що репрезентують сегмент так званих «інших фінансових інститутів». Так, у період 1995-2016 рр. частка дилерів у сукупному щоденному обороті світового валютного ринку зменшилась з 63,6 до 41,9%, нефінансових організацій – з 15,8 до 7,5%; натомість частка інших фінансових інститутів зросла з 20,6 до 50,6% відповідно. Подібні зміни є втіленням значного зменшення ролі великих комерційних й інвестиційних банків у функціонуванні глобального валютного ринку.

В останні роки вони не тільки активно переходять до використання електронних платформ (EBS, Reuters, Hotspot, FXAll, FXi, Currenex, FMI – CLS тощо), але й поступово витісняються невеликими комерційними банками, пенсійними, взаємними і хедж-фондами, страховими компаніями і центральними банками, а також іншими дрібними учасниками світового валютного ринку. Інакше кажучи, є всі підстави говорити як про значну *демонополізацію і демократизацію світового валютного ринку*, так і зниження бар'єрів входу на нього фінансових посередників немонополізованого сектору в силу значного зменшення під впливом електронної революції їх трансакційних витрат, а отже – розширення можливостей реалізації агресивних торговельних стратегій.

Багатонаціональні підприємства (БНП) в силу масштабів і міжнародної специфіки фінансово-господарської діяльності також є активними учасниками

світового валютного ринку. Реалізують широкий спектр операцій на великій кількості національних суверенних територій, що володіють своїми власними національними валютами, БНП потребують розроблення і реалізації специфічних корпоративних валютних політик, здатних забезпечити ефективне страхування валютних ризиків в умовах недосконалих ринків [163, с. 391-405] мінімізувати трансакційні витрати мультивалютного економічного бізнес-середовища [245, с. 80].

З цією метою вони створюють широку мережу підконтрольних банків і небанківських фінансових установ, яким і делегуються функції укладення й обслуговування валютних операцій, реалізації корпоративних валютних стратегій й інструментарію управління валютними ризиками. Так, американські корпорації, котрі, здійснюючи міжнародні операції, хеджують свої валютні ризики, мають ринкову вартість на 4,8 – 5,2% вищу, порівняно з компаніями, що не реалізують подібних заходів [7]. Для корпорацій Великобританії і Бразилії показники ще вищі і становлять 6% і 6,7 – 7,8% відповідно [15], що пояснюється високою результативністю діяльності валютних хеджерів, зміною валютної структури заборгованості, зростанням можливостей компаній для фінансування досліджень і розробок, підвищенням прибутковості діяльності, ліквідності й акційних котирувань, а також зниження рівня систематичного ризику [6, с. 3].

Крім того, у сучасних умовах формування нового міжнародного фінансового порядку *активізується процес «розмивання» чіткого поділу світового валютного ринку і у сегменті інституційних інвесторів*. Здійснюючи масштабні інвестиційні капіталовкладення у нетрадиційні для себе боргові інструменти, вони активно використовують деривативи і механізми сек'юритизації. Водночас на основі злиттів і поглинань фінансових установ відбувається становлення велико-капіталізованих фінансових холдингів, котрі у своїй діяльності проникають у різні сегменти світового валютного ринку та стають його «маркет-мейкерами», формуючи глобальний попит і глобальну пропозицію на глобальні валютні активи. Красномовним підтвердженням цього є дані рис. 2.16, що відбивають сучасний інструментальний розподіл валютних операцій інших фінансових інститутів, що репрезентують сегмент недилерських фінансових контрагентів.

Вони показують, що у 2016 р. загальна вартість валютних угод, що їх щоденно укладали недилерські фінансові контрагенти, становила майже 2,6 трлн дол. США, з них 929,5 млрд – операції спот, 430,7 млрд – форвардні операції аутрайт, понад 1 трлн – валюто-обмінні свопи, 37,3 млрд – валютні свопи, 140,7 млрд – опціони. При цьому з загальної вартості укладених валютних операцій на непідзвітні банки припало 1,1 трлн дол. США, інституційних інвесторів – 797,7 млрд, хедж-фонди – 389,3 млрд, офіційний сектор – 73,6 млрд, інших контрагентів – 182,4 млрд.

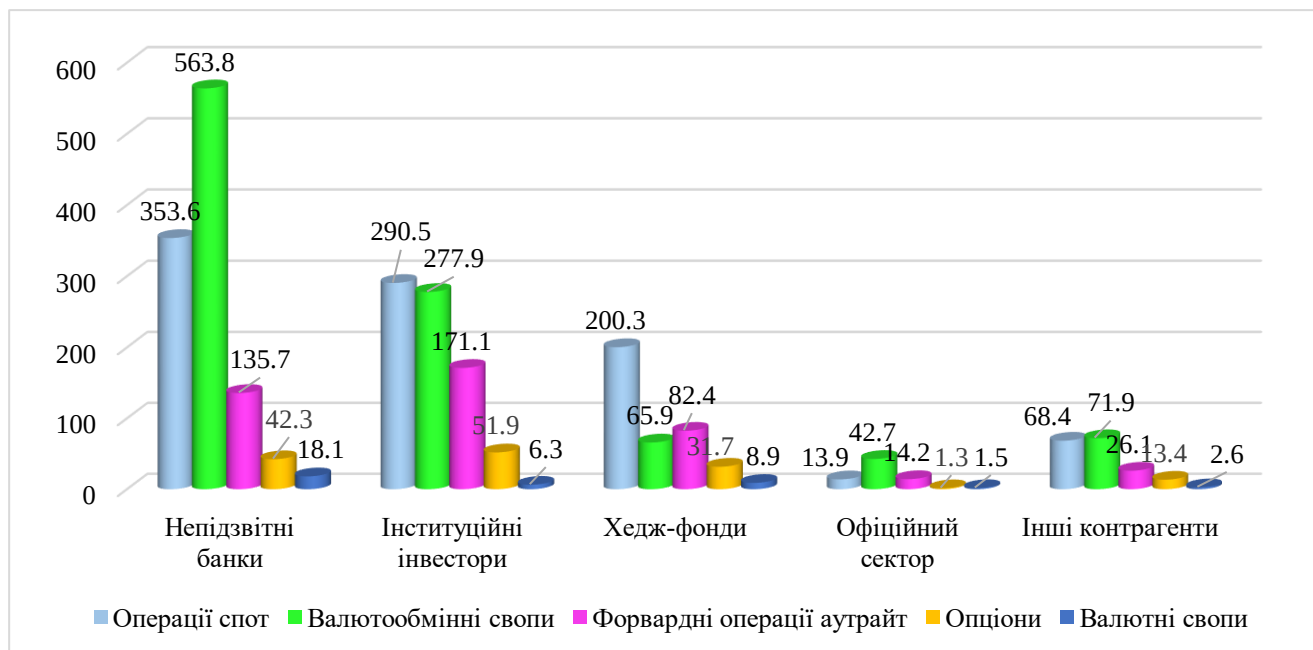


Рис. 2.16. Валютний оборот недилерських фінансових контрагентів у 2016 р., млрд дол. США [140]

Останні десятиліття характеризуються також *динамічною глобалізацією валютних операцій*. Про це свідчить, зокрема, той факт, що у сукупному обсязі валютних операцій дилерів частка міжнародних трансакцій зросла за період 1995-2016 рр. з 60,2 до 68,2% їх щоденного обсягу (з 452,1 до 1447,4 млрд дол. США); інших фінансових інститутів – з 51,9 до 64,9% (з 126,6 до 1663,8 млрд); а нефінансових організацій – з 32,3 до 41,3% (з 60,1 до 157,5 млрд відповідно) [139]. Таким чином, є всі підстави стверджувати про дедалі глибшу інтеграцію національних валютних ринків у глобальний та активне перенесення валютних операцій усіх ринкових агентів на міжнародний рівень як головного засобу забезпечення їх високої ліквідності, децентралізації і цілодобового характеру здійснення трансакцій.

На сьогодні на світовому валютному ринку відбуваються масштабні за обсягами операції з усіма наявними національними грошовими одиницями країн. При цьому ледова частка глобального валютного обороту дотепер припадає на американський долар і євро, що дає змогу говорити про панування біполярної валютної моделі глобального фінансового порядку. У даному контексті принагідно особливо відзначити, що висування на початку 2000-х років у глобальний валютний авангард євро як і довготривале утримування його лідерських позицій забезпечується, головним чином, відносною стабільністю цін і валютного курсу європейської валюти, урівноваженням коливань кон'юнктури європейського фінансового ринку, досягнутими внаслідок реалізованої Європейським центральним банком (ЄЦБ) монетарної політики, а також відсутністю трансакційних витрат на конвертування національних валют у ЄС, що нівелює валютні ризики зовнішньоекономічних операцій європейських економічних агентів.

З другого боку, високий рівень інституційної й операційної незалежності європейської валютної системи [276, с. 18], як і висока транспарентність управлінських рішень ЄЦБ забезпечують високу довіру економічних агентів до його монетарної політики, а отже – до євро. Не слід скидати з рахунків і впроваджену у даному інтеграційному угрупованні систему бюджетно-податкової конвергенції, що дає змогу доволі ефективно вирішувати найгостріші питання щодо боротьби з податковими правопорушеннями та посилення контролю за відносинами материнських і дочірніх підрозділів багатонаціональних компаній [282, с. 43]. Як показують дані табл. 2.12, у період 1998-2016 рр., практично незмінною залишається перша сімка найбільш використовуваних у світовому валютному обороті валют – долар США, євро, ієна, фунт стерлінгів, австралійський і канадський долари та швейцарський франк.

Разом з тим, в останні роки почали активно використовуватись також юань, шведська крона, новозеландський долар, мексиканський песо, сінгапурський і гонконгський долари, що засвідчує загальносвітову тенденцію щодо диверсифікації валютної структури обороту світового валютного ринку під впливом динамічного розвитку економік низки країн з новостворюваними ринками

(Китаю, Туреччини, Сінгапуру, Респ. Корея та ін.), наявності тут цінової стабільності, високої ефективності системи державних фінансів, а отже – зростання вартості і частки валютних операцій за участі їх національних грошових одиниць.

Таблиця 2.12

**Динаміка валютної структури щоденного обороту
світового валютного ринку у 1998-2016 рр., % / ранг [40]**

Валюта	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	Зміна 2016 р. відносно 1998 р., %
Долар США	86,8 / 1	89,9 / 1	88,0 / 1	85,6 / 1	84,9 / 1	87,0 / 1	87,6 / 1	+0,8
Євро	...	37,9 / 2	37,4 / 2	37,0 / 2	39,1 / 2	33,4 / 2	31,4 / 2	...
Ієна	21,7 / 2	23,5 / 3	20,8 / 3	17,2 / 3	19,0 / 3	23,0 / 3	21,6 / 3	-0,1
Фунт стерлінгів	11,0 / 3	13,0 / 4	16,5 / 4	14,9 / 4	12,9 / 4	11,8 / 4	12,8 / 4	+1,8
Австралійський долар	3,0 / 6	4,3 / 7	6,0 / 6	6,6 / 6	7,6 / 5	8,6 / 5	6,9 / 5	+3,9
Канадський долар	3,5 / 5	4,5 / 6	4,2 / 7	4,3 / 7	5,3 / 7	4,6 / 7	5,1 / 6	+1,6
Швейцарський франк	7,1 / 4	6,0 / 5	6,0 / 5	6,8 / 5	6,3 / 6	5,2 / 6	4,8 / 7	-2,3
Юань	0,0 / 30	0,0 / 35	0,1 / 29	0,5 / 20	0,9 / 17	2,2 / 9	4,0 / 8	+4,0
Шведська крона	0,3 / 11	2,2 / 8	2,5 / 8	2,7 / 9	2,2 / 9	1,8 / 11	2,2 / 9	+1,5
Новозеландський долар	0,2 / 17	0,6 / 16	1,1 / 13	1,9 / 11	1,6 / 10	2,0 / 10	2,1 / 10	+1,9
Мексиканський песо	0,5 / 9	0,8 / 14	1,1 / 12	1,3 / 12	1,3 / 14	2,5 / 8	1,9 / 11	+1,4
Сінгапурський долар	1,1 / 7	1,1 / 12	0,9 / 14	1,2 / 13	1,4 / 12	1,4 / 15	1,8 / 12	+0,7
Гонконгський долар	1,0 / 8	2,2 / 9	1,8 / 9	2,7 / 8	2,4 / 8	1,4 / 13	1,7 / 13	+0,7
Норвезька крона	0,2 / 15	1,5 / 10	1,4 / 10	2,1 / 10	1,3 / 13	1,4 / 14	1,7 / 14	+1,5
Інші валюти	63,6	12,5	12,2	15,2	13,8	13,7	14,4	-49,2
Усього³	200	200	200	200	200	200	200	X

У даному контексті важливо також відзначити панування у валютних операціях трансакцій, що базуються на традиційних валютних парах: долара США, з одного боку, і валюти однієї з держав-лідерів, з другого. При цьому домінуюча частка операцій упродовж доволі тривалого історичного періоду часу припадає на шість валютних пар: долар США / євро, долар США / ієна, долар США / фунт стерлінгів, долар США / австралійський долар, долар США / канадський долар, долар США / швейцарський франк. І хоч їх сукупна частка у глобальних валютнообмінних операціях зменшилась у період 2001-2016 рр. з 73,8 до 63,3%, однак дотепер залишається непропорційно великою. Вона красномовно відображає конкурентні лідерські позиції країн-емітентів головних резервних валют у

³ Примітка.

З урахуванням залучення у валютні угоди двох валют, котрі враховуються кожним контрагентом окремо, узагальнена сума світового валютного обороту становить 200%.

світовому господарстві та глибокого рівня економічного співробітництва їх суб'єктів господарювання.

Цей самий висновок впливає і з сучасної регіональної структури світового валютного ринку, в якому найбільші обороти валютних цінностей концентрують валютні ринки провідних держав світу, насамперед Великобританії – 36,9% у 2016 р., США – 19,5%. Далі з великим відривом йдуть Сінгапур – 7,9%, Гонконг – 6,7%, Японія – 6,1%, Франція – 2,8%, Австралія – 1,9%, Німеччина – 1,8%, Нідерланди – 1,3% [65]. Як бачимо, нинішня географічна структура світового валютного ринку, з одного боку, характеризується значним рівнем його централізації у країнах-лідерах як запоруки його високої ліквідності і здатності акумулювати значні обсяги глобального фінансового капіталу, а з другого – відбиває тенденцію територіального тяжіння валютних операцій до провідних світових фінансових центрів, яких у цих державах може бути кілька.

Якісно новим виміром формування колективних валют у глобальних умовах є *процеси офіційної доларизації національних економік*, яку можна кваліфікувати як легальне виконання іноземними валютами у національних економіках таких функцій грошей як міра вартості, засіб обігу, засіб платежу, засіб нагромадження та світові гроші. Головними драйверами її розгортання є поглиблення інтернаціоналізації валютних відносин, динамічний розвиток національних валютних ринків країн з емерджентними економіками на тлі зростаючих інфляційних і девальваційних ризиків з боку їх національних валют, значні диференціації процентних ставок на номіновані у національних й іноземних валютах фінансові інструменти, а також висока надійність американського долара як глобальної валюти фондування.

Таким чином, зростаючі потреби суб'єктів господарювання таких економік у диверсифікації ринкових структур, реалізації корпоративних стратегій ризик-менеджменту спонукають їх до пошуку альтернативних твердих іноземних валют з високим рівнем забезпечення і довіри, а також їх широкого застосування у внутрішніх розрахунках, при проведенні фінансових трансакцій, як обігового засобу, як інструменту визначення цін товари і послуги, встановлення розмірів заробітних плат в економіці, як валюти боргових зобов'язань й активів та ін. З

другого боку, доларизація національних економік є відображенням прагнення держав щодо розширення внутрішньої фінансової бази способом залучення іноземного капіталу американського походження як найбільш прибуткового у глобальних фінансових відносинах.

Хоч доларизованими є на сьогодні валютні ринки багатьох країн світу (рис. 2.17), однак найбільшого поширення дане явище набуло у державах Азії і Латинської Америки, котрі тісно інтегровані з економікою Сполучених Штатів Америки потужними інструментальними каналами фінансових ринків [155]. Саме латиноамериканські країни характеризуються на сьогодні високим рівнем доларизації емісії боргових зобов'язань і похідних фінансових інструментів, а також операцій спот-ринків та системи управління розміром процентних ставок залучених капітальних ресурсів. Підтвердженням цього є, зокрема, той факт, що щоденні обсяги торгів з американським долларом (як інструмента постачання ліквідності) на валютних ринках держав Латинської Америки у десятки разів перевищує торгівлю іншими валютами регіону [123, с. 7-8].

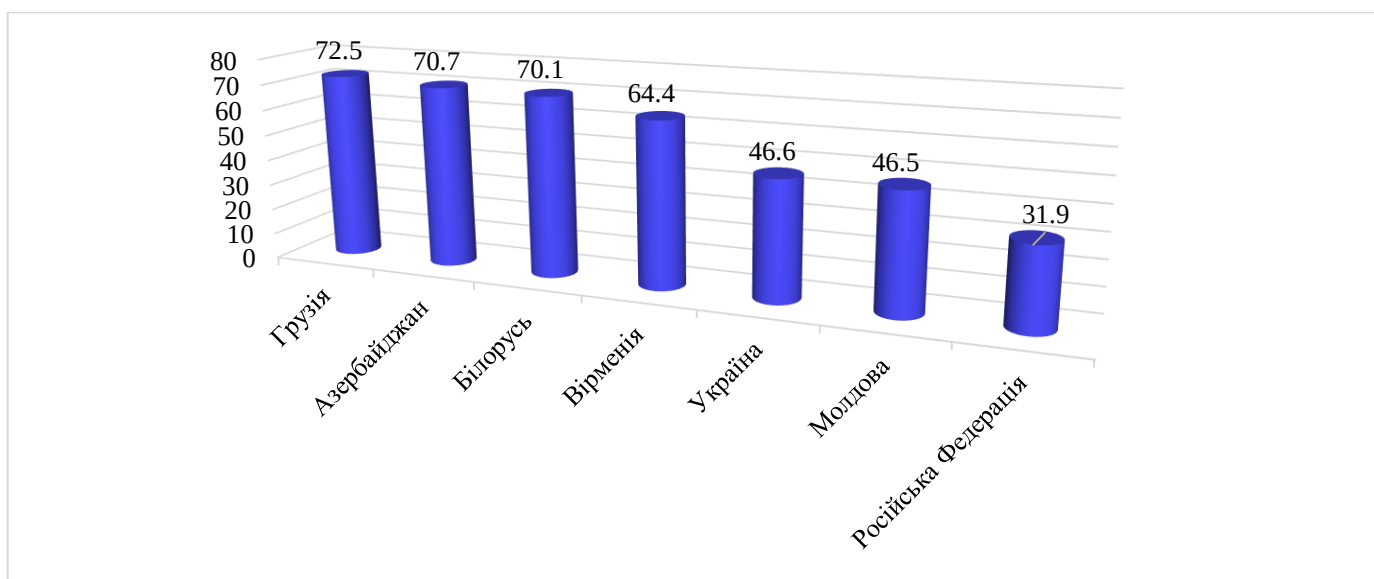


Рис. 2.17. Рівень доларизації депозитних портфельів банківських систем окремих країн у 2016 р., % [252, с. 281]

Зазначені країни не зацікавлені у виході з доларової валютної зони і зміцненні конкурентоспроможності власних валют відносно долара США, оскільки їх фінансові системи залишаються недостатньо розвинутими, офіційні валютні резерви номіновані головню в американських доларах, а регіональна валютна

інтеграція все ще перебуває у «зародковому» стані. При цьому ціла низка країн азійського мегарегіону мають значні побоювання стосовно підвищення курсів власних валют відносно американського долара, розглядаючи його як можливу загрозу знецінення наявних доларових активів та зниження цінової конкурентоспроможності власної експортної продукції на світових ринках. Усі ці ризики спонукають їх національні уряди до проведення масштабних валютних інтервенцій [276, с. 60] з метою недопущення значного підвищення курсів національних валют, що призвело до значного нагромадження тут валютних резервів.

Системна чи фрагментарна лібералізація валютних законодавств низки країн з новостворюваними ринками сформували усталені передумови для *інтернаціоналізації їх національних валют*. Це виявляється насамперед у динамічному розвитку міжнародних ринків таких валют, їх активному залученні в організацію операцій транскордонного кредитування та емісії боргових цінних паперів й акційних інструментів. Незважаючи на поки що достатньо незначні масштаби використання валют країн з новостворюваними ринками у світовому валютному обороті (сукупна частка країн БРІКС у 2016 р. не перевищувала 8,3% [276, с. 62]) і їх невідповідності сучасному внеску цих держав у глобальне виробництво й експортні поставки товарів і послуг на світові ринки, у найближчі десятиліття очікується зростання залучення їх грошових одиниць в обслуговування внутрішньорегіональної і прикордонної торгівлі. Основними причинами цього є наростаюча турбулентність і нестійкість світової валютної системи та пов'язана з ними волатильність курсів провідних світових резервних валют провідних держав світу.

У контексті формування нового міжнародного фінансового порядку на особливу увагу заслуговує дослідження такого важливого компоненту як *структурна динаміка офіційних резервних валют*, що виконують функції засобу нагромадження в офіційному секторі економіки, підтримання гарантованого державними монетарними органами рівня валютного курсу при його прив'язці до будь-якої іноземної чи регіональної валюти, а також забезпечення банківського сектору ліквідністю під час кризових періодів бізнес-циклів [284, с. 85]. Вона відбиває, на нашу думку, сучасний розподіл глобального монетарного лідерства, в

якому провідні позиції посідають держави, національні валюти яких формують світові офіційні валютні резерви. За даними Міжнародного валютного фонду, світовий вартісний обсяг валютних резервів збільшився з – 100 млрд дол. США у 1965 р. [67, с. 163] до 11,4 трлн дол. у 2018 р. [195].

Подібний тренд щодо стрімкого нагромадження валютних резервів породжує значні загрози глобальній монетарній стабільності насамперед у частині акумуляції на рахунках центральних банків різних країн колосального обсягу грошового капіталу, що стає причиною неухильного зростання цін на глобальні ресурси і різного роду матеріальні, нематеріальні і фінансові активи. По-друге, стрімке нагромадження глобальних валютних резервів суттєво обмежує можливості національних урядів країн щодо регулювання власних платіжних балансів з метою перманентного пристосування їх структурних параметрів до турбулентних і постійно змінних умов зовнішнього середовища. По-третє, необмежена емісія резервних валют і їх «запуск» у канали глобального грошового обороту формує усталені передумови присвоєння їх державами-емітентами частини інтернаціональної вартості вироблених матеріальних і нематеріальних благ та «розмивання» вартісної основи курсоутворення. По-четверте, національний статус міжнародних резервних валют нівелює будь-які можливості регулювання процесів включення валют держав-лідерів у канали міжнародного грошового обігу з боку наднаціональних монетарних органів; а спонтанне зростання глобального попиту на такі валюти укупі з невідконтрольністю їх переходу у власність нерезидентів деперсоніфікує відповідальність центральних банків за можливі інфляційні наслідки надлишкової грошової емісії у глобальному масштабі [330, с. 41].

Як показують дані рис. 2.18, сучасна структура глобальних валютних резервів представлена нині головню у доларах США, євро, фунтах стерлінгів, єнах і фунтах стерлінгів, на які у період 1965-2018 рр. стабільно припадає від 90 до 95% їх загальної вартості. Це означає, з одного боку, інвестування даних активів, головним чином, у фінансові інструменти держав – їх емітентів, а з другого – чітко виражену інерційність поведінки суб'єктів світового валютного ринку в частині формування валютної структури своїх резервних активів, їх застосування у валютних інтервенціях і міжнародних платежах, а також для інвестицій у формі депозитів, кредитів й облігацій [98].

Водночас, перехід цілої низки країн (насамперед азійського мегарегіону) до реалізації політики монетарного меркантилізму стає причиною наростання асиметричності глобальних монетарних відносин та зростання їх залежності від макроекономічної і грошово-кредитної політики держав-емітентів резервних валют. З огляду на це, є всі підстави стверджувати, що надмірне нагромадження глобальних резервних активів в останні десятиліття дедалі більшою мірою входить у суперечність з ключовими принципами Ямайської валютної системи, які, як відомо, не передбачали ймовірності появи у країн і регіонів проблем щодо доступу до засобів міжнародної ліквідності у розмірах, еквівалентних їх внеску у продукування глобального валового внутрішнього продукту [274, с. 97].

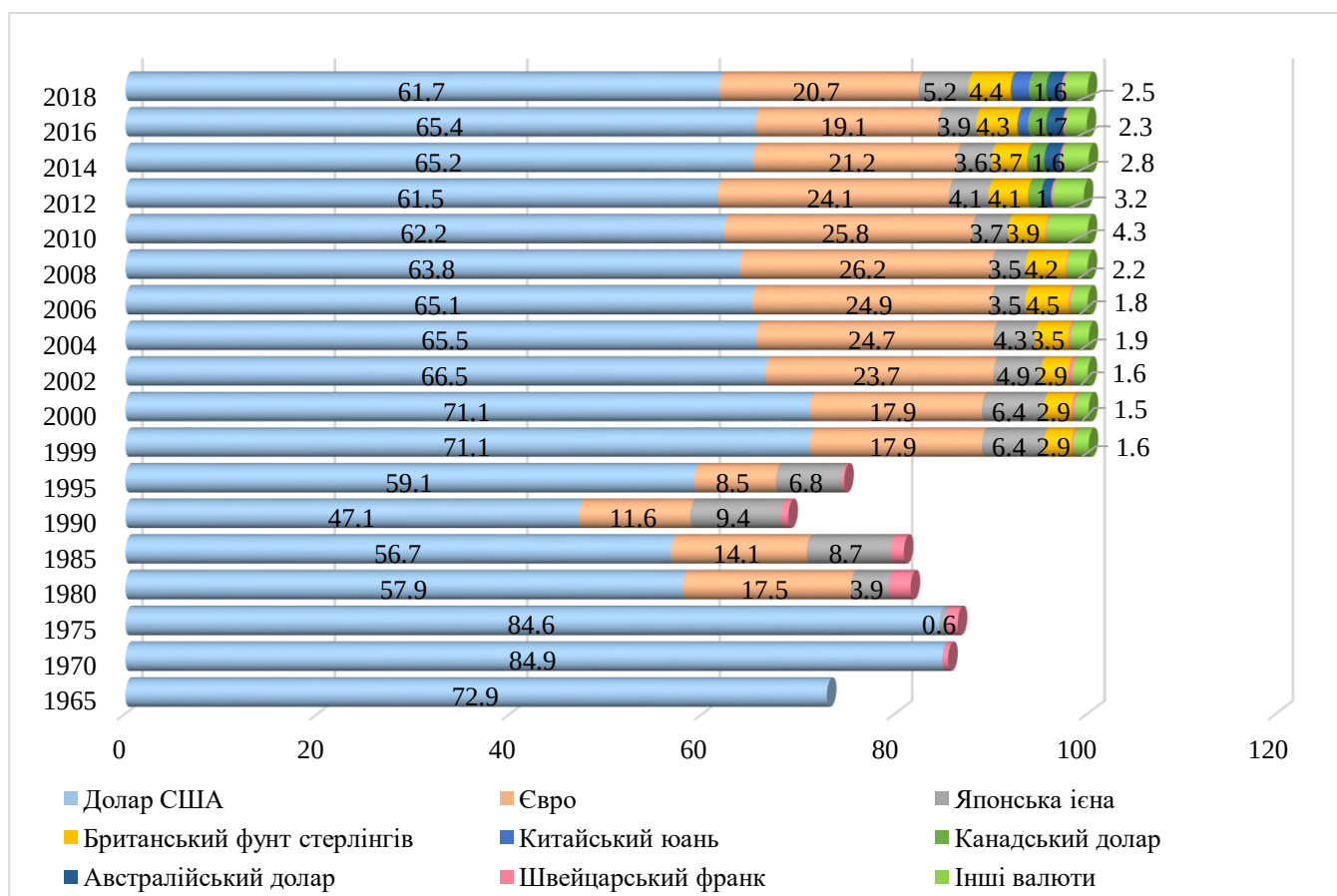


Рис. 2.18. Валютна структура глобальних офіційних валютних резервів у 1965-2018 рр., % загального підсумку [195]

Крім того, оскільки усі держави світу віддають перевагу акумулюванню своїх офіційних валютних резервів (що використовуються, у тому числі, і у валютних інтервенціях) у формі активів, здатних постійно генерувати доходи, у число пріоритетних завдань їх валютних політик висувається питання щодо ліквідності цих активів. Так, значно вища, порівняно з борговими цінними паперами Японії і зони

євро, дохідність американських облігацій [91] забезпечує більш *активне використання долара США в операціях валютних інтервенцій центральних банків* як засобу впливу монетарних органів на вартість національних грошових одиниць, нагромадження міжнародних резервів, підтримання національних банківських секторів за умов кризи ліквідності [304] і під час фінансових криз, а також виконання взятих країнами міжнародних фінансових, інвестиційно-кредитних і зовнішньоторговельних зобов'язань. Достатньо сказати, що за межами Сполучених Штатів Америки в обігу перебуває близько 580 млрд дол. США, що становить близько 65% сукупної доларової емісії [8]. Це свідчить про де-факто глобальний статус американського долара (навіть якщо де-юре він його не набув) і доларові активи, на які зберігається колосальний попит з боку державних і приватних інвесторів з країн Азії і Європи, схильних використовувати їх у випадку підвищення обмінного курсу долара.

Водночас, ступінь прийнятності міжнародної валюти пов'язана насамперед з масштабами її застосування у статусі проміжної валютної одиниці, тобто такої, що використовується у валютних операціях за умов відсутності можливостей прямого обміну однієї грошової одиниці на іншу, або наявності високих трансакційних витрат на проведення валютообмінних операцій у приватному сектору [284, с. 83]. Так, упродовж останніх сорока років ледве частка валютних конверсійних операцій у світі здійснюється за участі долара США у статусі проміжної валюти, на який припадає нині 90% реалізовуваних обмінних операцій на глобальному валютному ринку. Натомість євро в якості якірної валюти застосовується у 31% валютних трансакцій, ієна – у 21%, фунт стерлінгів – у 12%, австралійський долар – у 7%, канадський долар і швейцарський франк – по 5%, китайський юань – у 4%, шведська крона і мексиканський песо – по 2,2% [8].

Принагідно особливо відзначити, що роль долара практично не змінилась навіть після запровадження в обіг єдиної європейської валюти євро. Це свідчить про те, що американський долар характеризується найнижчими операційними витратами на здійснення валютних операцій, розмір яких визначається масштабами його використання міжнародними економічними агентами як розрахункового засобу [144, с. 17-36] та рівнем прив'язки до нього цін національних грошових одиниць різних країн. Загалом же, упродовж 1980-2015 рр. частка американського долара у валютній структурі міжнародних облігацій в обігу стабільно становила від 40 до 50%, а у

валютній структурі депозитів небанківського сектору в іноземних банках – від 50 до майже 70% відповідно (табл. 2.13).

Крім того, понад третини глобального валового внутрішнього продукту виробляють країни, що прив'язують свої національні валюти до американського долара. До їх кола належать 7 держав, що використовують долар США в якості національної валюти, та 89 країн, котрі тримають свою валюту у жорсткому торговельному діапазоні щодо долара [8]. Хоч дотепер відсутня консолідована статистична інформація щодо валютної структури інтервенцій центральних банків за окремими країнами і їх групами, однак можна припустити що з 85 країн, котрі здійснюються прив'язку курсів своїх національних грошових одиниць, 38 використовують в якості якірної валюти долар США, а 25 держав – євро [12, с. 6-7]. З цього можна зробити цілком аргументований висновок про переважне використання цих світових валют як засобу платежу в офіційному секторі та у процесі курсоутворення на ринках країн з прив'язаними режимами валютних курсів. Це ж саме підтверджують і такі дані: на сьогодні майже 40% світового боргу номіновані у доларах США, а неамериканські банки мають близько 27 трлн дол. міжнародних зобов'язань [8].

Таблиця 2.13

**Валютна структура світового приватного фінансового портфеля
у 1981-2015 рр., % [285, с. 230]**

Рік	Долар США	Німецька марка	Французький франк	Євро	Японська ієна	Фунт стерлінгів	Інші валюти	Усього
<i>Валютна структура міжнародних облігацій в обігу</i>								
1981	52,6	...	...	...	6,9	...	40,5	100,0
1985	56,7	9,1	0,6	...	7,6	3,4	22,6	100,0
1991	39,1	9,6	2,8	...	12,2	8,3	28,0	100,0
1996	37,7	12,0	6,1	...	14,0	8,3	22,0	100,0
2001	50,7	...	...	31,7	6,0	7,4	4,2	100,0
2006	36,4	...	...	47,3	2,8	8,2	5,2	100,0
2011	40,7	...	...	42,2	2,7	7,4	7,0	100,0
2015	42,7	...	...	39,2	1,9	9,6	6,6	100,0
<i>Валютна структура депозитів небанківського сектору в іноземних банках</i>								
1981	68,9	...	...	...	...	...	31,1	100,0
1985	69,2	9,3	1,4	...	3,8	0,9	15,4	100,0
1991	57,8	14,2	2,5	...	4,0	1,4	20,1	100,0
1996	46,5	16,2	1,2	...	3,3	5,8	27,0	100,0
2001	45,1	...	...	25,4	3,3	6,0	20,2	100,0
2006	47,8	...	...	27,6	2,8	9,0	12,8	100,0
2011	50,0	...	...	27,1	2,8	6,3	13,8	100,0
2015	50,6	...	...	24,2	2,6	5,7	16,9	100,0

Підбиваючи підсумок, відзначимо, що системні процеси валютної глобалізації спричиняють глибокі трансформаційні зміни світового валютного ринку та його

якісну інтернаціональну структуру. В інституційній структурі глобального валютного ринку суттєво посилюються позиції багатонаціональних компаній і банків, нових інституційних небанківських посередників і колективних інвесторів, страхових, пенсійних і взаємних фондів, а також міжнародних фінансових інститутів. У функціональному вимірі світовий валютний ринок зазнає глибоких якісних змін, пов'язаних зі стрімким зростанням його капіталізації і глибини, диверсифікації інструментів валютних трансакцій, розвитком похідних валютних інструментів, інтернаціоналізацією національних валют країн з новостворюваними ринками, консолідацією національних грошових систем у рамках формування міжнародних валютних союзів і колективних валют, активізацією процесу «розмивання» чіткого поділу світового валютного ринку і у сегменті інституційних інвесторів. Водночас посилення віртуалізації валютних операцій та активне впровадження інноваційних фінансових технологій і стандартів транскордонного розподілу і перерозподілу світових валютних потоків стають причинами дедалі більшого використання у світовому валютному обороті криптовалют, використання електронного банкінгу й інтернету, стандартизації валютних операцій, зростання спекулятивних валютних операцій. У результаті зростає відрив діяльності агентів світового валютного ринку від процесів інтернаціоналізації суспільного відтворення. Водночас глобальні трансформаційні зміни валютного ринку призводять до поглиблення асиметричності глобальних монетарних відносин та посилення їх залежності від макроекономічної і грошово-кредитної політики держав-емітентів резервних валют (США, ЄС, Великобританії, Японії, Канади, Австралії, Китаю). Це актуалізує питання докорінного реформування Ямайської валютної системи у напрямі розбудови валютної системи глобального типу.

Висновки до розділу 2

1. Вагомими мотиваційними стимулами інтернаціоналізації банківської діяльності є на сьогодні загострення конкурентної боротьби на національних ринках банківських послуг, а також об'єктивні економічні потреби нарощування банківського фінансування транснаціональної діяльності. Динамічний розвиток регіональних сегментів євровалютних ринків та стрімке розширення глобальних інформаційно-фінансових мереж суттєво спростили процеси транскордонного переміщення банківського капіталу, ставши потужними драйверами масштабування міжкраїнових і міжрегіональних переливів глобального банківського капіталу та сформувавши

матеріальну основу для глобальних відтворювальних процесів і вирівнювання економічних й інституційних умов функціонування банків у різних країнах світу.

2. Діяльність іноземних банків на ринках приймаючих країн справляють потужний позитивний вплив на динаміку макроекономічного зростання завдяки масштабному імпорту капітальних ресурсів, розширення внутрішньої ліквідної бази, притоку інвестицій й інноваційних технологій, а також забезпечення ефективного розподілу фінансової ресурсної бази. Незважаючи на можливий негативний вплив іноземних банків на ринках приймаючих країн у формі поширення кризових інфекцій і зовнішніх фінансових шоків, інтернаціоналізація банківської діяльності забезпечує динамічне нарощування капіталізації банківських установ, посилення регіоналізації транскордонних банківських операцій, розширення синдикованого кредитування транснаціональних банків, а також формування висококапіталізованих банківських альянсів і холдингів за участі капіталу різного національного походження.

3. В умовах післякризового відновлення світової банківської індустрії спостерігається динамічне поглиблення внутрішньо-регіональних фінансово-банківських зв'язків та посилюються конкурентні позиції на світовому ринку банківських послуг країн, що розвиваються, та держав з новостворюваними ринками. Зміна лідерів світового банківського бізнесу значною мірою обумовлена як випереджальною динамікою макроекономічного зростання держав азійського мегарегіону, так і значно вищою стійкістю їх економік до впливу кризових явищ. Водночас динамізація фінансового глобалізму і діджиталізації економічних відносин відкривають економічним агентам різної національної належності безпрецедентні можливості щодо здійснення ефективної територіальної і галузево-секторальної дислокації свого фінансового капіталу. Як результат – активне проникнення цифрових технологій у різні сфери глобальної фінансової індустрії, динамічний розвиток сегменту фінтек та зростання масштабів офшоризації фінансової індустрії.

4. Валютна глобалізація є головним драйвером глибоких якісних трансформацій світового валютного ринку та формування глобальних трендів його розвитку. Вони пов'язані з конвергенцією національних валютних ринків, зростанням рівня їх транспарентності і дерегулювання, активним впровадженням інноваційних фінансових технологій і стандартів транскордонного розподілу і перерозподілу світових валютних потоків з використанням електронного банкінгу й інтернету, стрімким розширенням сегменту фіктивного капіталу і його зростаючим залученням у ринковий оборот, активізацією процесу «розмивання» чіткого поділу світового

валютного ринку у сегменті інституційних інвесторів, динамічною глобалізацією валютних операцій, консолідацією національних грошових систем у рамках формування міжнародних валютних союзів та колективних валют.

5. Перехід цілої низки країн до реалізації політики монетарного меркантилізму стає причиною наростання асиметричності глобальних монетарних відносин та зростання їх залежності від макроекономічної і грошово-кредитної політики держав-емітентів резервних валют. Надмірне нагромадження глобальних резервних активів в останні десятиліття дедалі більшою мірою входить у суперечність з ключовими принципами Ямайської валютної системи, які не передбачали ймовірності появи у країн і регіонів проблем щодо доступу до засобів міжнародної ліквідності у розмірах, еквівалентних їх внеску у продукування глобального валового внутрішнього продукту.

Основні результати розділу опубліковані у роботах автора [259, 263, 264, 266, 268].

РОЗДІЛ 3.

РОЗБУДОВА ІНСТИТУЦІЙНО-РЕГУЛЯТОРНОЇ АРХІТЕКТУРИ ГЛОБАЛЬНОГО ФІНАНСОВОГО РИНКУ

3.1. Стратегічні пріоритети реформування міжнародних фінансових інститутів

В умовах глобального економічного розвитку важливу роль у процесах його наднаціонального регулювання і цілеупорядкування відіграють міжнародні фінансові інститути – Група Світового банку, Міжнародний валютний фонд (МВФ), Банк міжнародних розрахунків, Міжнародна група з протидії відмиванню брудних грошей (ФАТФ), Рада з фінансової стабільності, Рада з міжнародних стандартів фінансової звітності, Банк міжнародних розрахунків, Комітет з міжнародних стандартів аудиту та підтвердження достовірності інформації, Базельський комітет банківського нагляду, Комітет з платежів і розрахункових систем, Міжнародна організація комісій з цінних паперів та ін. (рис. 3.1).



Рис. 3.1. Глобальні інститути фінансового менеджменту [290, с. 62]

Спираючись на напрацьований на їх платформі регуляторний інструментарій, ці організації реалізують нині цілу низку функціональних компетенцій у сфері стабілізації транскордонного руху фінансового капіталу, пом'якшення негативного впливу економічних рецесій на динаміку макроекономічного зростання країн і регіонів, підтримки процесів структурної модернізації економік різних держав, а також нівелювання диспропорцій їх платіжних балансів і дефіцитів державних бюджетів. Також не можемо не звернути увагу на надважливу роль, що її виконують міжнародні фінансові інститути у забезпеченні стабільності світових валютно-фінансової, валютообмінної і розрахункової систем, попередження регіональних і світових фінансових криз, а також зменшенні вразливості національних економік до фінансових криз та підвищенні рівня життя населення.

Якщо аналізувати діяльність Міжнародного валютного фонду, то слід насамперед відзначити одночасне виконання ним функцій регулювання, фінансування, нагляду та консультування держав-членів у сфері валютно-фінансових відносин [339, с. 276]. Наголосимо також на пріоритетному значенні, що відводиться фахівцями цієї організації забезпеченню макроекономічної і фінансової стабільності національних економік країн-членів, пом'якшенню коливань національних бізнес-циклів та волатильності обмінних курсів, нівелюванню негативного впливу інфляційних процесів, сприяння збалансованому розвитку міжнародної торгівлі та міжнародному валютному співробітництву, фінансова допомога у розбудові багатосторонньої системи міжнародних платежів. Не слід недооцінювати роль МВФ у глобальній валютній системі як інституційного форуму з проведення консультацій з питань реалізації країнами-членами монетарної політики та стимулювання міждержавного валютного співробітництва у формі спонукання країн до відміни валютних обмежень, здійснення нагляду за виконанням ними взятих на себе обов'язків у сфері валютного регулювання, контролювання дотримання фінансової дисципліни державами-боржниками та ін. [272, с. 54; 177].

Функціонуючи у статусі міжнародного фінансового кооперативу на кшталт кредитної спілки, МВФ формує свій кредитний капітал за рахунок офіційних запозичень у країн-членів та емісії векселів на двосторонній основі. Як показують

дані рис. 3.2, «сплеск» офіційних запозичень фонду завжди припадає на кризові періоди світової економічної динаміки (друга половина 1960-х і 1970-х років, 1980-ті роки, перша половина 1990-х років, 2011-2017 рр.).

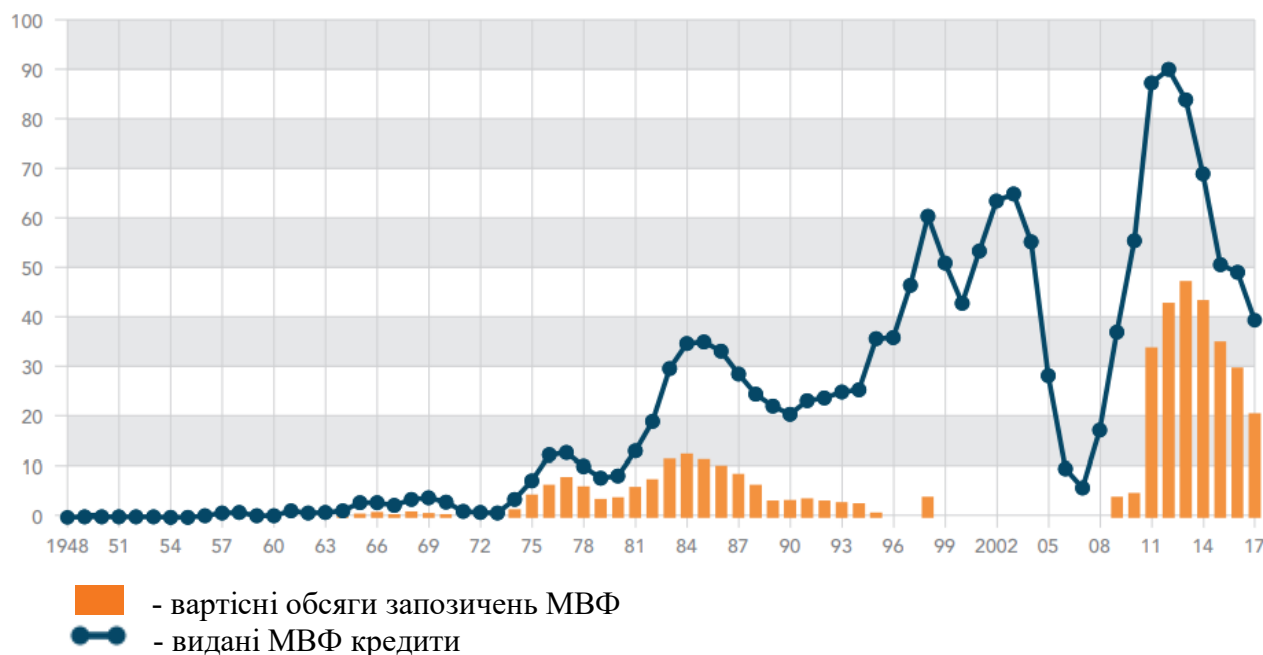


Рис. 3.2. Вартісні обсяги позичково-кредитних операцій МВФ

у 1948-2017 рр., млрд СПЗ [93, с. 20]

У ці ж самі періоди спостерігається і стрімке зростання таких показників як відношення виданих кредитів МВФ до розміру країнових квот, відношення запозичень МВФ до розміру виданих кредитів та відношення запозичень МВФ до країнових квот (рис. 3.3). Даний факт свідчить про активну роль даної інституції у подоланні наслідків регіональних і світових економічних криз на основі значного розширення власного кредитного капіталу та його подальшого використання на надання стабілізаційних кредитів країнам-членам з метою максимального задоволення їх фінансових потреб. Наголосимо, що офіційні запозичення МВФ на усіх етапах його існування здійснювались на основі внесків держав. Їх розмір розраховується на основі квот і напряму залежить від таких макроекономічних показників як валовий внутрішній продукт, вартісний обсяг поточних операцій (пов'язаних з транскордонним рухом товарів, послуг, доходів та трансфертів) та офіційних резервів. Саме розмір внеску кожної країни-члена визначає кількість її голосів при ухваленні глобальних управлінських рішень. У додатку И представлено поточний розподіл країнових прав голосу при ухваленні

управлінських рішень на майданчику МВФ згідно останнього – чотирнадцятого – етапу перегляду квот. Він перебуває у діапазоні від майже 17,4% усіх голосів у США до менше 1,5% колективної квоти 23 африканських країн. Маємо зазначити також, що розмір внесків держав-учасниць у статутний капітал МВФ визначає також квоти і ліміти доступного для них кредитування, виділеного організацією для фінансування платіжних балансів, реалізації програм і проектів стабілізації, реформування і модернізації національних економік [339, с. 277].

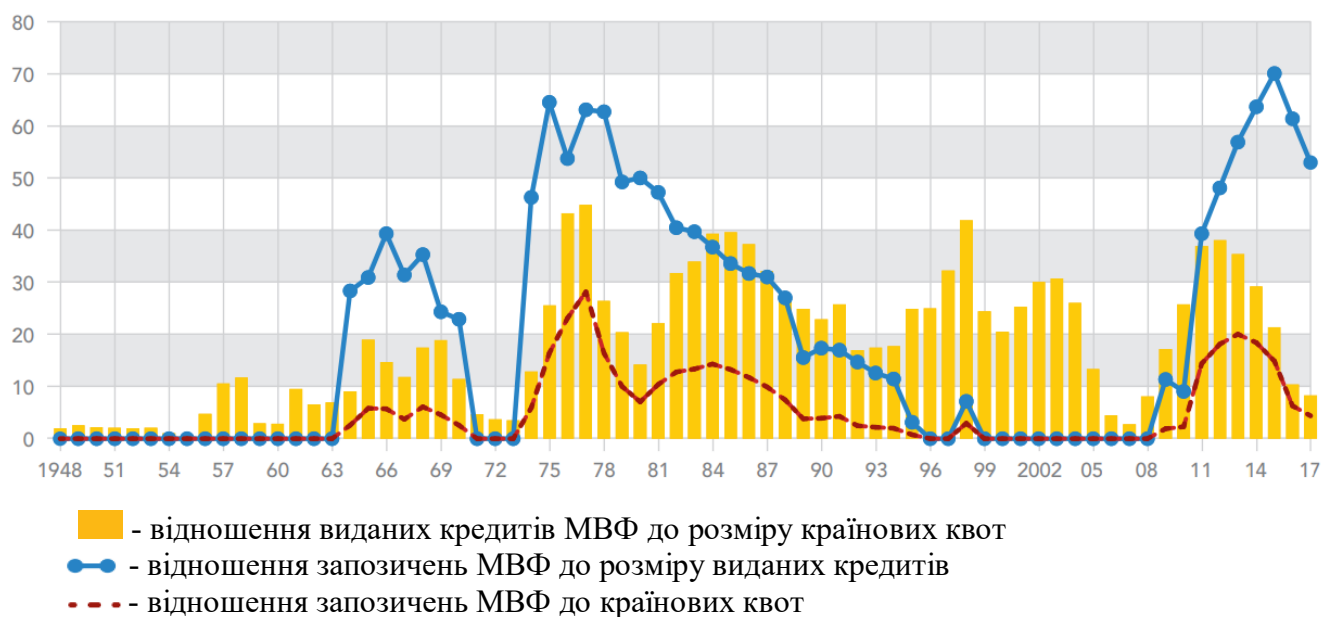


Рис. 3.3. Ключові показники позичкових та кредитних операцій

Міжнародного валютного фонду у 1948-2017 рр., % [93, с. 20]

Ще у квітні 2009 р. у відповідь на наслідки глобальної економічної кризи МВФ вдався до суттєвого нарощування свого кредитного ресурсу, з одного боку, на основі перегляду діючих механізмів надання фінансової допомоги країнам-учасникам, а з другого – способом збільшення квот країн-учасниць у рамках Чотирнадцятого етапу загального перегляду квот. Реалізовані заходи дали змогу удвічі наростити середні ліміти їх доступу до кредитування у рамках програм пільгового фінансування даної організації [177]. Так, у 2015 р. діючі кредитні норми і ліміти були підвищені на 50%, що справило вагомий стимулюючий вплив на розширення джерел кредитного фінансування країн з низькими доходами у рамках Трастового фонду на цілі подолання бідності і сприяння економічному зростанню.

Ще одним дієвим інструментом надання фінансової допомоги МВФ для подолання країнами-членами наслідків глобальної економічної кризи стала концентрація діяльності організації на наданні країнам-членам кредитів стенд-бай та кредитів розширеного фінансування (рис. 3.4). Так, у період 2008-2012 рр. частка наданих державам кредитів стенд-бай збільшилась з 8 до майже 60% загального фінансування (з подальшим падінням до 9% у 2018 р.), а частка кредитів розширеного фінансування – з 8% у 2011 р. до 50% у 2014 р. (зі стабілізацією на рівні 40% упродовж 2015-2018 рр.).

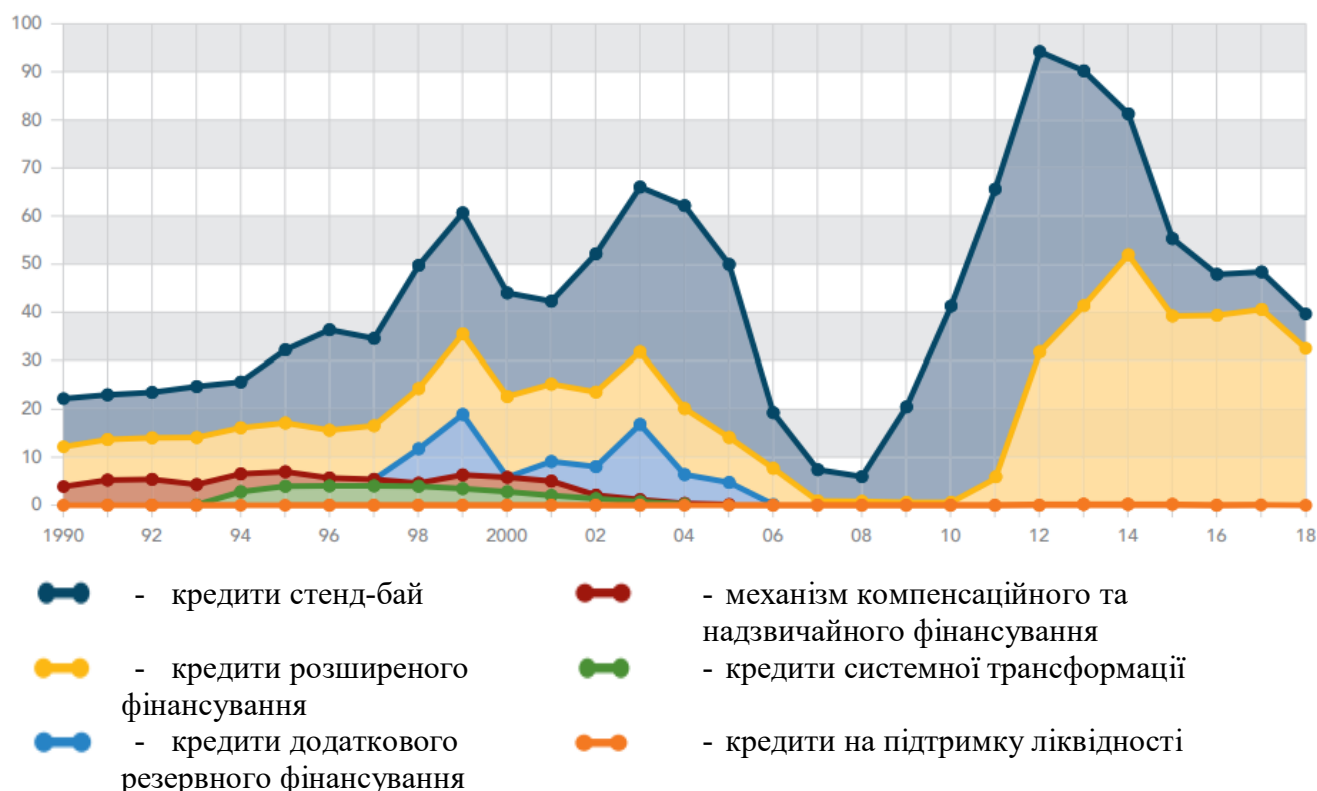


Рис. 3.4. Видова структура кредитування Міжнародного валютного фонду у 1990-2018 рр., % [93, с. 29]

Водночас фахівцями цієї інституції в останні роки активно розробляються й якісно нові інструменти кредитування країн-членів, зокрема, гнучкі і запобіжні кредитні лінії, кредитні програми поповнення ліквідності та інструменти швидкого фінансування, котрі були запуснені з метою послаблення тиску на національні платіжні баланси країн-членів МВФ у періоди зростаючих системних ризиків фінансової нестабільності [93, с. 28]. У цей же період на інституційному майданчику Міжнародного валютного фонду розглядається питання і щодо забезпечення додаткового кредитного фінансування у розмірі 15 млрд дол. США

(11 млрд СПЗ) з метою розширення пільгового кредитування Міжнародним валютним фондом економік своїх країн-членів [178, с. 1].

Своєю чергою, у 2016 р. МВФ у черговий раз переглядає у бік збільшення кредитні ліміти країн-учасниць у рамках неконцесійного кредитування, а на період до липня 2019 р. збільшує обсяги лімітів за пільговим кредитування та встановлює на нульовому рівні процентні ставки за програмами екстреного фінансування. Окрім цього, у 2019 р. кредитний капітал МВФ збільшується на 11,4 млрд СПЗ для розширення масштабів концесійного кредитування організації на наступне десятиліття [177]. Таким чином, загальні активи Міжнародного валютного фонду станом на березень 2019 р. становлять 477 млрд СПЗ (близько 661 млрд дол. США). Крім того, діючі кредитні домовленості між МВФ та групою країн-членів забезпечують додаткові кредитні ресурси на суму біля 182 млрд СПЗ (253 млрд дол. США), а загальна сума кредитного капіталу, наданого фонду державами-членами каналами двосторонніх угод запозичень, становить 317 млрд СПЗ (440 млрд дол. США). Найбільшими позичальниками МВФ є нині Аргентина, Україна, Греція та Єгипет, а найбільші обсяги превентивних кредитів отримали Мексика, Колумбія та Марокко [177].

Майже десятиразове збільшення в останнє десятиліття обсягу кредитного капіталу МВФ [232, с. 2] стало своєрідним вольовим рішенням глобального регулятора щодо нарощування вартісного обсягу золотовалютних резервів країн-учасниць (у тому числі і найбільш вразливих держав), підвищення конкурентного статусу СПЗ та посилення власного ресурсу щодо раннього виявлення і попередження гострих кризових явищ на регіональному і глобальному рівнях. Крім того, відбувається суттєва раціоналізація фондом діючих умов кредитування держав-членів (з виділенням найбільших коштів на перших етапах розгортання криз); запроваджується механізм «гнучких кредитних ліній» для кредитування країн з високим рівнем доходів з метою страхування ризиків і попередження кризових явищ (що були поширені на Колумбію, Мексику і Польщу на загальну суму близько 100 млрд дол. США); впроваджуються з 2011 р. кредитні лінії превентивної підтримки і ліквідності (для Македонії і Марокко); активно розширюються програми пільгового кредитування країн з низькими доходами та реалізацію

масштабних програм фінансової підтримки соціально незахищених верств їх населення [232, с. 3; 272, с. 55].

Реалізація зазначених заходів дала змогу суттєво підвищити інвестиційний бренд країн-позичальників в очах міжнародних інвесторів, а отже – подолати їм цілу низку цілу низку найгостріших соціально-економічних проблем. Красномовний підтвердженням цього є дані рис. 3.5, які свідчать про те, що з 2006 р. до 2017 р. вартісний обсяг виданих Міжнародним валютним фондом кредитів на подолання бідності та зростання довіри до резервного рахунку збільшився з 3,9 до 6,2 млрд СПЗ, млрд дол., а баланс резервного рахунку – з 3,5 до майже 4 млрд.

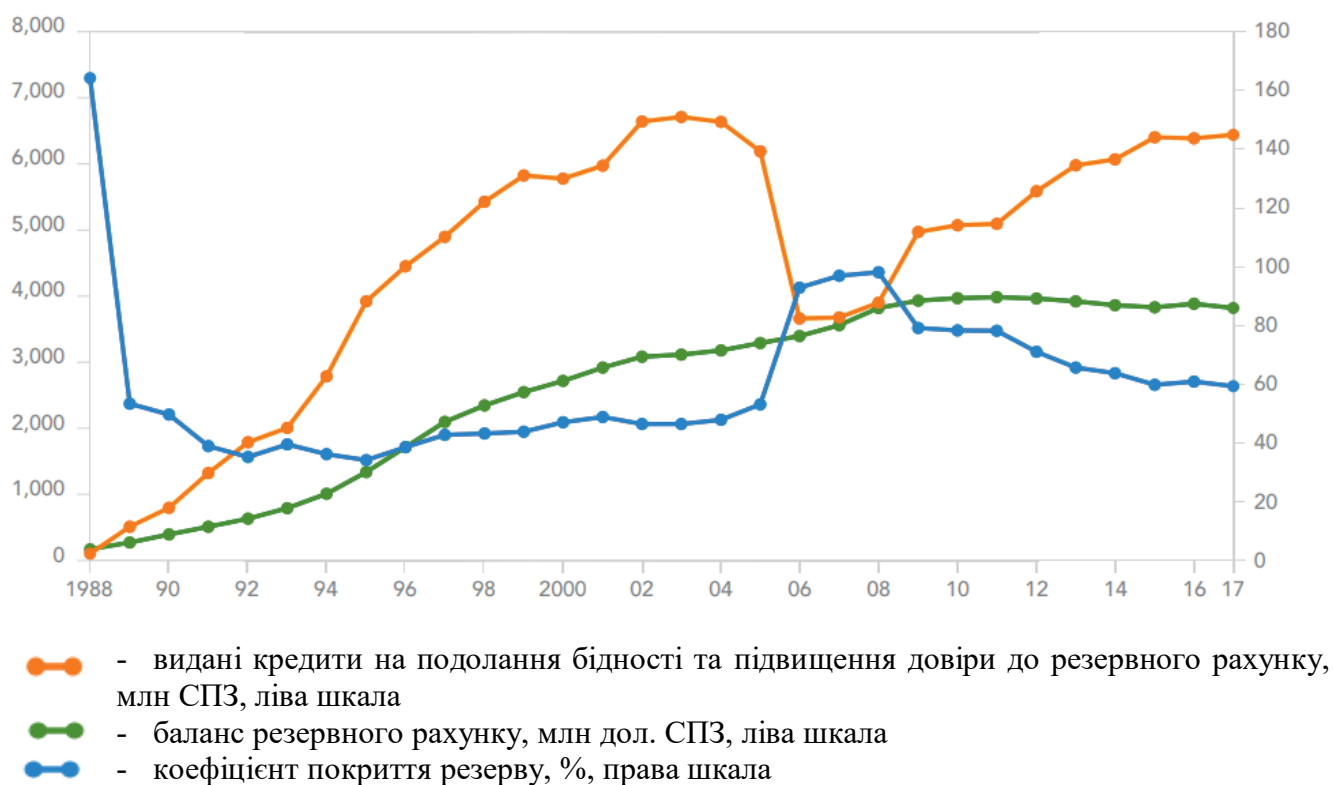


Рис. 3.5. Динаміка кредитування МВФ за програмами подолання бідності і підвищення довіри до резервного рахунку у 1988-2017 рр. [93, с. 62]

Проте, в останні роки на рівні світового політичного істеблішменту дедалі більшою мірою утверджується думка про значне відставання діючого в МВФ інструментарію глобального валютно-фінансового управління динаміці і структурним трансформаціях світового господарства. Крім того, усе більшій критиці піддаються структуризаційні «рецепти» фонду в частині політики

Вашингтонського консенсусу, що представляє собою спрощений універсальний варіант ринкового реформування національних економік на неоліберальних засадах, у тому числі з використанням соціально вразливого інструментарію шокової терапії.

Виходячи з цього, на часі сьогодні – глибока реорганізація Міжнародного валютного фонду на основі значного розширення його функціональних компетенцій як головного органу глобального фінансового управління та кредитора останньої інстанції. Так, ще у 2011 р. у заключній Декларації саміту Великої двадцятки, що відбувся у Каннах, було наголошено на нагальній необхідності досягнення Міжнародним валютним фондом більшого прогресу у царині розбудови інтегрованої й об'єктивної системи наглядового контролю за функціонуванням світової фінансової системи. Вона має включати не тільки наднаціональну політику щодо глобального фінансового сектору, національних податкових, грошово-кредитних та курсових механізмів, але й прогнозування їх впливу на світову фінансову стабільність і рівновагу.

Досягнення цієї стратегічної мети лежить насамперед у площині *розширення функціональних компетенцій МВФ* щодо регулярного моніторингового контролю за процесами транскордонного руху капітальних ресурсів та каналами їх переказу, кардинальної модернізації діючого інструментарію національного управління рухом капіталу, діагностики процесів нагромадження глобальних валютних резервів та їх країнової структури, а також розроблення й імплементації у регуляторну практику надійної й об'єктивної системи глобальних показників ліквідності з урахуванням системного впливу факторів глобальної фінансової нестабільності. Важко переоцінити і важливість контролю з боку МВФ рівня відхилення валютних обмінних курсів та вдосконалення методичної системи його комплексної оцінки [28, с. 4].

Реформування Міжнародного валютного фонду у форматі розбудови глобальної моделі міжнародного економічного порядку має передбачати також *реалізацію комплексу заходів щодо забезпечення макроекономічної стабільності у світі*. Йдеться насамперед про формування на інституційній платформі МВФ ефективної системи виявлення потенційних ризиків фінансових операцій для

внутрішньої і міжнародної економічної стабільності з розробленням відповідних рекомендацій країнам-членам організації з питань актуальних змін у їх зовнішньоекономічній політиці. В якості прикладу можна навести азійську фінансову кризу 1997-1998 рр., реакцією на яку стало розроблення експертами МВФ та МБРР «Програми оцінки фінансового сектору» (*Financial Sector Assessment Program – FSAP*). Незважаючи на її первинно добровільний характер та орієнтацію переважно на країни азійського мегарегіону, вже з 2011 р. вона стала обов'язковою до впровадження в усіх країнах, що мають системно значущі і висококапіталізовані фінансові сектори [349, с. 23-24].

Окремої уваги заслуговують і такі напрями *реформування Міжнародного валютного фонду як посилення відкритості його внутрішнього документообігу* (з метою забезпечення належної інформаційної транспарентності ухвалення управлінських рішень та підтримання тісних інформаційних зв'язків з країнами-членами) *та значне спрощення бюрократичних процедур отримання державами кредитних ресурсів*. Воно має бути зорієнтоване на зменшення часового лагу між поданням країнами заявок на отримання позики і її реальним надходженням та не спричиняти додаткових кредитних ризиків позичкових операцій з причин невизначеності фінансового стану позичальників. На часі сьогодні і *наділення Міжнародного валютного фонду функціями щодо координування процесу банкрутства держав-боржників* [102, с. 7]. Даний реформаційний механізм передбачає наділення МВФ розширеними повноваженнями у сфері координації дій країн-кредиторів у вирішенні їх боргових проблем з одночасним реформуванням діючих кредитних механізмів МВФ у частині умов, термінів і лімітів доступу країн до кредитних ресурсів цієї організації [349, с. 23-24].

І, нарешті, реформування МВФ у контексті формування глобальної моделі міжнародного фінансового порядку передбачає в якості обов'язкового компоненту і здійснення *перерозподілу сфер впливу країн-учасниць у межах самої організації у відповідності з їх конкурентним статусом у світових фінансах та внеском у глобальний економічний розвиток. Йдеться про об'єктивну необхідність посилення конкурентних позицій на ухвалення Міжнародним валютним фондом управлінських рішень країн, що розвиваються, і держав з новостворюваними*

ринками. Суттєво наростивши свій конкурентоспроможний вплив на сферу глобальних фінансів (про що йшлося у розділі 2 нашої роботи) та нагромадивши колосальні резерви від стимулювання експортної діяльності та значної недооцінки національних грошових одиниць, зазначені країни прагнуть усілякими способами подолати наростаючу невідповідність діючого в МВФ регуляторного й управлінського інструментарію масштабам і структурній динаміці глобального економічного розвитку [347, с. 295].

Таким чином, на часі сьогодні – *докорінний перегляд країнових квот у статутному капіталі МВФ у напрямі їх перерозподілу від найбагатших країн з надмірним представництвом у капіталі організації до країн, що розвиваються, і держав з новостворюваними ринками*; істотної реструктуризації частки квот кожної держави-учасниці; а також збереження за найбіднішими країнами частки квоти та голосів МВФ. Своєю чергою, діюча системи управління фондом має передбачати *запровадження прямого мандату для здійснення нагляду за транскордонним рухом капітальних і валютних ресурсів* та макроекономічною ситуацією у країнах-членах з перерозподілом функціональних повноважень між основними структурними підрозділами МВФ. Так, Рада директорів МВФ повинна мати достатню для ухвалення стратегічних управлінських рішень кількість членів, тоді як усі інші управлінські функції можуть бути делеговані Виконавчій раді фонду, що забезпечить більшу оперативність в ухваленні управлінських рішень тактичного характеру [297, с. 221]. У процесах реорганізації організаційної структури фонду особливої актуальності набуває також зменшення кількісного складу Виконавчої ради фонду, запровадження системи голосування кваліфікованою більшістю хоча б за окремими питаннями порядку денного [69]; виділення для нових регіональних лідерів глобальної економіки місць у Раді директорів, або формування альянсів країн з обиранням ними спільного представника у Раді директорів МВФ з метою підвищення рівня представництва країн, що розвиваються [349, с. 23-24; 347, с. 295].

Подібна раціоналізація організаційної структури даної організації, оптимізація діючої у ній системи голосування при ухваленні управлінських рішень та усунення функціональних вад у її діяльності є запорукою підвищення ефективності

діяльності МВФ. Йдеться насамперед про досягнення більш оперативного реагування даної інституції на гострі кризові явища регіонального і загальносвітового масштабу, прогнозування трендів світогосподарської динаміки, нівелювання негативного впливу фінансових дисбалансів та розроблення дійових сценаріїв збалансованого національного розвитку країн в умовах наростання глобальних викликів і світової економічної нестабільності.

Обґрунтовуючи стратегічні пріоритети реформування інституційної системи регулювання міжнародної монетарної системи у глобальній моделі міжнародного фінансового порядку, не можна оминати увагою *Групу Світового банку*. З огляду на доволі диверсифіковані його функціональні компетенції, інституційна структура Світового банку має розгалужену структуру і включає Міжнародний банк реконструкції та розвитку (МБРР), Міжнародну фінансову корпорацію (МФК), Міжнародну асоціацію розвитку (МАР), Багатосторонню агенцію з гарантування інвестицій (БАГІ) та Міжнародний центр з урегулювання інвестиційних суперечок (МЦУІС). Останній, будучи функціонально пов'язаним зі Світовим банком, має специфічні функції щодо стимулювання транскордонного руху інвестиційного капіталу способом урегулювання суперечок між державними урядами та приватними інвесторами.

Діяльність даної інституції зорієнтована на сприяння усталеному і довгостроковому економічному зростанню країн і регіонів, подолання світової бідності, стимулювання розвитку приватного підприємництва й міжнародного інвестування способом надання державам-членам технічної й фінансової допомоги [339, с. 283]. Не випадково, програми і проекти, що реалізуються банком у різних країнах світу, зазвичай мають довгостроковий характер, а їх фінансування здійснюється коштом як внесків країн-учасниць, так і на основі емісії облігаційних інструментів. Так, тільки у період 2014-2018 рр. загальний обсяг зарезервованих Світовим банком коштів на реалізацію фінансових програм і проектів збільшився з 58,2 до 66,9 млрд дол. США, а реально наданого фінансування – з 44,4 до 45,7 млрд відповідно (табл. 3.1). Варто додати, що найбільші вартісні обсяги фінансування надаються банком через Міжнародний банк реконструкції і розвитку (17,4 млрд дол. США, або 38,1% загального обсягу наданих коштів у 2018 р.). Далі йдуть

Міжнародна асоціація розвитку (14,4 млрд, 31,5%) та Міжнародна фінансова корпорація (11,1 млрд, 24,4% відповідно).

Таблиця 3.1

**Зарезервовані і профінансовані Групою Світового банку кошти
на реалізацію програм у розрізі його структурних підрозділів
у 2014-2018 рр., млн дол. США [181, с. 7]**

Кошти на реалізацію програм	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Група Світового банку</i>					
Зарезервовані кошти	58190	59776	64185	61783	66868
Надане фінансування	44398	44582	49039	43853	45724
<i>Міжнародний банк реконструкції та розвитку</i>					
Зарезервовані кошти	18604	23528	29729	22611	23002
Надане фінансування	18761	19012	22532	17861	17389
<i>Міжнародна асоціація розвитку</i>					
Зарезервовані кошти	22239	18966	16171	19513	24010
Надане фінансування	13432	12905	13191	12718	14383
<i>Міжнародна фінансова корпорація</i>					
Зарезервовані кошти	9967	10539	11117	11854	11629
Надане фінансування	8904	9264	9953	10355	11149
<i>Багатостороння агенція з гарантування інвестицій</i>					
Загальний обсяг страхового покриття	3155	2828	4258	4842	5251
<i>Виконувані отримувачами траст-фонди</i>					
Зарезервовані кошти	4225	3914	2910	2962	2976
Надане фінансування	3301	3401	3363	2919	2803

З 2015 р. у рамках реалізації програми реформування Світового банку (згідно узгодженого на саміті у м. Аддіс-Абеба плану) його діяльність активно переорієнтовується на сприяння країнам-членам в активізації своїх зусиль у царині мобілізації внутрішніх ресурсів макроекономічного зростання. За цією програмою банк співпрацює нині з 91 країною світу, а загальний обсяг капіталу, виділеного на реалізацію даних цілей, становить 1,7 млрд дол. США. У період 2015-2019 рр. банком вже реалізовано 295 різного роду заходів, пов'язаних зі стимулюванням процесів внутрішньої мобілізації капіталу у країнах-членах (136 кредитних операцій і 159 операцій за програмами консультативних послуг й аналітики) в 54 з 75 найбільш бідніших країн, що мають право на отримання коштів Міжнародної асоціації розвитку. Одночасно банк здійснює фінансову підтримку реалізації податкових

реформ у цілій низці найбільш бідніших країн світу, щорічні податкові надходження яких становлять менше 15% їх валового внутрішнього продукту [188, с. 11].

Як і у випадку Міжнародного валютного фонду, Група Світового банку в останні роки також демонструє наростаючу невідповідність своєї організаційної, функціональної й управлінської структури масштабам світогосподарських трансформацій, нагромадженням фінансово-економічним диспропорціям та перманентно повторюваній дестабілізації системи глобальних фінансів. Своєю чергою, стрімке наростання капіталізації світового фінансового ринку та неконтрольованих потоків спекулятивних капіталів й емісії похідних фінансових інструментів, синхронізація національних бізнес-циклів, віртуалізація транскордонного руху фінансового капіталу, глобалізація регіональних кризових інфекцій та активне включення у міжнародні фінансові операції непрофільних інститутів вимагають значного розширення функцій Групи Світового банку [203, с. 257]. Йдеться насамперед про *запровадження на його інституційній платформі солідарної системи глобального фінансового управління*. Вона має базуватись на сучасній парадигмі міжнародного фінансового порядку, об'єднувати зусилля усіх країн світу у боротьбі з гіперфінансіалізацією світогосподарської системи та включати інституційні й організаційно-економічні заходи, спрямовані на:

- здійснення системного моніторингу й комплексного оцінювання взаємовпливу національних фінансових ринків й фінансових параметрів світового господарства;
- розбудову глобальної системи довготермінового фінансового планування і страхування фінансових ризиків;
- виявлення системних фінансових ризиків, що нагромаджуються у різних структурних сегментах національних, регіональних і світової фінансових систем;
- впровадження наднаціональної системи прогнозування світових фінансових криз та розроблення глобальної пруденційної політики, що має доповнювати макро- і мікропруденційну політику національних держав;
- формування резервних, страхових і стабілізаційних фондів наднаціонального рівня з акумуляцією капіталу за рахунок внесків країн-членів Групи Світового банку;

- запровадження системи міжнародної фінансової відповідальності країн за нарощування боргів, надвиробництво фіктивного капіталу, надспоживання фінансових й інвестиційних ресурсів [347, с. 109, 110];

- реформування діючого інструментарію надання країнам-членам ліквідності й компенсаційного фінансування способом об'єднання офіційних валютних резервів різних країн на регіональному і наднаціональному рівнях;

- посилення міждержавної координації національних фінансових і монетарних політик країн-членів банку з урахуванням макроекономічних наслідків транскордонного руху товарів і капітальних ресурсів, характеру впливу боргових політик держав на курсову стабільність національних валют; розроблення універсальних для усіх держав правил реалізації національних фінансових політик;

- підвищення транспарентності та підзвітності діяльності національних урядів та підприємницького сектору з більш чітким формулюванням цілей і завдань політики нагляду та ін. [297, с. 224].

У реформуванні Групи Світового банку особлива увага має бути приділена також *модернізації його інституційної структури та діючих правил функціонування*. Вони мають бути спрямовані на *перерозподіл національних квот і прав голосу держав-учасниць*. Так, ще у 2010 р. на виконання досягнутих на саміті лідерів Великої двадцятки у Пітсбурзі домовленостей МБРР реалізував безпрецедентні за масштабами зміни у країновому розподілі прав голосу. Зокрема, на 4,59% (з 42,60 до 47,19%) було збільшено частку країн, що розвиваються, за рахунок розвинутих держав, частка яких зменшилась з 57,4 до 52,81%. Найбільшого збільшення частки голосів (на 1,64% – з 2,78 до 4,42%) здобув Китай, який перемістився з шостого на третє місце у рейтингу країн з найбільшою кількістю голосів. Своєю чергою, частка Бразилії збільшилась на 0,17% (з 2,07 до 2,24%), Індії – на 0,13% (з 2,78 до 2,91%), Туреччини – на 0,48% (з 0,53 до 1,01%), Мексики – на 0,5% (з 1,18 до 1,68%) на тлі зменшення частки Канади на 0,35% (з 2,78 до 2,43%), Японії – на 1,01% (з 7,85 до 6,84%), Італії – на 0,14% (з 2,78 до 2,64% відповідно) [92, с. 1-5].

Однак, цього явно недостатньо для збалансування національних інтересів країн-учасниць Світового банку і повної реалізації ним своїх регуляторних

повноважень щодо виконання ролі арбітра у світогосподарській системі. Відтак – актуалізується питання щодо подальшого розширення частки голосів держав з новостворюваними ринками і країн, що розвиваються, здатного забезпечити ефективну конвергенцію національних інтересів держав за умов наростання невизначеності глобальних центрів ухвалення управлінських рішень.

У посткризовий період світогосподарського розвитку усі ми стаємо свідками наростаючої суперечності між глобальним характером здійснюваних економічними агентами різної національної належності фінансових операцій та домінуючим національним рівнем їх регулювання. Дана суперечність набуває свого багатогранного вираження на рівні усіх структурних підсистем глобальних фінансів, зокрема, у діяльності системно значущих фінансових інститутів і механізмах їх державної підтримки, формуванні тіньової банківської системи і діяльності міжнародних рейтингових агентств, а також операціях офшоризації міжнародних бізнес-операцій та трансакціях хедж-фондів [241, с. 67]. Виходячи з цього, значної уваги у контексті обґрунтування стратегічних пріоритетів функціонального реформування міжнародних фінансових інститутів заслуговує група організацій, що реалізує функціональні повноваження з розроблення і впровадження міжнародних стандартів у сфері фінансових послуг і корпоративного управління. Це, зокрема, такі інституції як: Базельський комітет банківського нагляду, Комітет з глобальної фінансової системи, Форум фінансової стабільності, Банк міжнародних розрахунків, Комітет з платіжних і розрахункових систем, Рада з міжнародних стандартів фінансового обліку.

Що стосується *Базельського комітету банківського нагляду*, то зростання його функціональної ролі у глобальній регуляторній системі обумовлено насамперед наростаючим трендом інтернаціоналізації національних банківських систем, а відтак – значним послабленням контролю за банками з боку національних органів валютно-фінансового і монетарного регулювання. З другого боку, делегування частини притаманних державі традиційних регуляторних функцій на наднаціональний рівень призвело до формування у 1980-х років зрілої інституційної моделі міжнародного банківського нагляду. У його системі Базельський комітет банківського нагляду реалізує функції щодо розроблення

міжнародних стандартів з регулювання фінансових послуг та забезпечення стабільності банківських систем, сприяння міждержавному співробітництву у банківській сфері, а також організації пруденційного нагляду за банками, що здійснюють міжнародні операції.

З метою реалізації своїх функціональних повноважень Базельський комітет розробив цілу низку документів, котрі заклали методологічні і методичні засади наднаціональної конвергенції національних стандартів у сфері банківського регулювання⁴. Комплексний аналіз змістовної сутності ухвалених Базельським комітетом документів дає змогу зробити висновок про їх послідовно-еволюційний характер, коли кожен наступний норматив, не відмінюючи регуляторних вимог попереднього, закріплює якісно нові положення і зміни. Подібна послідовність забезпечила еволюційний розвиток регуляторного інструментарію Базельського комітету, що відбиває значне ускладнення глобального фінансового середовища та підвищення фінансових ризиків бізнес-діяльності економічних суб'єктів. Так, якщо вимоги Базель – I визначали норми щодо достатності банківського капіталу для покриття ризиків, уніфікації регуляторного середовища банківської діяльності та забезпечення її транспарентності, то Базель – II вже орієнтується на управління кредитними ризиками, оцінку ймовірності настання та фінансових втрат банківських установ від дефолтів, а також оцінювання банківської і ринкової ліквідності.

Між тим, характер протікання глобальної економічної кризи 2007-2010 рр. красномовно підтвердив, що міжнародні пруденційні стандарти Базель – II здатні стабілізувати національні банківські системи лише за умов відсутності глибоких фінансових стресів. Коли ж банківська система розбалансовується на глибокому структурному рівні, то базельські вимоги не тільки не стабілізують її, але й

⁴ Примітка.

З-поміж ухвалених Базельським комітетом документів найбільшу роль у наднаціональній конвергенції національних стандартів банківського регулювання відіграли З-поміж них на найбільшу увагу заслуговують, зокрема, «Базельський конкордат» (1974 р.), «Декларація про запобігання злочинного використання банківської системи з метою відмивання коштів» (1988 р.), «Міжнародна конвергенція оцінювання капіталу і вимог до капіталу» (Базель – I) (1988 р.), «Основні принципи ефективного банківського нагляду та методологія їх оцінки» (1997 р.), «Міжнародна конвергенція оцінки капіталу і стандартів капіталу: нові підходи» (Базель – II) (2004 р.), «Загальні регуляторні підходи до підвищення стійкості банків і банківських систем», «Міжнародні підходи до вимірювання ризику ліквідності, стандартів і моніторингу» (2010 р.), «Найновіші вимоги до регулювання банківської діяльності» (Базель – III) (2011 р.), Базель – IV (2017 р.) та ін.

мультиплікують негативний вплив кризових явищ. Зазначимо, що у кризові періоди економічних циклів банківські установи, згідно вимог Базель – II змушені нарощувати власний капітал та списувати «токсичні» активи. Так, у результаті глобальної економічної кризи підписанню підлягали 4 трлн дол. США світових банківських активів [297, с. 225], що значно актуалізувало проблему забезпечення їх ліквідності.

Таким чином, чергова хвиля реформування вимог до банківського капіталу на нормативних засадах Базель – III запроваджує елементи антициклічного регулювання банківської діяльності на основі встановлення вищих вимог до капіталу системно важливих банків. Йдеться, зокрема, про включення до моніторингових параметрів коефіцієнтів левериджу, покриття ліквідності і чистого стабільного фінансування, запровадження додаткових буферів капіталу і встановлення глобального стандарту ризику ліквідності, а також обмеження видів капіталу, які банки можуть включати до різних рівнів і структур власних капітальних ресурсів [315, с. 239]. І, нарешті, на сьогодні світова банківська система активно дрейфує у бік посилення наглядових й регуляторних функцій та їх міжкраїнової уніфікації у форматі Базель – IV. Його нормативні засади передбачають більш жорсткі вимоги до вартості і структури капіталу банків та значно більшого розкриття фінансової інформації. Це: запровадження більш високих максимальних коефіцієнтів левериджу; стандартизованих моделей розрахунку вимог до банківського капіталу (на відміну від пануючих у попередні періоди внутрішні банківські моделі); а також детальне розкриття структури резервного капіталу та іншої фінансової статистики [20, с. 2].

З урахуванням наростаючих ризиків негативного впливу глобальних фінансових дисбалансів на функціонування світової банківської системи *нинішній етап реформування Базельського комітету має передбачати:*

- запровадження глобального режиму регулярного нагляду за діяльністю хедж-фондів, міжнародних рейтингових агенцій, позабіржових ринків деривативних інструментів (на основі переведення розрахунків за усіма стандартними контрактами через центральних контрагентів) [241, с. 73];

- імплементація єдиних, стандартизованих на глобальному рівні методичних підходів до розрахунку кредитного, ринкового й операційного ризику банківської діяльності на рівні не менше 60-90% від вартості активів, зважених за ризиком [315, с. 246];

- повну конвергенцію на рівні національних юрисдикцій діючих нормативних вимог щодо вартості і структури капіталу на основі ризик орієнтованого підходу;

- впровадження Базельським комітетом системного наднаціонального контролю за методами ризик-менеджменту у великих і системно важливих банківських установах (з активами понад 50 млрд євро⁵⁵) на основі регулярного моніторингу рівня виконання нормативних процедур ефективної агрегації даних фінансової аналітики і звітності про ризики для діяльності;

- модифікація підходів до ризик-менеджменту банківських установ через зменшення залежності отриманих результатів від зовнішніх рейтингів, урахування критеріїв внутрішньої оцінки сек'юритизації активів та підвищення нормативних вимог до банківського капіталу [21, с. 4];

- обмеження застосування внутрішньобанківських моделей оцінки рівня ризиків діяльності та повний перехід великих банків до стандартизованих й уніфікованих на глобальному рівні моделей оцінювання операційних, ринкових та кредитних ризиків.

Окрім зазначених вище заходів реформування міжнародних фінансових інститутів їх діяльність має бути також зорієнтована на досягнення і таких стратегічних цілей як-от:

- усунення організаційно-функціональної фрагментарності діяльності глобальних інститутів фінансового менеджменту, нівелювання дублювання їх функціональних компетенцій, поглиблення функціональних взаємозв'язків між

⁵⁵ Примітка.

На основі розробленої Базельським комітетом методики ще у 2011 р. Рада з фінансової стабільності вперше сформувала список глобальних системно значущих банківських установ, який оновлюється на щорічній основі. Залежно від ступеня впливу на банківську діяльність глобальних фінансових чинників усі банки об'єднані у п'ять груп, котрі відрізняються за розміром за розміром додаткової надбавки до встановлених норм достатності капіталу. У нижній групі (з мінімальним впливом глобальних факторів) додаткова надбавка становить 1%, у верхній (з максимальним впливом) – 3,5% [Звонова Е. Наднациональные подходы к регулированию глобальных финансовых дисбалансов / Е. Звонова, А. Кузнецов // Мировая экономика и международные отношения. 2017. Том 61. №6., с. 68].

різними структурними підрозділами міжнародних організацій та посилення їх конвергенції;

- посилення наглядового контролю за діяльністю хедж-фондів на основі обов'язкової реєстрації і розкриття повної інформації про їх операції перед контролюючими органами та конвергенція національних і міжнародних норм регулювання діяльності хедж-фондів;

- розроблення міжнародних стандартів регулювання і нагляду за діяльністю операторів тіньового банкінгу та ринків сировинних деривативів, докорінне реформування діючої системи виплат винагород і компенсацій топ-менеджменту системно значущих фінансових інститутів;

- модернізацію існуючих міжнародних стандартів і правил звітності фінансових інститутів з урахуванням зміни ризиків їх діяльності на різних етапах національних і глобального бізнес-циклів;

- розроблення процедур банкрутств системно значущих фінансових інститутів (у тому числі транскордонних) та забезпечення повної транспарентності міжнародних оцінок їх діяльності з метою недопущення перекладення на платників податків витрат на ліквідацію подібних установ;

- значне підвищення транспарентності операцій глобального фінансового ринку способом розкриття повної інформації про його учасників і складні фінансові продукти в обігу, підвищення якості регуляторних, контрольних й управлінських механізмів, а також поглиблення співробітництва і координації національних, регіональних і наднаціональних органів регулювання транскордонних потоків капітальних ресурсів;

- регулярний моніторинг рівня трансакційних витрат на здійснення глобального фінансового регулювання у цілях розширення суб'єктної структури учасників, залучених у процес ухвалення управлінських рішень у сфері глобальних фінансів.

Завершуючи, наголосимо, що діючі на платформі міжнародних валютно-фінансових організацій механізми й інструменти регулювання валютно-фінансових відносин виконують нині важливі стабілізаційні функції щодо розширення джерел кредитного фінансування національних економік,

пом'якшення наслідків регіональних і світових криз, регулювання і постійного моніторингу кон'юнктурних параметрів світової фінансової системи, координування платіжних і клірингових операцій, розроблення міжнародних стандартів банківського нагляду і регулювання страхової діяльності, конвергенція національних стандартів фінансового обліку та ін.

Однак, умови фінансового глобалізму та наростання глобальної фінансової нестабільності не тільки кількісно й якісно змінюють інституційне середовище функціонування світової фінансової системи, але й об'єктивно вимагають системного реформування світової фінансової архітектури з метою нарощування її потенційного ресурсу в частині прогностичного попередження фінансових криз та обвального зниження рівня ліквідності, ефективного нівелювання фінансових дисбалансів, нейтралізації глобальних фінансових ризиків та їх дисперсії серед великої кількості фінансових посередників. Причому тільки комплексне вирішення проблеми глобальних фінансових дисбалансів здатне перевести міжнародну фінансову архітектуру на якісно вищий щабель розвитку, подолавши притаманну їй внутрішню інертність і створивши стійкі інституційні передумови розбудови фінансових ринків у глобальній парадигмі міжнародного економічного порядку.

3.2. Варіативні сценарії формування глобальної валютної системи

Реформування світового фінансового порядку у першій чверті XXI ст. супроводжується наростанням глобальних фінансових дисбалансів як закономірного результату довготермінового нагромадження системних ризиків у світовій економіці, головної причини порушення її стабільності та форми прояву просторово-часових асиметрій глобального економічного розвитку [278, с. 156, 157]. Їх речовий зміст набуває свого концентрованого вираження у порушенні кількісно-вартісних пропорцій у різних сферах міжнародних економічних відносин, незбалансованості валютно-фінансових потоків за вартісними обсягами і структурними вимірами, перманентній нерівновазі національних платіжних балансів, валютно-цінових диспаритетах, незбалансованості міжнародної

ліквідності, фіскальних розривах, асиметрії між вартістю глобального фінансового капіталу і реального виробництва, диспропорціях у секторальній і територіальній структурі міжнародних фінансових потоків, у світовому розподілі заощаджень й інвестицій, боргу і кредиту [289, с. 78; 278, с. 158, 159].

Водночас розширення практики стимулювання макроекономічного зростання Сполучених Штатів Америки на основі емісійних програм Федеральної резервної системи, а відтак – нарощування боргових зобов'язань Казначейства цієї держави спричиняють наростання вартісних обсягів і прискорення транскордонного руху неконтрольованих мас глобального спекулятивного капіталу. Це викликає наростаюче невдоволення країн з найбільш динамічними економіками, котрі прагнуть у будь-який спосіб наростити свій конкурентний вплив на глобальну валютну систему та діяльність інститутів глобального фінансового менеджменту. Даний факт має орієнтувати світову спільноту на радикальний демонтаж базованої на американському доларі світової валютно-фінансової системи [242, с. 5].

Маємо зазначити, що дотепер у політичних, економічних й експертних колах відсутні єдині підходи щодо подальших перспектив її реформування насамперед в силу об'єктивної конфліктності національних інтересів країн-емітентів резервних валют і держав, котрі в останні десятиліття суттєво наростили свої глобальні конкурентні переваги, а отже – претендують на перерозподіл на свою користь повноважень щодо ухвалення глобальних управлінських рішень та включення своїх валют до переліку резервних. Зазначимо, що реальністю сьогодення є зміни валютної структури золото-валютних резервів країн у бік нарощування частки нетрадиційних валют (канадських та австралійських доларів) [348, с. 29], а також перехід цілої низки країн – найбільших світових експортерів сировини і готових промислових товарів на переведення розрахунків за своїми зовнішньоторговельними угодами у місцеві валюти з метою економії трансакційних витрат на розрахункові операції. Також не можемо не відзначити домінуючих у різні періоди трендів світогосподарського розвитку, а відтак – вибір між посиленням чи послабленням наддержавного втручання у глобальну валютно-фінансову систему, а також між концентрацією світового грошового обігу та

відмовою держав від національного грошового суверенітету (емісійної монополії) [242, с. 5].

Як відомо, наростаючі в останні десятиліття глобальні виклики і загрози світогосподарського розвитку дедалі більшою мірою вимагають розроблення об'єктивного методичного і методологічного інструментарію передбачення його майбутніх перспектив і трендів з метою раціоналізації й оптимізації ухвалення управлінських рішень на різних рівнях економічних процесів чи організованих співтовариств (країн, регіонів, організацій чи компаній). Перші спроби одержати об'єктивні знання про перспективні тенденції розвитку економічних систем було зроблено у 1960-х роках математиками і статистиками, котрі розробили методи кількісного прогнозування – часових рядів, одновимірної і множинної регресійного аналізу, імітаційного моделювання, економетричні методи та ін. Однак, вже з початку 1970-х років економетричне моделювання чимраз більше демонструє наявні «вузькі місця» в якості універсальної прогностичної методології, а отже – нездатність прогнозування майбутнього на основі його інтерпретації як звичайного продовження минулого. У результаті дедалі більшого поширення отримує побудова можливих сценаріїв розвитку економічних процесів у майбутньому з використанням не тільки кількісних, але й якісних методів аналізу [228, с. 20, 21].

Спираючись на масштабні напрацювання світової економічної думки у царині сценарного аналізу, сформулюємо найбільш ймовірні перспективні сценарії реформування глобальної валютно-регуляторної системи. *Перший сценарій* – це наднаціонально орієнтована валютна система, що передбачає запровадження замість американського долара (у статусі головного міжнародного резервного засобу) безготівкових наднаціональних грошових одиниць як засобу протидії його хронічному знеціненню. Заради справедливості відзначимо, що ця ідея не є новою і вже неодноразово обговорювалась на різноманітних міжнародних майданчиках, особливо у періоди регіональних і світових економічних криз. Так, уперше дане питання було поставлено на порядок денний ще Дж. М. Кейнсом ще у 1930-х роках, який запропонував запровадити у безготівковий обіг емітовану Міжнародним кліринговим союзом валюту наднаціонального типу – банкор [171, с. 132-145].

Дана валюта мала б не тільки витіснити долар з позицій головного резервного засобу, але й забезпечити повну демонетизацію золота та широкі можливості США щодо реалізації експансіоністської грошово-кредитної політики. Проте, з огляду на колосальне нагромадження Сполученими Штатами Америки золотих запасів у період Другої світової війни (до майже 22 тис тон у 1950 р. [137]), їх стратегічну орієнтацію на світове конкурентне лідерство у фінансовій сфері та посилення впливу долара на світову валютну систему даний проект не був підтриманий.

Питання заміни долара наднаціональною валютою в черговий раз актуалізується у 1969 р. у період створення і запуску у міжнародний обіг СПЗ в якості квазівалютного безготівкового резервного активу, що може використовуватись як для купівлі іноземних валют, так і здійснення розрахункових операцій і реалізації транскордонних кредитних операцій. Однак і тоді дана ідея не знайшла підтримки на міжнародному поприщі з причин наявності вагомих інституційних перешкод – перетворення американського долара у світову валюту фондування, зміцнення його конкурентоспроможного впливу в якості ключового резервного засобу і валюти платежу за експортно-імпортними контрактами тощо.

І, нарешті, у 2009 р. у відповідь на руйнівні наслідки глобальної економічної кризи голова Народного банку Китаю Ч. Сяочуань знову звертається до ідеї посилення ролі СПЗ у статусі валюти міжнародних розрахунків і валюти фондування фінансових активів [197] шляхом розширення кошика валют спеціальних прав запозичення та надання їм статусу валюти розрахунків за міжнародними торговельними і фінансовими операціями [11]. Згодом цю ж саму позицію активно відстоює і Лауреат Нобелівської премії Дж. Стігліц, який наголошує на нагальній необхідності обмеження глобального попиту на американський долар, підвищення наднаціонального контролю за глобальною ліквідністю, а також розбудови світової моделі резервних активів, здатної забезпечити максимальну конвергенцію національних інтересів різних країн, стати реальною альтернативою діючим резервним валютам [147, с. 114-121].

Як бачимо, сценарій наднаціонально орієнтованої валютної системи, у першу чергу, актуалізує проблему щодо того, *за рахунок яких активів може бути розширена міжнародна ліквідна база*. В якості головної альтернативи може бути

розглянутий проект створення якісно нового виду спеціальних прав запозичення [136; 172], що виконуватиме роль повноцінної валюти. Ці СПЗ мають продаватись центральним банкам країн, що здійснюватимуть емісію міжнародних валют в обмін на грошовий ресурс, що обертатиметься на їх внутрішніх ринках. У такий спосіб збільшуватимуться зовнішні активи країн, на відміну від сучасних СПЗ, що лише включаються у процес перерозподілу існуючих вимог до ліквідних активів країн, валюти яких формують кошик СПЗ [187]. Цілком зрозуміло, що обіг нових СПЗ потребуватиме не тільки створення ринків приватного капіталу, на яких здійснюватимуться операції з їх купівлі-продажу та розрахункове обслуговування приватних трансакцій, але й кардинальних змін у функціональних повноваженнях Міжнародного валютного фонду та автономії центральних банків країн. Крім цього, мають бути суттєво збільшені запаси діючих СПЗ (щонайменше у 50 разів) з тим, щоб компенсувати зниження пропозиції міжнародної ліквідності.

Сценарій заміни американського долара спеціальними правами запозичення у форматі наднаціонально орієнтованої валютної системи на сьогодні виглядає малоймовірним з наступних причин:

по-перше, панування долара як розрахункової валюти за міжнародними торговельними й інвестиційними операціями (близько 45% у 2019 р.) та його домінування у структурі офіційних валютних резервів країн (58,1% у 2019 р. [39]). Тож закріплення цих функцій за спеціальними правами запозичення пов'язане з колосальними трансакційними витратами економічних суб'єктів та зростанням ризиків їх фінансово-господарської діяльності;

по-друге, значний розрив між здійсненою на сьогодні емісією СПЗ (близько 204,2 млрд, або 291 млрд. дол. США у 2019 р., у тому числі 182,6 млрд. СПЗ, емітованих після 2009 р. [168], що становить 2,5% світового обсягу офіційних валютних резервів [39]) та глобальними потребами розрахункового обслуговування міжнародних операцій і міжнародного резервування валютних коштів;

по-третє, віртуальний і квазівалютний статус спеціальних прав запозичення, а отже – неможливість виконання ними традиційних функцій грошей та формування

необхідної інституційної основи для зіставлення паритетів купівельної спроможності різних національних валют.

Звернімо також увагу на те, що реалізація сценарію наднаціонально орієнтованої валютної системи є малоімовірною і з огляду на об'єктивну необхідність перетворення СПЗ у повноцінні світові гроші. Це вимагає насамперед здійснення їх додаткової емісії та вирішення ключового питання щодо емітента даної валюти. Таким емітентом може бути Міжнародний валютний фонд, наділений повноваженнями банку центральних банків усіх країн-учасниць, а відтак – набуття ним повної незалежності від їх внесків, виконання функцій щодо узгодження обов'язкових до виконання стандартів банківської діяльності, визначення розміру мінімальних квот забезпечення банків власним капіталом та коефіцієнту фінансового левериджу, встановлення квот кредитного покриття та гарантій під ризиковані кредитів тощо. Самі ж держави, демонімуючи курси національних валют в СПЗ, мають отримати стабільність валютних курсів, а СПЗ перетворюються на системний еталон вартості, не потребуючи при цьому валютної корзини для підтвердження своєю вартісної стабільності.

Наділення МВФ повноваженнями банку центральних банків передбачає також впровадження високоорганізованого механізму координації і наднаціонального регулювання глобальною грошово-кредитною та податковою системами. Подібний розвиток подій навряд чи виглядає реалістичним проектом на найближчу перспективу з причин глибоких міждержавних фінансових дисбалансів та структурних диспропорцій національних фінансових систем. Більше того, сучасні проблеми у євроні засвідчують надмірну складність досягнення повної фінансової конвергенції країн-членів ЄС, особливо з погляду необхідності створення глобального уряду.

Значні перешкоди щодо реалізації сценарію наднаціонально орієнтованої валютної системи впливають також з необхідності переходу держав-членів МВФ на модель так званих симетричних прав і обов'язків кредиторів і боржників. Вона передбачає тісне співробітництво усіх учасників міжнародних кредитних операцій у сфері вирішення глобальних фінансових дисбалансів на основі паритетної участі у балансованому кредитуванні і наданні фінансової допомоги боржникам. У такий

спосіб мають бути сформовані автоматичні стабілізатори глобальної фінансової системи, а МВФ у статусі банку центральних банків та головного інституту урівноваження платіжних балансів країн-учасниць здійснює емісію СПЗ, не провокуючи при цьому розкручування глобальної інфляційної спіралі [242, с. 7].

Другий сценарій реформування глобальної валютно-регуляторної системи – це її орієнтація на *офіційну ремонетизацію золота*, що передбачає відновлення золотом свого монетарного статусу (у певній модифікованій формі) як універсального і природного еталону вартості та його перетворення у першокласний актив на кшталт готівкових коштів чи державних облігацій. З історії ми знаємо, що традиційно широке використання золота в якості міри вартості, засобу обігу і нагромадження, платіжного засобу і світових грошей спричинило утвердження даного активу в якості грошей та панування золотого стандарту у його класичній чи модифікованій формі у світовій валютній системі з першої половини XIX ст. аж до початку 1970-х років XX ст. Останні ж десятиліття ознаменувались фундаментальними процесами офіційної демонетизації золота, що має своїм закономірним наслідком стрімку і практично необмежену емісію грошових сурогатів у формі фінансових деривативів, акційних й облігаційних інструментів.

Демонетизація золота спричинила також повне його витіснення з внутрішнього і, значною мірою, міжнародного грошового обігу, а відтак – різке падіння цін на золото, «розмивання» його монетарних функцій у міру утвердження у державах грошових систем емісійного типу та масове переливання їх золотих запасів з монетарного обігу у сферу приватного споживання. У результаті центральні банки країн вже до середини 1980-х років втратили ефективні механізми контролю грошової пропозиції, оскільки грошовий капітал у всезростаючих масштабах починає формуватися на міжбанківському ринку в обхід традиційної дворівневої схеми рефінансування [242, с. 7].

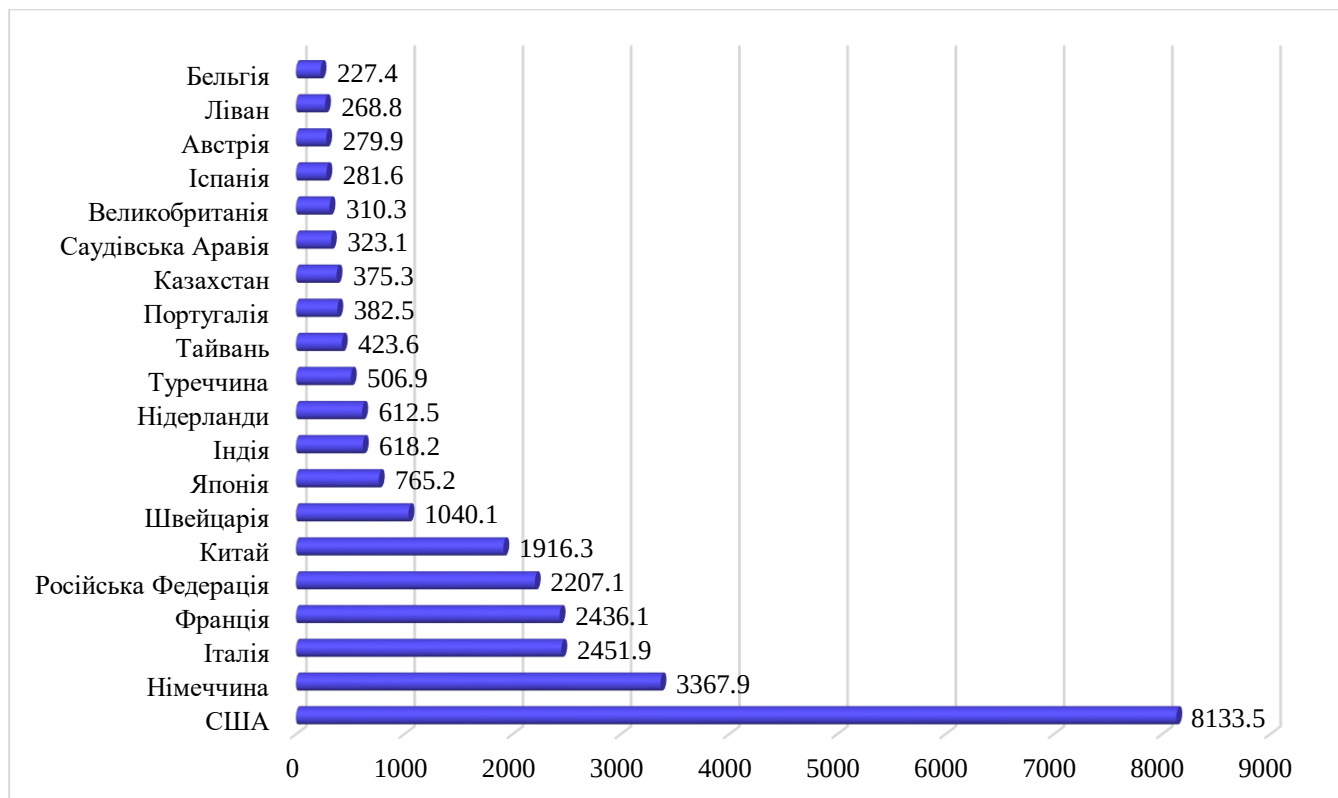
Умови фінансового глобалізму кінця XX – першої чверті XXI ст. з усією очевидністю викристалізують цілу низку вузьких місць подібного формату світової валютно-регуляторної системи. З одного боку – це відсутність прив'язки національних валют до твердого активу, яким може бути золото, а з другого – стремління багатьох країн диверсифікувати валютну структуру власних резервних

активів та позбутись у такий спосіб надмірної залежності від американського долара як головного резервного активу. Маємо зазначити також надважливу роль, що її виконує золото у глобальному господарському обігу як резервний, хеджувальний й інвестиційний актив, що дає змогу ринковим учасникам ефективно диверсифікувати свої ризики, зберігаючи при цьому власні заощадження від знецінення. На тлі наростаючих інфляційних очікувань ринкових агентів та посилення турбуленцій світового фінансового ринку це спричиняє значне нарощування масштабів здійснюваних операцій із золотом на внутрішніх ринках країн та динамічне зростання кон'юнктурних параметрів світового ринку даного активу.

Більше того, золото розглядається у сучасних умовах в якості важливого фінансового інструменту грошово-кредитної політики багатьох країн світу, здатного не тільки оперативно стабілізувати макроекономічну ситуацію, але й підвищити довіру ринкових учасників до національних валют та нівелювати конкурентний тиск валюти однієї країни на валюти інших учасників світового господарства. Звернімось до цифр: за даними фахівців World Gold Council, у період 2004-2018 рр. щорічні глобальні продажі золота у формі злитків і монет зросли з 361 [81, с. 24] до 1090,2 тон [80, с. 6]. Сукупний же світовий попит на золото досягнув у 2018 р. 4345,1 тон (у тому числі 2200 тон – на ювелірне золото, 334,6 тон – золото для технічних виробів, 651,5 тон – попит центральних банків) [80]. Зазначені факти переконливо свідчать про повернення золотом платіжно-розрахункових й інвестиційних функцій у внутрішньокраїновому і міжнародному грошовому обігу.

Як показують дані рис. 3.6, станом на червень 2019 р. золоті резерви топ-20 країн становить майже 27 тис метричних тон, з яких майже третина (8,1 тис тон) припадає на Сполучені Штати Америки. Далі йдуть Німеччина (3,4 тис), Італія (2,5 тис), Франція (2,4 тис), Російська Федерація (2,2 тис), Китай (1,9 тис). Щорічно тільки у США споживається від 145 (у 2018 р.) до 180 (у 2010 р.) метричних тон золота [148]. Загалом же, в арсеналі глобальної валютної системи перебуває нині понад 33 тис метричних тон золота (або 20% усього видобутого за три тисячі років золота) загальною вартістю близько 1,4 трлн дол. США за поточним обмінним

курсом. Тільки у 2018 р. центральними банками усіх країн було придбано 641 тону монетарного золота, 7 тис тон було вилучено з центральних банків Казначейством Федеральної резервної системи США, а 400 тон було таємно випущено Банком Англії [180].



**Рис. 3.6. Золоті резерви окремих країн
станом на червень 2019 р., метричних тон [82]**

Однак, таких обсягів золотих ресурсів явно недостатньо для обслуговування глобального фінансового обігу та комерційних операцій. До того ж відсутність у золота дохідності (на відміну від банківських депозитів чи цінних паперів) позбавляє його власників можливостей отримувати процентні доходи. На цьому наголошують багато зарубіжних учених – П. Кругман, Б. Айхенгрин, Н. Рубіні, М. Фельдстайн [103; 50; 152; 57], відзначаючи також загрозу значного зростання світових цін на золото у випадку його ремонетизації. Дані, подані у табл. 3.2, свідчать про те, що у міру зростання золотого забезпечення грошової маси відбувається стрімке зростання розрахованої ціни на золото – від 5064 дол США за тройську унцію при 40%-ному золотому забезпеченні грошової маси М1

Сполучених Штатів Америки до майже 50,4 тис дол. за тройську унцію при 100-ному золотому забезпеченні грошової маси М2 цієї держави.

Таблиця 3.2

**Розрахована ціна на золото і переоцінка долара США відносно
монетарного золота за різними моделями золотого стандарту [242, с. 8]**

Фактори гнучкого золотого стандарту у 2016 р.	Розрахована ціна на золото, дол. США за тройську унцію	Переоцінка долара США відносно монетарного золота, %
Грошова маса М1 США з 40%-ним золотим забезпеченням	5064	403
Грошова маса М1 США зі 100%-ним золотим забезпеченням	12660	985
Грошова маса М1 США, Китаю і Європейського центрального банку з 40%-ним золотим забезпеченням	20507	1596
Грошова маса М2 США з 40%-ним золотим забезпеченням	20143	1568
Грошова маса М2 США зі 100%-ним золотим забезпеченням	50358	3919

Між тим, повне чи часткове відновлення золотого стандарту може стати ефективним механізмом урегулювання глобальних фінансових дисбалансів та вирішити цілу низку існуючих проблем залежності світової валютної системи від американського долара. При запровадженні 100%-ного золотого забезпечення грошового обігу повністю зникне проблема платіжного балансу, тож центральні банки країн можуть дати дозвіл комерційним банкам здійснювати самостійні грошові емісії під гарантії готівкового золота. Даний механізм здатен, на думку багатьох експертів, витіснити ринковий обіг незабезпечених чи малозабезпечених державних грошових ресурсів, зміцнивши при цьому конкурентний вплив на валютний ринок комерційних грошових ресурсів з емісії приватних банків.

Принагідно особливо відзначити, що навіть за розширення валютної корзини СПЗ золотий стандарт здатен забезпечити суттєве спрощення розрахункових механізмів за економічними трансакціями [238, с. 7], а отже – зниження рівня загальних трансакційних витрат фінансово-господарської діяльності економічних агентів. Хоч реалізація сценарію відновлення золотого стандарту на міжнародному чи регіональному рівні виглядає малоімовірною насамперед в силу неухильного

нарощування масштабів здійснюваних міжнародних операцій, вичерпності золота, значних обмежень його тезаврації та 10-разового перевищення обсягу банківських депозитів порівняно з ринковою вартістю світового запасу золота [242, с. 8], однак, сфери використання золота у глобальній моделі міжнародного фінансового порядку збережуться і можуть навіть розширитись. Йдеться, зокрема, про такі сфери його застосування як-от:

- включення золота разом з сріблом, платиною і паладієм у корзину дорогоцінних металів, що базуватиметься на процентному співвідношенні металів за принципом «змії», диверсифікує ризики вичерпності кожного металу та слугуватиме забезпеченням національної валюти будь-якої країни;

- формування глобальної банківської системи депозитарного золота, активи якої формуватимуться з внесків клієнтів, котрі в обмін на здійснені внески отримуватимуть векселі з безумовною гарантією банківської системи здійснити їх пред'явникам оплату певної суми та повернути дорогоцінний метал. Дані векселі можуть бути включені у світовий вексельний обіг і слугуватимуть підставою для укладення контрактів між економічними агентами. Подібна модель модифікованого золотого стандарту забезпечила б суттєве зміцнення національних грошових систем, підвищення ефективності емісійної політики центральних банків, удосконалення системи управління державним бюджетним дефіцитом та податкового адміністрування [238, с. 7].

Третій сценарій реформування глобальної валютно-регуляторної системи пов'язується з розбудовою мультиполярної валютної системи. Її матеріальним ядром є консолідація *національних грошових систем у рамках формування міжнародних валютних союзів та колективних валют*. Йдеться насамперед про становлення у світовому господарстві колективних валютних зон, представлених державами і територіями, котрі спільними зусиллями фіксують курси обміну своїх національних валют чи переходять на використання спільної валюти. Подібні зони формуються за умов орієнтації національних органів грошово-кредитного і монетарного регулювання на мінімізацію коливань обмінних курсів своїх валют з метою забезпечення конкурентних переваг від експортно-імпортних і транскордонних фінансових операцій. І хоч у більшості випадків формування

міжнародних валютних союзів не супроводжується створенням наднаціональних органів валютного і грошово-кредитного регулювання, однак їх кінцевими цілями є такі як-от: запровадження регіональної колективної валюти, формування єдиного валютного простору держав-учасниць, створення регіональної інституційної системи з обслуговування розрахункових операцій і регулювання міжнародної валютної ліквідності країн союзу, запровадження регіональних уніфікованих форм розрахунків.

На сьогодні у світі нараховується понад 100 регіональних економічних об'єднань, у яких або вже використовуються національні і регіональні валюти, або розробляються проекти із запровадження спільних валют. З-поміж таких проектів на найбільшу увагу заслуговують запровадження валюти амеро (спільної валюти держав-членів НАФТА для проведення міждержавних розрахунків з неамериканськими країнами); колективної валюти акю (в інтеграційному союзі АСЕАН+3); універсальної валюти латино (на території держав Союзу південно-американських націй); валюти ЕКО або афро (у країнах Африканського союзу до 2028 р.); валюти халіджі або джуман (у державах Ради співробітництва арабських держав Перської затоки) тощо [217, с. 171-172].

Незважаючи на усі конкурентні переваги, що їх надає використання колективних валют в частині економії трансакційних витрат на проведення міждержавних розрахунків, забезпечення відносної стійкості співвідношення курсів національних валют країн-учасниць валютних зон та спільного регулювання міждержавних валютних відносин, є ціла низка недоліків і загроз від участі держав у подібних валютних союзах. Йдеться насамперед про необхідність дотримання ними жорсткої фіскальної дисципліни, суттєве обмеження діяльності національних урядів та зниження рівня їх незалежності у реалізації грошово-кредитної і монетарної політики (що справляє негативний вплив на макроекономічну рівновагу під час циклічних коливань макроекономічної кон'юнктури, а також загрози ланцюгового поширення «кризових інфекцій» в усьому регіоні при виникненні проблем хоча б в одній країні валютного союзу [227, с. 123].

Звернімо увагу на те, що мультиполярна валютна система лежить в основі формування усталених інституційних передумов асиметричної конкуренції між

резервними валютами, відбиваючи при цьому складну архітектуру міждержавних відносин у фінансовій сфері, що виходять далеко за межі дії лінійних сил набуття валютами статусу резервних та конкурентної боротьби за даний статус. Саме цим обумовлюється той факт, що регіональні валютні зони здатні суттєво розширити критерії резервної валюти, коли на тлі збереження традиційних критеріїв суттєво зростає значення тих, що пов'язані зі здатністю валют створювати ефекти мережі, інерцією у їх підтриманні з боку центральних банків країн-емітентів тощо. Інакше кажучи, регіональні масштаби кожного валютного блоку визначають не стільки зони економії трансакційних витрат економічних агентів вже обраної резервної валюти, скільки географічні межі її використання у статусі якірної [274, с. 117].

У розбудові мультиполярної моделі глобальної валютно-регуляторної системи актуалізується питання щодо *нарощування вартісних обсягів міжнародної ліквідності* на основі розширення переліку резервних валют та інших безпечних й ліквідних міжнародно-прийнятних активів, здатних згенерувати мережеві ефекти. Їх групу можуть репрезентувати регіональні валюти та високоякісні державні активи, емітовані національними урядами тих країн, що мають висококапіталізовані, ліквідні і глибокі фінансові ринки. Щодо ефекту мережі, то він породжений використанням у сучасних фінансових операціях високошвидкісних комунікацій, завдяки яким економічні агенти не тільки отримують усі котирування у реальному часі, але й мають можливість оперативно порівнювати ціни на різні фінансові активи. Варто наголосити, що це характерно не тільки високошвидкісним трейдерам, які активно використовують сервери EBS і Thomson-Reuters, та великим фінансовим установам з масштабними міжбанківськими електронними платформами, але й роздрібним інвесторам, котрі управляють страховими активами, пенсійними і взаємними фондами.

Що ж стосується розширення переліку резервних валют, то хоч рух глобальної фінансової системи у бік розбудови мультиполярної валютної системи виглядає доволі обнадійливо, з точки зору формування гнучких механізмів забезпечення міжнародної ліквідності, однак це одночасно генерує колосальні ризики курсової стабільності національних грошових одиниць багатьох країн світу. З другого боку, альтернативні грошові одиниці, що можуть скласти конкуренцію американському

долару у його статусі ключової резервної валюти (євро, ієна, юань) не спроможні на сьогодні кардинально вплинути на зміну валютної структури міжнародних розрахунків і врегулювання міжнародних операцій. Так, для інтернаціоналізації китайського юаня необхідним є доволі тривалий період часу, а у єврозоні, на відміну від Сполучених Штатів Америки, фінансові можливості не об'єднуються, а діляться між державами-членами. У результаті державні облігації національних урядів країн-членів ЄС не мають глобального інвестиційного статусу, а іноземні інвестори суттєво не впливають на структурну динаміку міжнародної ліквідності. Крім того, ліквідність європейського ринку облігацій додатково обмежується операціями купівлі цінних паперів міжнародними інвесторами, у результаті чого Європейський центральний банк змушений був навіть вживати рішучих заходів усунення дефляції.

Натомість американський долар, як і у попередні періоди, здатен і сьогодні ефективно виконувати роль ключової резервної валюти. При цьому сама економіка США, як свідчить міжнародний досвід, виявляє величезну стійкість до глобальних фінансових шоків, оскільки емісія долара дає змогу Сполученим Штатам Америки забезпечувати своєчасне і повне погашення своїх зовнішніх зобов'язань та фінансового дефіциту, тоді як економіки інших країн світу змушені постійно пристосовуватись до їх макроекономічної політики. Слід також враховувати і той факт, що країна-емітент резервної валюти зазвичай отримує колосальний інвестиційний дохід за рахунок своїх зовнішніх активів, вартість яких суттєво перевищує суму зовнішніх зобов'язань. Для Сполучених Штатів Америки такий інвестиційний дохід становить нині понад 30 млрд дол. США щорічно [83].

Глобальна економічна криза 2009-2010 рр., наступна економічна стагнація змусили світову спільноту до глибокої ревізії і перегляду організаційних засад Ямайської валютної системи, насамперед щодо валютного стандарту, механізмів національних валютних політик, стандарту спеціальних прав запозичення (СПЗ) та регуляторних інститутів світового валютного менеджменту. Так, за ініціативи національних урядів держава «Великої двадцятки» вже у 2009 р. практично уперше за останні чверть століття Міжнародний валютний фонд вдався майже до десятиразового збільшення вартісного обсягу емісії спеціальних прав запозичення

– з 21,4 до 204,1 млрд одиниць, що становить близько 316 млрд дол. США. У результаті частка СПЗ у глобальних валютних резервах зросла з 0,5 до 4,7%, а у золотовалютних резервах – з 0,4 до 4,2% [280, с. 18], що призвело до докорінного перегляду Міжнародним валютним фондом діючих до тих пір «вхідних бар'єрів» щодо включення національних валют різних країн до корзини спеціальних прав запозичень та набуття ними статусу резервних. Йдеться насамперед про доповнення діючих вимог до країн-емітентів резервних валют щодо вартісних обсягів їх експортних операцій, вимогами щодо вартості офіційних валютних резервів держав, ступеня залучення їх національних валют в операції на світових валютних ринках, а також обсягом номінованих у цих валютах боргових зобов'язань банків і міжнародних позичальників. Так, хоч заявка Китаю щодо включення китайського юаня у перелік світових резервних валют у 2011 р. була відхилена, однак вже у 2015 р. юань увійшов у корзину спеціальних прав запозичень, а його частка у період 2016-2020 рр. стабільно становить майже 11% (рис. 3.6).

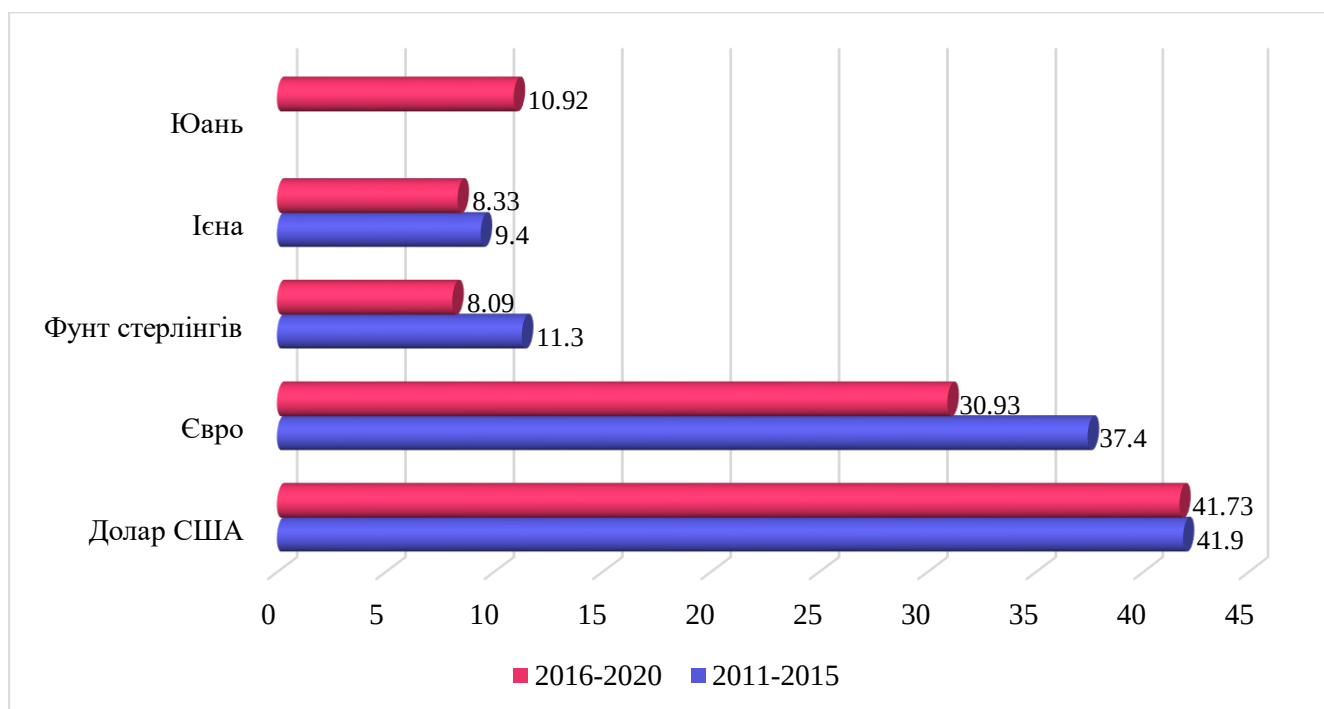


Рис. 3.6. Валютна структура корзини спеціальних прав запозичень у 2011-2020 рр., % [280]

Незважаючи на динамічне нарощування економічної могутності Китаю та посилення його конкурентоспроможного впливу на усі сегменти глобального

ринку, що формують вагомі передумови розширення світового попиту на юань як засобу заощадження капіталу і засобу платежу при оплаті китайських імпорتنих поставок, на відміну від долара США, євро, фунта стерлінгів й ієни, процес його включення у валютні резерви центральних банків все ще перебуває на початковому етапі. У той самий час відносна закритість китайського фондового ринку для іноземців та збереження доволі суворих інституційних обмежень на використання юаня у транскордонних операціях з капітальними ресурсами [283] справляють украй негативний вплив на динаміку ліквідності боргових інструментів китайських емітентів та гальмують процеси нарощування обсягів використання іноземними економічними агентами цієї валюти у якості засобу нагромадження капіталу.

I, нарешті, *четвертий сценарій* реформування глобальної валютно-регуляторної системи – це *діджиталізована валютна система*. Вона передбачає в якості обов'язкового компонента впровадження цифрових валют – криптовалют, що характеризуються комп'ютерними вузлами, керованих блокчейном і рівномірно розподілених на міжкраїновому рівні. Як специфічний тип нерегульованих цифрових грошей, емітованих і контрольованих своїми розробниками, криптовалюти приймаються в якості платіжного засобу відповідними віртуальними спільнотами [193] у криптографічній й анонімній формі з використанням технологій блокчейн та без залучення центральних і комерційних банків. Інакше кажучи, криптовалюти репрезентують вид віртуальних фідуціарних валют, що не мають внутрішньої вартості, не забезпечені запасом благородних металів, емісія й облік яких базуються на криптографічних методах захисту. Криптовалюти характеризуються плаваючим режимом валютного курсу, що формується під впливом попиту і пропозиції на валютному ринку за повної відсутності контролю з боку центральних банків [301, с. 61].

Головні конкурентні переваги подібної моделі організації світової валютної системи пов'язані насамперед з їх широкими можливостями забезпечувати швидкі, безпечні та дешеві онлайн-платежі без використання традиційних банківських каналів, а також анонімністю операцій з переказу грошових ресурсів. Крім того, операції з криптовалютами характеризуються високою гарантією захисту від блокування і конфіскації чужих грошових коштів, політичних маніпулювань і

зловживань у сфері грошової емісії в силу забезпечення роботи системи математичними алгоритмами і криптографічними інструментами захисту, на відміну від правових контрактів [242, с. 7]. Маючи децентралізований характер, операції з криптовалютами не контролюється жодною фінансовою чи банківською установою, а унікальність їх облікових записів легко налаштовуються і є абсолютно прозорими.

Хоч перша в історії криптовалюта біткоїн була створена всього десять років назад (у 2008 р.), однак нині у світі функціонує понад 50 валютних бірж, де торгують криптовалютами і де можна обміняти їх на реальні гроші. Що стосується *капіталізації світового ринку біткоїн*, то вона зросла з 1,02 млрд дол. США у першому кварталі 2013 р. до 237,6 млрд дол. США на кінець 2017 р. з подальшим падінням до 205,4 млрд у другому кварталі 2019 р. [117]. Загальному тренду щодо нарощування капіталізації світового ринку біткоїн відповідає і динаміка приросту кількості електронних «гаманців» блокчейн, в яких акумулюється платіжна інформація користувачів для здійснення грошових трансакцій з певними обліковими записами. Загальна кількість таких «гаманців» досягла у другому кварталі 2019 р. понад 40 млн, тоді як на початку 2016 р. не перевищувала 6,6 млн [132].

Одночасно з криптовалютами *дедалі більшого поширення отримує система блокчейн*, яка являє собою своєрідний «ланцюг операційних блоків», забезпечуючи зберігання інформації на усіх комп'ютерах, що обслуговують торгівлю валютними активами. Завдяки цьому забезпечується повне збереження банківських даних й інформації про власників валютних активів, учасників грошових операцій і рух фінансових ресурсів на основі алгоритму підтвердження легітимності валютних трансакцій. У результаті – повне збереження інформації, нівелювання загроз її втрати чи фальсифікації, а також активне застосування блокчейну у не пов'язаних з фінансами сферах, включаючи управління ланцюгами постачань, онлайн-ідентифікацію, охорону здоров'я, освіту, енергетику тощо.

Унікальні конкурентні переваги системи блокчейн щодо прозорого обліку здійснюваних фінансових операцій одночасно забезпечують високу динаміку інвестиційних капіталовкладень у блокчейн-рішення та приросту

розмірів блокчейну біткоїн. Не випадково, саме біткоїн дотепер залишається найбільшим сегментом глобального криптовалютного обігу як за індексом цін, так і ринковою капіталізацією. Достатньо сказати, що з 2010 р. до 2019 р. (станом на перший квартал) розмір блокчейну біткоїн збільшився з 10 до майже 211 тис. мегабайт [160]. З урахуванням динаміки нарощування державного інвестування криптографічного сегменту, біткоїн та інші створені криптовалюти (на кшталт Ethereum чи Ripple), постійно стикаються зі зростанням конкуренції з боку нових, добре фінансованих криптовалют.

На нашу думку, сценарій трансформації світової валютної системи у її діджиталізований формат є на найближчі десятиліття малоімовірним з огляду на цілу низку *притаманних їй недоліків і вузьких місць*. Йдеться насамперед про практично повну відсутність реального інструментарію регулювання національних валютних систем з боку центральних банків країн й інших органів монетарного управління. Відтак – можливе виникнення у країн колосальних проблем з регулюванням грошово-кредитних відносин, реалізацією монетарної політики, організацією платіжних систем, проведенням центральними банками операцій на відкритому ринку та забезпеченням цінової і фінансової стабільності.

Функціонування світової валютної системи діджиталізованого типу пов'язане також із виникненням так званого *ефекту заміщення* відносно традиційних грошових ресурсів центральних банків країн. Він виявляється у витісненні віртуальними грошима реальних грошей, що їх емітують центральні банки, а відтак – зменшенні попиту на грошові кошти, необхідні для проведення трансакцій, обумовлених номінальним доходом. Це означає по суті витіснення грошових коштів центральних банків приватно емітованою віртуальною валютою і як результат – зменшення їх балансів та звуження можливостей впливати на рівень процентних ставок за короткостроковими кредитами. І це без урахування такого негативного наслідку ефекту заміщення як значне ускладнення вимірювання грошових агрегатів та впливу на їх взаємозв'язок з інфляційними процесами, що є причиною значного ускладнення оцінки ризиків цінової стабільності у середньо- і довгостроковому періодах [205, с. 7, 8].

Окремої уваги заслуговують також *ризики операцій з криптовалютними активами*, що пов'язані як з формуванням ціни на грошовий капітал та технічною організацією фінансових операцій, так і особливостями ринкового обігу криптовалют в якості інноваційних активів. Саме інноваційний характер криптовалют спричиняє такі ризики операцій з ними як-от: регуляторний, незабезпеченість реальними активами, брак гарантій виконання угод та їх неліквідність, високий рівень цінової волатильності криптовалютних активів, неможливість їх використання в якості універсального платіжного засобу тощо. Не слід скидати з рахунків і величезних проблем з хеджуванням валютних ризиків при проведенні операцій з криптовалютами, що є результатом відсутності спеціальних строкових контрактів (тобто похідних інструментів) з ними як базовим активом та браком відповідної фінансової інфраструктури. І хоч укладення ф'ючерсів на біткоїн у всезростаючих масштабах практикується в останні роки на Чиказькій товарній біржі, більшість ризиків операцій з криптовалютами мають функціональну, а не фінансову природу, а отже – вони не придатні до хеджування [324, с. 91]. Додатковим підтвердженням цього є і динамічно зростаючі в останні роки масштаби акумуляції капіталу, залучені каналами блокчейн-стартапів, краудфандингових механізмів й інструментів приватних розміщень капіталу схильними до ризиків інвесторів. Буквально за кілька років це спричинило стрімке, не обумовлене жодними об'єктивними причинами, зростання цін на криптовалюти, що свідчить про спекулятивну природу криптовалют та їх включення до фінансових пірамід.

Виходячи з цього, вважаємо, що найбільш ймовірним варіантом функціонування світової валютної системи діджиталізованого типу є наділення функціями роботи з криптовалютами центральних банків країн, котрі здійснюватимуть нагромадження у них частини своїх офіційних валютних резервів. З другого боку, криптовалюти можуть також застосовуватись в якості платіжного засобу за експортно-імпортними контрактами та слугувати проміжним платіжним засобом у міжнародній торгівлі – свого роду санкціонованою національним урядами мережею Ripple [224, с. 395]. Завдяки цьому міжнародне співтовариство зможе добитись радикального зниження трансакційних витрат на

міжнародні трансфери, а отже – стимулювати розвиток бізнесу, торгівлі, експорту й інновацій.

Отже, підбиваючи підсумок, можемо констатувати, що на сьогодні у світовому господарстві сформувались усталені передумови до чергової етапної трансформації світової валютної системи з її відходом від ямайського формату. За своєю змістовною сутністю глобальна модель валютної системи являтиме собою своєрідне еклектичне поєднання окремих конструктивних елементів сценаріїв наднаціонально орієнтованої, мультивалютної, діджиталізованої та золото-ремонетизованої валютних систем. Ці елементи застосовуватимуться у тих елементах валютних систем, де можна буде досягнути економії трансакційних витрат економічних агентів на проведення розрахункових операцій та забезпечити високу надійність здійснюваних трансакцій. Зокрема, зі сценарію наднаціонально орієнтованої валютної системи необхідно взяти інструмент значного розширення міжнародної ліквідної бази за рахунок додаткової емісії СПЗ та їх продаж центральним банкам країн, що здійснюватимуть емісію міжнародних валют в обмін на грошовий ресурс, що обертатиметься на їх внутрішніх ринках.

Зі сценарію офіційної ремонетизації золота необхідно імплементувати у практику відновлення золотом модифікованої форми монетарного статусу з розширенням його використання у структурі офіційних золотовалютних резервів країн, формуванням глобальної банківської системи депозитарного золота та включенням золота разом з сріблом, платиною і паладієм у корзину дорогоцінних металів, що базуватиметься на процентному співвідношенні металів за принципом «змії».

Глобальна валютна система має також базуватись на принципах мультивалютності із розширенням використання регіональних валют як платіжних засобів в експортно-імпортних та інвестиційних операціях регіональних суб'єктів господарювання. І, нарешті, діджиталізований формат валютної системи має бути використаний у частині переведення центральними банками країн у криптовалюти частини своїх офіційних валютних резервів та розширення їх застосування в якості

платіжного засобу за експортно-імпортними контрактами та проміжного платіжного засобу у міжнародній торгівлі.

3.3. Інституційне забезпечення ефективної інтеграції фінансового ринку України у глобальний економічний простір

Невід’ємним компонентом національної стратегії інтеграції України у глобальну економічну систему є включення її економіки у глобальний фінансовий простір. Загальновідомо, що функціонування національного фінансового сектору характеризується значною кількістю показників, що відбивають його масштаби, структурну динаміку та рівень впливу на макроекономічні показники. Оскільки основним з них є валовий внутрішній продукт, то з метою комплексного аналізу структурних параметрів фінансового сектору України та оцінки його впливу на макроекономічну динаміку нашої держави побудуємо комплексні багатofакторні рівняння частки фінансового сектору та вплив кожного елемента на ВВП як результируючий показник (У).

До ключових групових показників, що характеризують розвиток фінансового ринку України відносимо показники діяльності вітчизняної банківської системи, недержавних пенсійних фондів (НПФ) та небанківських фінансових посередників. Так, комплексний аналіз ключових показників діяльності банківського сектору України дає можливість виявити глибокі структурні проблеми у його функціонуванні. Вони матеріалізуються у довготерміновому збереженні значних проблем як з капіталізацією і ліквідністю банківської системи, так і показниками рентабельності її активів і капіталу. Дані, подані у табл. 3.3, свідчать про те, що з 2002 р. до 2019 р. вартісний обсяг власного капіталу вітчизняної банківської системи (як своєрідної «амортизаційної подушки» банків та їх клієнтів) збільшився у понад 20 разів – з 8,9 до 186,1 млрд грн., а статутний капітал – у 90 разів – з 5,3 до 470,4 млрд. Однак, за загалом позитивною динамікою приросту капіталу українських банків криється така притаманна їм риса як стабільне перевищення вартості статутного капіталу банків порівняно з вартістю їх власного капіталу, що

особливо яскраво окреслилась з 2010 р. Якщо у 2009 р. відношення власного капіталу до статутного становило 1,45, то у 2010 р. – 0,94, у 2014 р. – 0,82, у 2016 р. – 0,29, а за три квартали 2019 р. – 0,39. По суті вітчизняний сектор банківських послуг несе на собі відбиток довгострокового панування у державі доволі ліберального банківського законодавства [295, с. 3], що надало невеликим банкам можливості проведення трансакцій у різних сегментах кредитного ринку, а їх клієнтам – отримання доволі широкого спектру фінансових послуг.

Таблиця 3.3

Динаміка основних показників капіталу банківських установ України у 2002-2019 рр. (на кінець року) [310; 202; 313]⁶

Рік	Власний капітал банків, млрд грн.	Статутний капітал, млрд грн.	Відношення власного капіталу до статутного	Частка власного капіталу у банківських пасивах, %	Відношення банківських активів до власного капіталу	Регулятивний капітал, млрд грн.	Відношення власного капіталу банків до ВВП, %	Відношення депозитів до власного капіталу банків
2002	8,9	5,3	1,67	14,2	7,1	8,0	3,9	...
2005	18,4	11,6	1,59	13,7	7,3	18,2	4,2	7,3
2007	42,6	26,3	1,62	12,5	8,0	41,1	5,9	6,7
2009	119,3	82,5	1,45	12,9	7,8	123,1	13,1	2,8
2010	137,7	145,9	0,94	14,6	6,8	160,9	13,1	3,6
2011	155,5	171,9	0,90	14,8	6,8	178,5	11,8	3,6
2012	170,2	176,2	0,97	15,1	6,6	178,9	12,1	3,7
2013	169,3	175,2	0,97	15,0	6,7	205,0	11,6	4,0
2014	148,0	180,2	0,82	11,2	8,9	188,9	9,4	4,6
2015	104,0	206,0	0,50	8,2	12,3	131,0	5,3	6,8
2016	123,8	414,7	0,29	9,9	10,1	110,0	5,2	6,9
2017	161,1	495,4	0,33	12,0	8,1	112,0	5,4	5,5
2018	154,9	465,5	0,33	11,4	8,8	119,0**	4,4	6,2
2019*	186,1	470,4	0,39	13,5	7,4	...	...	...

* - дані станом на 01.10.2019 р.; ** - дані за перший квартал 2018 р.

Даний тренд свідчить про збитковість діяльності більшості українських банків, а відтак – здійснення перманентної їх рекапіталізації з боку держави. Зокрема, тільки у 2017 р. у статутний фонд націоналізованого ПАТ «Приватбанк» державою було «влито» 155,4 млрд грн., АТ «Ощадбанк» – 8,9 млрд, АТ «Укресімбанк» – 7,7 млрд [201, с. 203]. Станом же на початок листопада 2019 р., згідно результатів проведеного Національним банком України стрес-тестування

⁶ Примітка.

Підраховано автором за вказаними джерелами.

найбільших вітчизняних банківських установ, їх потреба у рекапіталізації становить від 35,2 млрд грн за базовим (11 банків) до 73,8 млрд грн. (11 банків і 7 фінансових установ) за кризовим сценарієм їх розвитку [342]. Відзначимо також, що станом на 01 жовтня 2019 р. частка власного капіталу у банківських пасивах становила 13,5%, а відношення банківських активів до власного капіталу – 7,4 (табл. 3.4). З одного боку, рекапіталізація державних банків значно підвищила їх фінансову стійкість і ліквідність, забезпечивши стабільність усієї банківської системи нашої держави та підвищивши довіру до неї з боку економічних агентів. З другого ж боку, подібні заходи суттєво розширили державний сегмент вітчизняного банківського капіталу, актуалізуючи питання щодо можливого послаблення ринкової дисципліни банків та подальшого продажу певної частки державної участі у капіталі банків вітчизняним чи іноземним інвесторам.

Ще одна негативна тенденція, що засвідчує глибокі структурні проблеми вітчизняної банківської системи та загальне зниження рівня її фінансової стійкості, це стабільне зменшення з 2014 р. регулятивного капіталу українських банків. Якщо у 2013 р. його вартісний обсяг становив 205 млрд грн, то у 2014 р. – 188 млрд, а у 2018 р. – 119 млрд. Висновок щодо звуження ресурсних можливостей покриття українськими банківськими установами своїх ризиків може також додатково аргументуватись динамікою показника відношення власного капіталу банків до ВВП України: якщо у період 2002-2012 рр. він зріс з 3,9 до 12,1%, то до кінця 2018 р. зменшився до 4,4% валового внутрішнього продукту.

Додатковий негативний вплив на функціонування вітчизняної банківської системи в останні роки справляє також і така негативна тенденція як ліквідація банків з тимчасовими проблемами з ліквідністю, котрі були витіснені з ринку на вимогу регулятора. Так, якщо у період 1998-2013 рр. український ринок банківських послуг покинули усього 34 неплатоспроможні банки, котрі не виконали вимоги НБУ щодо збільшення мінімального розміру статутного та регулятивного капіталу (їх вкладникам з коштів Фонду гарантування внесків

фізичних осіб було компенсовано 5,8 млрд грн. [300, с. 13]), то з 2015 р. до 2019 р.⁷ загальна кількість вітчизняних платоспроможних банків зменшилась з 117 до 76, у тому числі державних – з 7 до 5, іноземних – з 25 до 21, а приватних – з 85 до 50 [311, с. 3]. При цьому банки з участю державного капіталу, як наголошують вітчизняні дослідники, становлять нині понад 50% у більшості сегментів вітчизняного ринку банківських послуг та спроможні повною мірою реалізовувати зважену і послідовну кредитну політику [234, с. 45].

З метою посилення наукової достовірності процесу ухвалення управлінських рішень у сфері реалізації фінансової політики України здійснено оцінимо ступінь впливу діяльності вітчизняної банківської системи на динаміку валового внутрішнього продукту нашої держави за такими показниками як-от: кількість діючих банків, одиниць (Кб), чисті загальні активи банків (не скориговані на резерви за активними операціями), млрд. грн. (Аз), вартісний обсяг банківських пасивів (зобов'язань банків), млрд. грн. (Пз), частка іноземного капіталу у статутному капіталі банків, % (Ки), відношення активів банків до ВВП, % (А/ВВП). У додатку К наведено дані, за якими було побудовано рівняння багатофакторної регресії, що має такий вигляд (3.1):

$$Y = 20798,54 \times Kб + 15401,47 \times Az - 18709,75 \times Пз - 43669,12 \times Ki + 22518,17 \times A/ВВП + 233623,26 \quad (3.1)$$

Водночас показники адекватності моделі мають такі значення: $R = 0,999$; $R^2 = 0,9983$; розрахунковий критерій Фішера 119,88. Як впливає з кількісних значень коефіцієнтів, найбільш позитивним щодо зростання валового внутрішнього продукту буде вплив показників кількості діючих банків та відношення активів банку до ВВП, а негативні значення коефіцієнтів притаманні пасивам (зобов'язанням) банків та частці іноземного капіталу у статутному капіталі банку. Поглиблюючи аналіз за цими змінними, побудуємо лінії тренду у формі двофакторного регресійного аналізу (табл. 3.4).

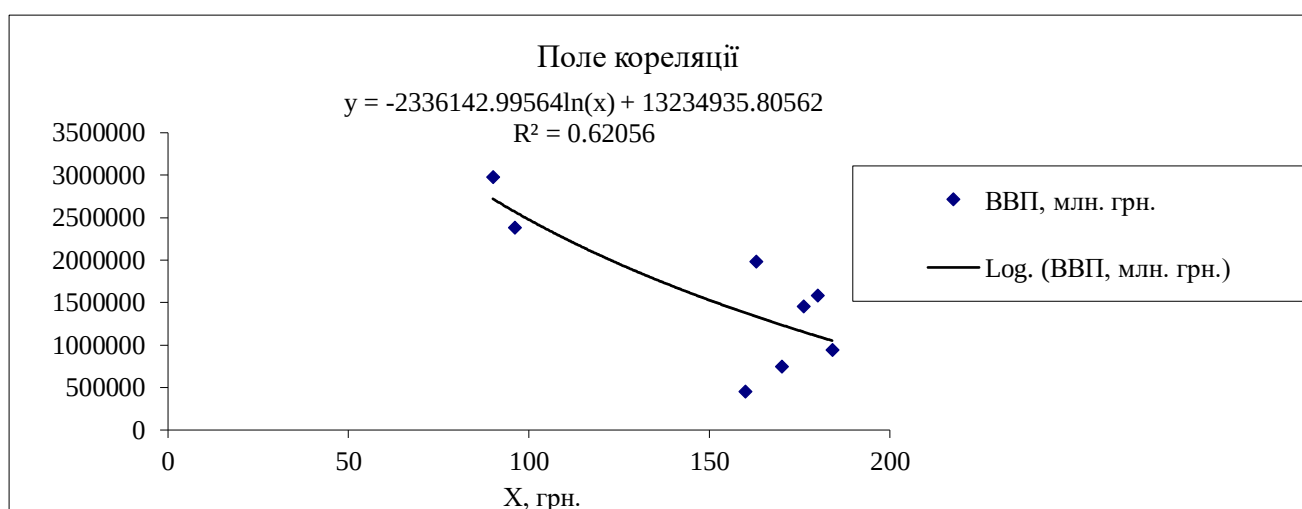
⁷ Примітка.
Станом на червень 2019 р.

Таблиця 3.4

**Результати двофакторної регресії впливу показників діяльності
банківської системи на ВВП України**

Фактор	Рівняння, що найбільш повно описує взаємозв'язок фактору та ВВП	Показники перевірки моделі на адекватність	Коефіцієнт кореляції
Кб	$y = -2336142,99564 \ln(x) + 13234935,80562$	$R^2 = 0,62056$ $F_{\text{розрах}} = 9,812$	-0,7737
Аз	$y = 425498,29521e^{0,00102x}$	$R^2 = 0,94931$ $F_{\text{розрах}} = 112,366$	0,91484
Пз	$y = 406146,74460e^{0,00145x}$	$R^2 = 0,86463$ $F_{\text{розрах}} = 38,322$	0,828371
Ki	$y = 269334,56309e^{0,04599x}$	$R^2 = 0,78379$ $F_{\text{розрах}} = 21,75$	0,79445
А/ВВП	$y = -1102,90684x^2 + 155008,48293x - 3382855,47506$	$R^2 = 0,53403$ $F_{\text{розрах}} = 6,87$	0,27916

На відміну від попередньої групи факторів впливу, де основною функцією, що описувала тренд, була поліноміальна другого рівня, тут переважає експоненціальна залежність з широкою диверсифікацією коефіцієнта кореляції, який вказує на існування як прямого так і оберненого зв'язку між залежними та незалежними факторами. Графічне представлення ліній тренду наведено на рис. 3.7 – 3.11.



**Рис. 3.7. Динаміка та лінія тренду впливу кількості діючих банків
на ВВП України**

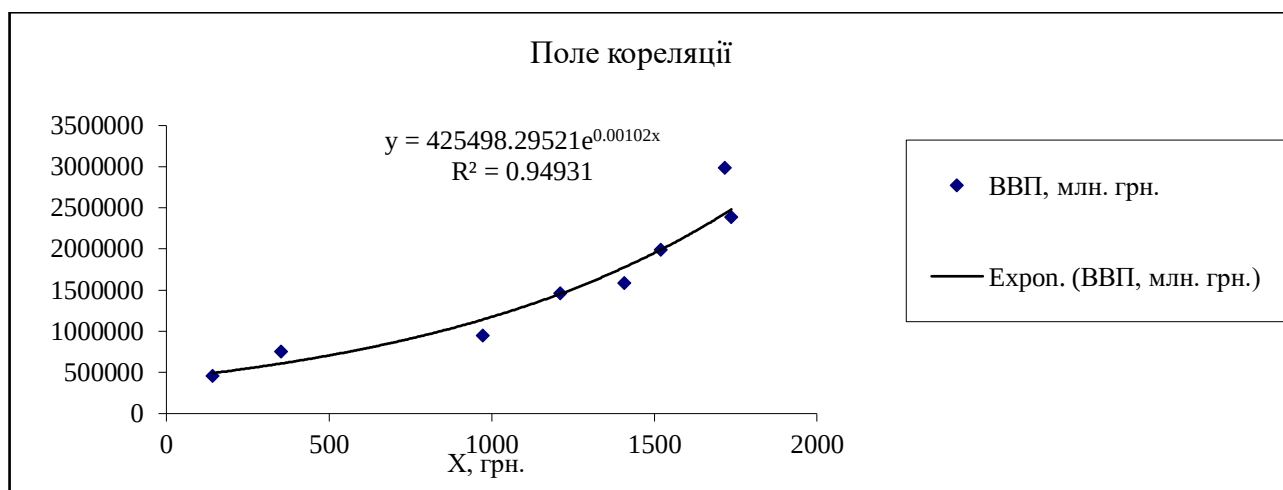


Рис. 3.8. Динаміка та лінія тренду впливу загальних активів (не скоригованих на резерви за активними операціями) на ВВП України

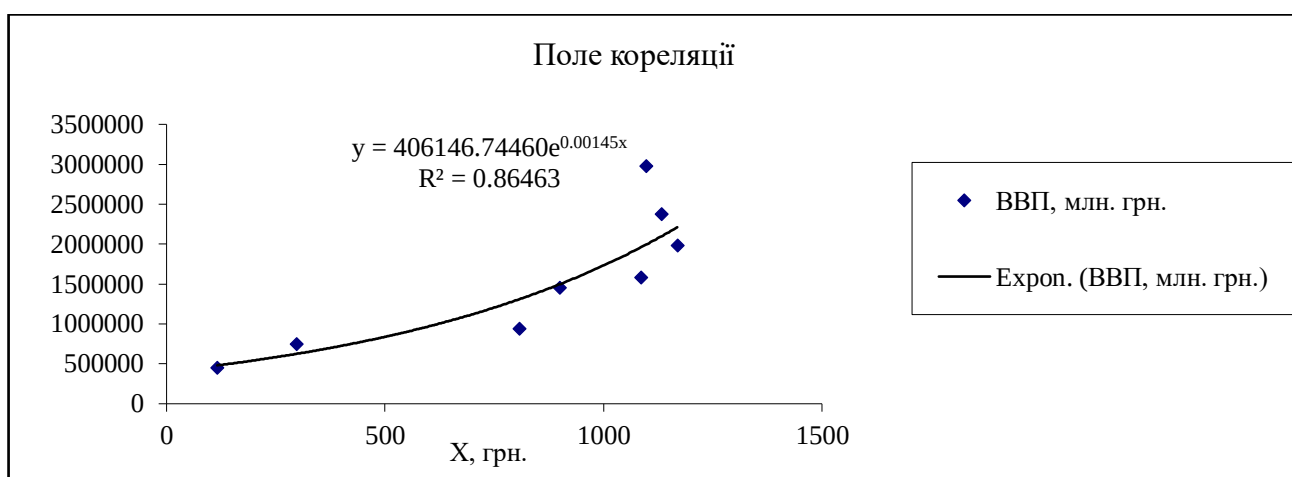


Рис. 3.9. Динаміка та лінія тренду впливу пасивів (зобов'язання банків) на ВВП України

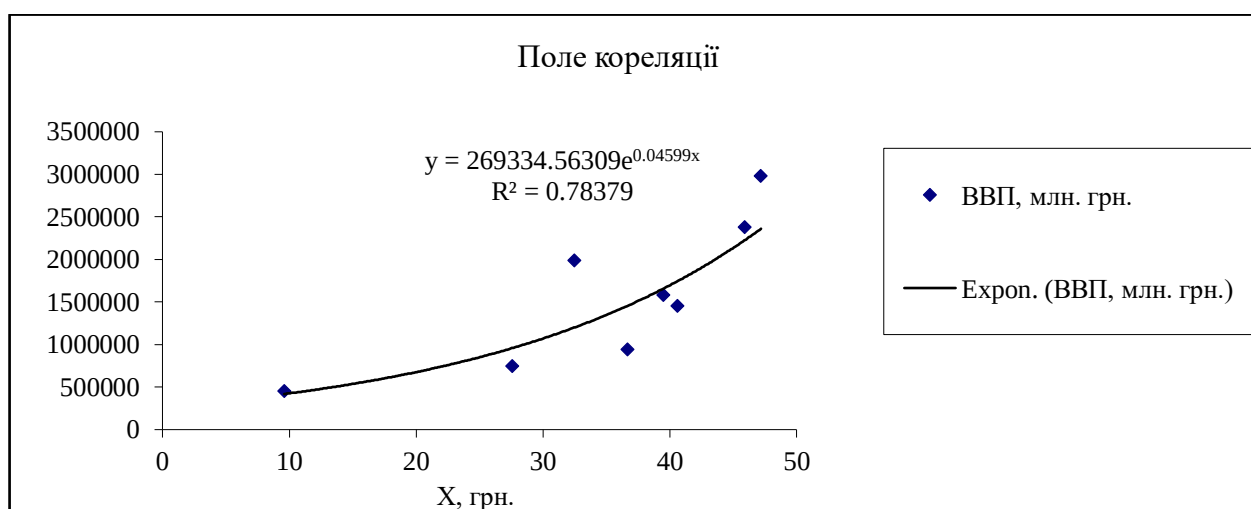


Рис. 3.10. Динаміка та лінія тренду впливу частки іноземного капіталу у статутному капіталі банків на ВВП України

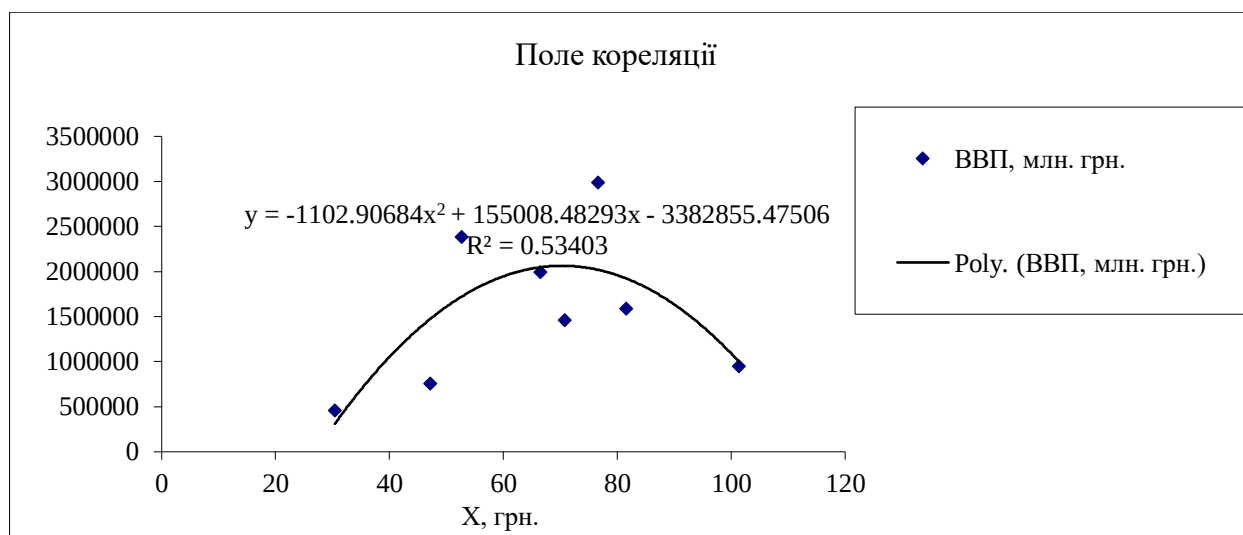


Рис. 3.11. Динаміка та лінія тренду впливу відношення активів банків до ВВП України

Наступною групою факторів, вплив яких потребує належного математичного обґрунтування щодо впливу на динаміку валового внутрішнього продукту України, є показники діяльності недержавних пенсійних фондів України (НПФ). Вона аналізується нами у період 2006-2018 рр. у розрізі індикаторів щодо кількості укладених пенсійних контрактів, загальної кількості їх учасників і сукупної вартості активів, вартісних обсягів пенсійних внесків і пенсійних виплат, що розглядаються в якості незалежних змінних у нашому багатofакторному рівнянні їх впливу на ВВП. На основі даних табл. 3.5 з використанням програмного продукту Microsoft Excel «Аналіз даних» ми розрахували коефіцієнти відповідних показників ($K_{пк} = 96274,23$; $K_y = -8728,05$; $B_a = 4910,9$; $PВн = -9096,17$; $PВп = 19184,12^8$; вільний член $= -423727,27$) та основні дані щодо перевірки моделі на адекватність. Останні мають такі значення: $R = 0,5074$, $R^2 = 0,2575$, розрахунковий критерій Фішера на рівні 0,3468, при табличному значенні $F = 4,16$. Дані показники засвідчують, що розроблена нами економіко-математична модель не може бути використана для подальшого прогнозування і використання, оскільки

⁸ Примітка.

$K_{пк}$ – коефіцієнт кількості укладених пенсійних контрактів; K_y – коефіцієнт кількості учасників пенсійних фондів; B_a – коефіцієнт сукупної вартості активів пенсійних фондів; $PВн$ – коефіцієнт сукупної вартості пенсійних внесків; $PВп$ – коефіцієнт сукупної вартості пенсійних виплат.

у сукупності визначені параметри не описують взаємозалежність результуючих та змінних показників.

Таблиця 3.5

**Вихідні дані для побудови моделі багатфакторного рівняння
взаємозалежності ВВП від показників діяльності недержавних пенсійних
фондів України у 2006-2018 рр. (дані на кінець року) [320; 221]**

Рік	ВВП, млн грн.	Кількість укладених пенсійних контрактів, тис. шт.	Загальна кількість учасників НПФ, тис. осіб	Загальна вартість активів НПФ, млн. грн.	Пенсійні внески, млн. грн.	Пенсійні виплати, млн. грн.
	У	Кпк	Ку	Ва	ПВн	ПВп
2006	544153	41,5	41,5	193,3	137,0	4,0
2007	720731	55,9	55,9	278,7	281,0	9,1
2008	948056	62,3	62,3	482,5	612,2	27,3
2009	913345	62,5	497,1	857,9	754,6	90,1
2010	1082569	69,7	569,2	1144,3	925,5	158,2
2011	1316600	75,0	594,6	1386,9	1102,0	208,9
2012	1408889	61,4	584,8	1660,1	1314,0	251,9
2013	1454931	61,3	589,2	1933,6	1501,2	285,0
2014	1566728	51,1	833,7	2469,7	1808,2	421,4
2015	1979458	59,7	836,7	1980,0	1886,8	557,1
2016	2383182	62,6	834,0	2138,7	1895,2	629,9
2017	2982920	58,7	840,8	2465,6	1897,3	696,3
2018	3558706	68,8	855,3	2745,2	2000,5	809,9

Виходячи з цього, ми деталізували вплив кожного з зазначених елементів на валовий внутрішній продукт України у двофакторній регресії і дійшли висновку, що лише такий фактор як кількість укладених пенсійних контрактів не справляє впливу на результуючий показник (табл. 3.6), тоді як усі інші індикатори справляють відчутний вплив. Таким чином, виключивши даний фактор з аналізованої панелі даних, ми сформуваємо нове рівняння багатфакторної регресії, що має такий вигляд (3.2):

$$Y = -8624,99 \times K_u + 8893,15 \times V_a - 20883,59 \times P_{Vn} + 35103,38 \times P_{Vp} + 10103183,45 \quad (3.2)$$

за оптимальних показників адекватності моделі $R = 0,9077$, $R^2 = 0,8239$ та розрахунковому критерію Фішера на рівні 5,84.

Таблиця 3.6

**Результати двофакторної регресії впливу показників діяльності
недержавних пенсійних фондів на ВВП України**

Фактор	Рівняння, що найбільш повно описує взаємозв'язок фактору та ВВП	Показники перевірки моделі на адекватність	Коефіцієнт кореляції
Кпк	$y = -1893,72221x^2 + 236342,13430x - 5898196,72777$	$R^2 = 0,21667$ $F_{\text{розрах}} = 3,87$	0,2656
Ку	$y = 2,16543x^2 - 337,46977x + 770773,92339$	$R^2 = 0,81603$ $F_{\text{розрах}} = 39,32$	0,8581
Ва	$y = 54357,12130x^{0,45111}$	$R^2 = 0,8557$ $F_{\text{розрах}} = 39,32$	0,8684
ПВн	$y = 597453,32134e^{0,00065x}$	$R^2 = 0,93520$ $F_{\text{розрах}} = 129,88$	0,9417
ПВп	$y = -0,26541x^2 + 2601,21744x + 739315,82271$	$R^2 = 0,94294$ $F_{\text{розрах}} = 148,82$	0,9708

Графічне представлення динаміки та лінії тренду щодо визначених вагомих показників відображено на рис. 3.12 – 3.15.

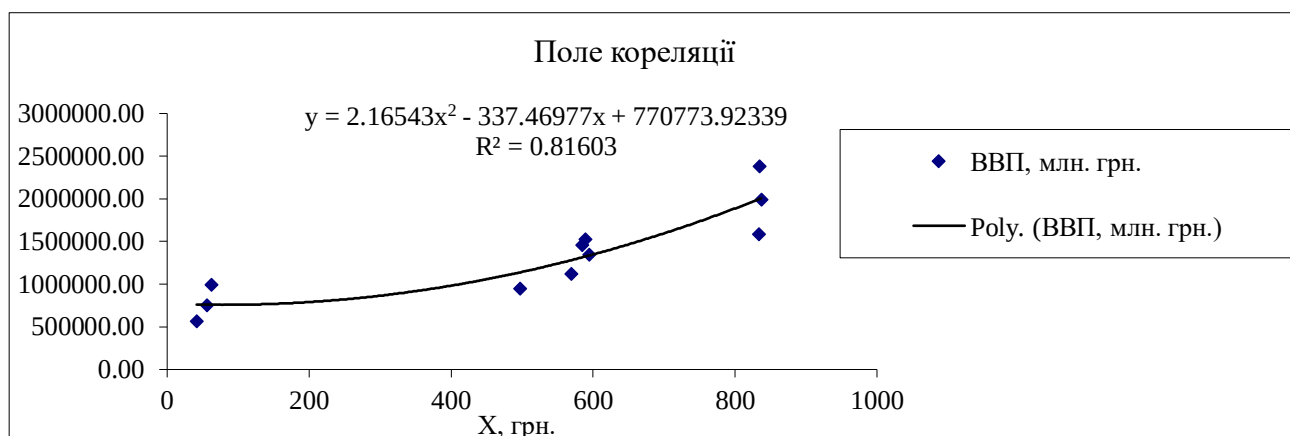


Рис. 3.12. Динаміка та лінія тренду впливу кількості учасників недержавних пенсійних фондів на ВВП України

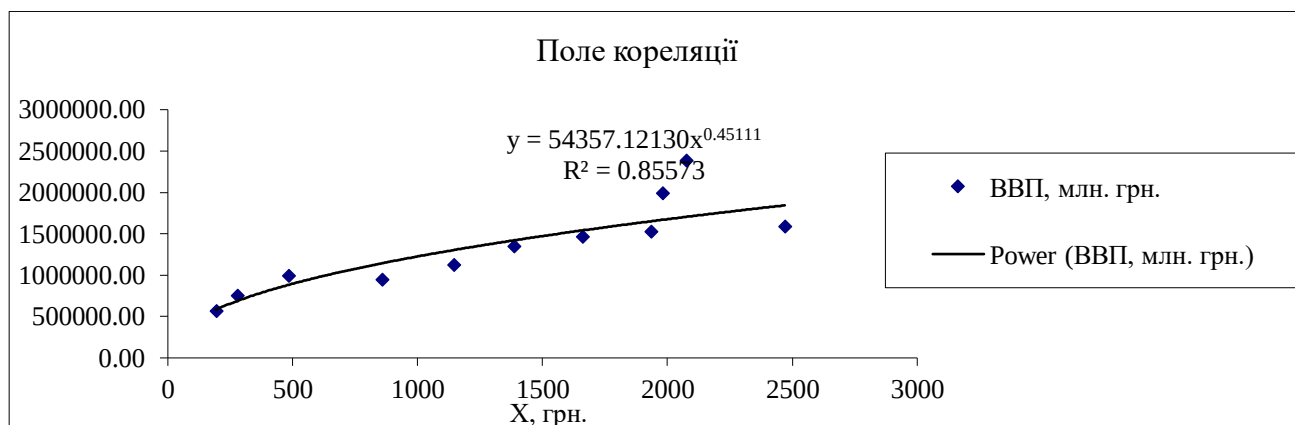


Рис. 3.13. Динаміка та лінія тренду впливу вартості активів недержавних пенсійних фондів на ВВП України

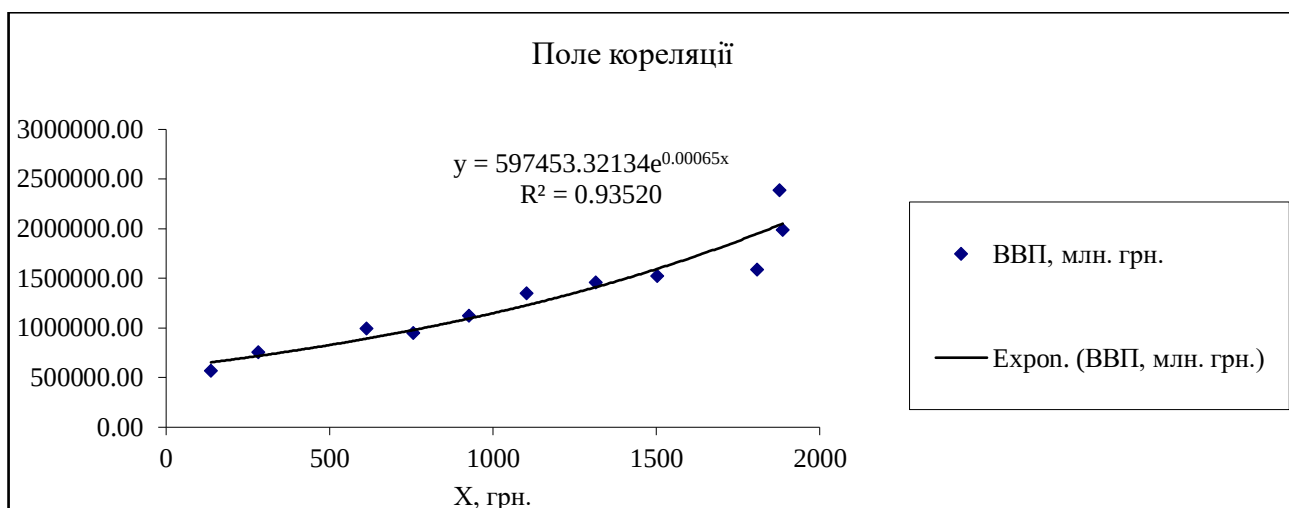


Рис. 3.14. Динаміка та лінія тренду впливу пенсійних внесків на ВВП України

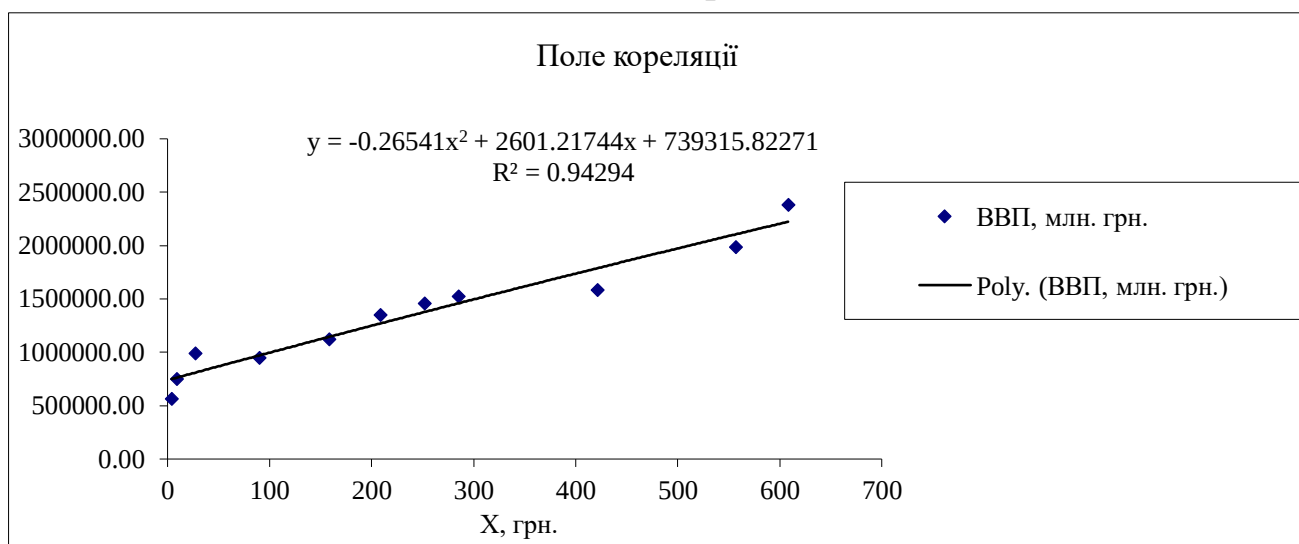


Рис. 3.15. Динаміка та лінія тренду впливу пенсійних виплат на ВВП України

Характеризуючи значення коефіцієнта кореляції, слід зазначити, що зв'язок між X та Y є прямим, оскільки $r[x; y] > 0$, та сильний, бо $0,7 < |r[x; y]| < 1$.

Наступним етапом є врахування впливу на валовий внутрішній продукт України структурної динаміки активів небанківських фінансових посередників, серед яких страхові компанії, кредитні спілки, ломбарди та інститути спільного інвестування. Результатом здійсненого нами регресійного аналізу на основі даних табл. 3.7 стали низькі коефіцієнти перевірки моделі на адекватність, зокрема $R^2 = 0,3$; розрахунковий критерій Фішера = 0,2579, що є значно нижчим рівня

нормативних значень. Виходячи з цього, є всі підстави стверджувати, що дана модель не може бути використана у подальшому аналізі.

Таблиця 3.7

**Вартісний обсяг активів небанківських фінансових посередників
України у 2005-2018 рр., млн грн [319; 317; 318; 199]**

Рік	Страхові компанії	Кредитні спілки	Ломбарди	Інститути спільного інвестування*	Усього
2005	20920,1	1939,5	417,6	6903,8	30181,0
2006	23994,6	3241,0	460,8	17145,0	44841,4
2007	32213,0	5261,0	335,6	40780,0	78589,6
2008	41930,5	6064,9	525,3	63259,0	111779,7
2009	41970,1	4218,0	618,9	82541,0	129348,0
2010	45234,6	3432,2	888,2	105867,0	155422,0
2011	48122,7	2386,5	1203,8	126790,0	178503,0
2012	56224,1	2656,9	1558,4	157201,0	217640,4
2013	66387,5	2598,8	1518,6	177523,0	248027,9
2014	70261,2	2338,7	1710,3	206358,0	280668,2
2015	60729,1	2064,3	2218,6	236177,0	301189,0
2016	56075,6	2032,5	3317,7	230304,0	291729,8
2017	57381,0	2169,8	3763,7	275522,0	338836,5
2018	63493,0	2352,4	3721,3	296765,0	363979,3

* - активи визнаних інститутів спільного інвестування в управлінні

Проведений двофакторний аналіз за показниками структурної динаміки активів небанківських фінансових посередників підтвердив відсутність взаємозв'язку між ВВП та незалежними змінними групи (табл. 3.8). Інакше кажучи, діяльність небанківських фінансових посередників в Україні характеризується украй незначними масштабами, не здатними справити будь-якого вагомого впливу на динаміку валового внутрішнього продукту нашої держави. І це при тому, що їх загальна кількість на порядок перевищує кількість вітчизняних банківських установ і вони володіють широкими можливостями щодо концентрації фінансових ресурсів способом акумулювання страхових внесків і грошового капіталу невеликих інвесторів, їх депозитного й професійного обслуговування тощо. Результатом проведеного аналізу впливу групових показників, що характеризують розвиток фінансового ринку на ВВП України стало обґрунтування, що саме

показники діяльності вітчизняної банківської системи є найбільш вагомими щодо внеску у змінний фактор У.

Таблиця 3.8

Результати двофакторної регресії впливу показників структурної динаміки активів небанківських фінансових посередників на ВВП України

Фактор	Рівняння, що найбільш повно описує взаємозв'язок фактору та ВВП	Показники перевірки моделі на адекватність	Коефіцієнт кореляції
Страхові компанії, млн. грн.	$y = -0,02140x^2 + 1418,01261x - 19999957,29539$	$R^2 = 0,37383$ $F_{\text{розрах}} = 3,65$	-0,0571
Кредитні спілки, млн. грн.	$y = 520,09823x + 163978,0042$	$R^2 = 0,13147$ $F_{\text{розрах}} = 0,98$	0,362588
Ломбарди, млн. грн.	$y = 1,04758x^2 - 3358,91918x + 3582998,78392$	$R^2 = 0,10301$ $F_{\text{розрах}} = 0,689$	-0,02828
Інститути спільного інвестування, млн. грн.	$y = 34430,35271x^{0,32826}$ $R^2 = 0,23448$	$R^2 = 0,23448$ $F_{\text{розрах}} = 1,83$	-0,00863

Усі показники групи є суттєвими, а рівняння багатфакторного і двофакторного регресійного аналізу характеризуються доволі високими довірчими коефіцієнтами. Що стосується основних показників структурної динаміки активів небанківських фінансових посередників, то жоден з них не є значимим щодо впливу на валовий внутрішній продукт України. Серед показників діяльності недержавних пенсійних фондів нашої держави лише кількість укладених пенсійних контрактів не має впливу на результуючий показник ВВП, тоді як вплив кількості учасників недержавних пенсійних фондів, вартості їх активів, пенсійних внесків та пенсійних виплат є значним та підтверджений економіко-математичним моделюванням.

Таким чином, системна інтеграція фінансового ринку України у глобальний економічний простір вимагає реалізації ефективної національної фінансової політики. Вона має базуватись, на нашу думку, на універсальних щодо міжнародних стандартів принципах, а саме: захист національних інтересів, верховенство міжнародного фінансового права, відкритість, транспарентність, прогнозованість та недискримінація іноземних суб'єктів. Водночас національна фінансова політика України вимагає *реалізації комплексу заходів*, спрямованих насамперед на системне реформування банківської системи та її інноватизацію та здатних забезпечити виконання вітчизняними банками іманентних їм за природою функцій щодо акумулювання й розподілу в економіці капітальних ресурсів, безперебійного ринкового обігу

грошового капіталу, надання необхідних фінансово-кредитних ресурсів приватним особам та суб'єктам господарювання усіх форм власності, а також створення необхідних інституційних й організаційно-економічних умов для нагромадження заощаджень та інвестування коштів у національній економіці. Вони полягають у:

- диверсифікації банківських продуктів способом впровадження інновацій у сегменті цифрового банкінгу, перенесення більшої частини банківських операцій в онлайн-сегмент, реалізації прямих банківських операцій, дистанційних операцій за допомогою мобільних телефонів, факсу, персональних комп'ютерів тощо;

- кардинальному нарощуванні капіталізації вітчизняної банківської системи у відповідності до вимог Національного банку України щодо достатності банківського капіталу до рівня 500 млн грн на період до 11 липня 2024 р. (Постанова правління НБУ №242 від 07.04.2016 р. [323]). Нарощування капіталізації українських банків може відбуватись у різний спосіб, а саме: шляхом об'єднання капіталу і злиття невеликих за розміром банків, заснування банківських об'єднань (холдингових груп, банківських корпорацій тощо), збільшення капіталу за рахунок прибутку, випуску акцій власної емісії, емісії банківських облігацій, депозитних сертифікатів та єврооблігаційних інструментів [312, с. 45];

- поступовому приведенні у відповідність до європейських стандартів діючих в Україні систем управління банківськими ризиками; корпоративного управління; захисту прав кредиторів, позичальників й інвесторів; а також санації, реорганізації і ліквідації банків. Дана конвергенція (разом з іншими нормами щодо страхування, ринку цінних паперів та системи управління активами) охоплює значну кількість нормативно-правових актів Європейського Союзу, передбачених Додатком XVII-2 до Угоди про асоціацію між Україною і ЄС, та включає (згідно ст. 127 Угоди) імплементацію у вітчизняну регуляторну практику низки взаємно узгоджених міжнародних стандартів, зокрема, «Основних принципів ефективного банківського нагляду» (розроблених Базельським комітетом); «Основних принципів страхування» (Міжнародної асоціації органів нагляду за страховою діяльністю); «Цілей та принципів регулювання обігу цінних паперів» (Міжнародної організації комісій з цінних паперів); Угоди ОЕСР про обмін інформацією з питань оподаткування; «Сорока рекомендацій» та «Дев'яти спеціальних рекомендацій стосовно боротьби із фінансуванням тероризму» (Групи з розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей) [321, с. 141];

- зменшенні державної власності (до рівня не вище 10% сукупного банківського капіталу) та нарощуванні частки іноземного капіталу в українській банківській системі з урахуванням ризик-профілю іноземних банків, їх ділової репутації, масштабів операцій, транспарентності діяльності, а також географічної структури капіталу й якості активів [231, с. 984];

- імплементації у вітчизняну банківську практику міжнародних регуляторних вимог Базель III (достатність капіталу, скоригованого на ризик активів на рівні 10,5-16,5%, мінімальний розмір власного капіталу на рівні 8% плюс, буфер запасу капіталу – 2,5%, антициклічний буфер капіталу – від 0 до 2,5%, буфер капіталу – від 0 до 3,5% для системно важливих банків, буфер системного ризику – від 0 до 3-5%) [321, с. 141]. При цьому українські малі та середні банки можуть бути звільнені від дотримання додаткових вимог щодо резервування капітальних ресурсів, яке повинно застосовуватись виключно в умовах настання надзвичайних ситуацій на основі застосування відповідних методологічних прийомів;

- імплементації якісно нової монетарної політики Національного банку України, спрямованої на реформування діючої системи управління ліквідністю вітчизняної банківської системи. Йдеться насамперед про перехід з домінуючих нині інструментів овернайт та двотижневих депозитних сертифікатів НБУ (що характеризуються високими процентними ставками, а отже – активно використовуються для акумулювання ліквідних ресурсів) на проведення Національним банком дискреційної монетарної політики. Остання передбачає насамперед проведення НБУ операцій РЕПО (з державними облігаціями, короткостроковими і середньостроковими депозитними сертифікатами), тендерних та інших операцій на відкритому ринку (операцій на регулярній основі (*Basic open market operations*)), операцій тонкого налаштування (*Fine-tuning operations*), структурних операцій регулювання ліквідності, спрямованих на стимулювання банківського кредитування реального сектору економіки); оптимізацію інструментальної структури, процентних ставок і вартісних обсягів монетарних операцій НБУ; валютну стабілізацію і структуру операцій монетарної політики;

- радикальному вирішенні одного з ключових питань вітчизняної банківської системи – проблемних кредитів – на основі механізмів реструктуризації боргових зобов'язань банків, підвищення якості їх корпоративного управління та зміцнення конкурентних позицій [307, с. 282, 283, 289] на внутрішньому і міжнародному ринках;

- запровадженні в Україні правил ведення бухгалтерського обліку операцій банків з урахуванням нормативних вимог п'яти директив Європейського Союзу (зазначених у Доповненні XVII-2 до Угоди про асоціацію між Україною і ЄС), що визначають загальні правила підготовки річної звітності банківських та інших фінансових установ [321, с. 143];

- впровадженні системи функціональної спеціалізації вітчизняних банківських установ з їх поділом на чотири групи банків: ощадних (що здійснюватимуть операції кредитування уряду і комерційних банків за згодою НБУ); експортно-імпортних банків (що спеціалізуватимуться на фінансуванні експортного виробництва високотехнологічних товарів та імпортних операцій з постачання продукції критичного імпорту); інвестиційних банків (діяльність яких має бути спрямована на фінансове забезпечення програм і проектів регіонального, і муніципального розвитку та розбудови вітчизняних інфраструктурних мереж); а також земельних банків (котрі спеціалізуватимуться на фінансово-інвестиційній та кредитній підтримці українського агропромислового комплексу).

З огляду на загалом низьку ліквідність та капіталізацію вітчизняного фондового ринку *стратегічні вектори його розбудови* у глобальному фінансовому просторі пов'язуються насамперед з реалізацією комплексу заходів щодо:

- кардинального переорієнтування функціональних компетенцій фондового ринку із забезпечення власне ринкового перерозподілу прав власності на об'єкти інвестування на акумулювання й перерозподіл інвестиційних ресурсів в економіці способом приватизації державного майна, його прямий продаж на відкритих і транспарентних конкурсах, акціонування об'єктів державної власності та продажу на фондовій біржі пакетів їх акцій на загальну суму до 25% вартості статутного капіталу компаній [347, с. 381];

- формування розгалуженої на функціональному і географічному рівнях національної депозитарно-клірингової системи способом об'єднання на інституційних майданчиках загальнонаціональної фондової біржі та центрального депозитарію корпоративних цінних паперів діючих на сьогодні інститутів українського фондового ринку;

- ухвалення нормативно-правових актів, що унормовуватимуть сек'юритизаційні операції з фінансовими активами, на основі емісії цінних паперів,

що мають забезпечення у формі ліквідних фінансових активів, та конверсії фінансових зобов'язань емітентів у боргові і пайові цінні папери [347, с. 381];

- широкого впровадження у господарську практику суб'єктів інвестиційних процесів інноваційних фінансових інструментів, здатних забезпечити дисперсію їх фінансових ризиків, а саме: похідних інструментів, інструментів страхування фінансових, кредитних і валютних ризиків тощо;

- приведення у відповідність до стандартів Європейського Союзу діючої в Україні системи корпоративного управління у частині проведення операцій злиттів і поглинань компаній на основі механізмів «сквіз-аут» та «сел-аут»; купівлі простих акцій тими акціонерами, котрі володіють понад 75% голосуючих акцій фірм [325];

- впровадження в Україні діючого в ЄС регуляторного режиму щодо проведення економічними агентами третіх країн інвестиційних фондових операцій з використанням інших торговельних систем на умовах надання їм єдиного дозволу на проведення операцій у межах Європейського Союзу. Базовим документом, який має бути в обов'язковому порядку ратифікований у нашій державі, є Директива про ринки фінансових інструментів 2004/39/ЄС, яка у подальшому має бути доповнена ратифікацією директив 2006/73/ЄС, 2003/71/ЄС (що унормовує правила публікації проспектів емісії цінних паперів та 2003/6/ЄС (забезпечує контролювання інсайдерських операцій);

- імплементації європейських норм і комплексних правил щодо регулювання ринкового обігу похідних фінансових інструментів у відповідності з вимогами Регламенту щодо позабіржових похідних інструментів, центральних контрагентів та торгових репозиторіїв 648/2012/ЄС [321, с. 144]. Це дасть змогу створити в Україні загальнонаціональну інформаційну базу щодо реалізованих на вітчизняному фондовому ринку операцій з похідними фінансовими інструментами та забезпечити необмежений доступ до неї регуляторних і наглядових органів;

- диверсифікації продуктової лінійки інструментів послуг довірчого управління інвестиційних компаній на основі запуску ринкового обігу структурованих продуктів способом комбінування у певних пропорціях інвестиційних інструментів різних класів (облігаційних інструментів з ф'ючерсами, опціонів з акціями тощо);

- надання права вітчизняним інституціональним інвесторам застосовувати у своїх фінансових операціях похідні цінні папери у цілях хеджування власних інвестиційних портфелів, сформованих на спот-ринку, з вимогою утримання при

цьому лише коротких позицій у вартісному обсязі, не більшому розміру сукупної позиції на ринку акцій з урахуванням кредитного плеча [352, с. 25];

- формування в Україні законодавчої бази, зорієнтованої на посилення захисту прав міноритарних інвесторів і власників корпоративних облігацій з наданням останнім права щодо розширення видів облігаційних інструментів (біржових, концесійних та ін.), проведення зборів власників облігацій та погодження ними управлінських рішень емітентів щодо операцій з їх активами у разі настання будь-яких проблем з виконанням ними своїх боргових зобов'язань за облігаційними інструментами;

- нормативно-правового унормування дій емітентів і власників корпоративних облігацій у випадку дефолтів, реструктуризації боргових зобов'язань, конвертації облігаційних інструментів тощо;

- інституційного й організаційно-економічного забезпечення продажу на українських фондових біржах пакетів акцій державних підприємств сукупною вартістю до 25% їх статутного капіталу;

- стимулювання з боку держави розвитку іпотечних цінних паперів на основі нарощування обсягу їх ринкового пропонування, розбудови відповідної ринкової інфраструктури, розширення функціональних повноважень Державної іпотечної установи у статусі оператора вторинного сегменту іпотечного ринку [347, с. 381];

- активізації процесів концентрації і централізації торговельних операцій з корпоративними цінними паперами вітчизняних емітентів на організованому ринку з погодженням механізмів державної політики у сфері регулювання фондового ринку з інструментарієм грошово-кредитної, валютної, фіскальної і бюджетної політик;

- удосконалення діючої системи оподаткування операцій з фондовими активами на основі надання інвесторам можливості включати до витратних статей усіх пов'язаних з інвестуванням накладних витрат (комісійних винагород бірж, брокерів, зберігачів тощо) та імплементації у практику інвестиційної діяльності інструменту сальдування операцій між спотовим та строковим ринками з метою надання інвесторам можливості «перекривання» збитків за відкритими позиціями на ринку акцій прибутками за операціями з ф'ючерсними чи опціонними інструментами [352, с. 25];

- приведення у відповідність до міжнародних стандартів діючої системи фінансової звітності українських емітентів цінних паперів та ін.

І, нарешті, ефективна інтеграція України у глобальний фінансовий простір є неможливою без *розбудови розгалуженої системи небанківських інститутів фінансового посередництва* у напрямі:

- приведення у відповідність до міжнародних стандартів і європейського законодавства чинних норм щодо регулювання діяльності небанківських фінансових посередників, зокрема, у частині диверсифікації інвестиційних вкладень й інвестиційних інструментів, доступних інститутам спільного інвестування;

- удосконалення діючих в Україні стандартів розкриття компаніями з управління активами інформації про свою діяльність та посилення вимог щодо системи їх корпоративного управління з метою забезпечення транспарентності діяльності компаній та адекватного оцінювання ними вартісних параметрів активів різних категорій;

- диверсифікації інструментальної структури фінансових продуктів, придатних для здійснення недержавними пенсійними фондами інвестиційних операцій, а також полегшення їх доступу до фінансових ресурсів іноземних інвесторів з розширенням частки іноземних цінних паперів в інвестиційних портфелях фондів;

- ухвалення закону про конвертацію частини обов'язкових пенсійних внесків українського населення до недержавних пенсійних фондів зі спрямуванням 50% їх загальної суми до державної пенсійної системи, а решти 50% – до НПФ;

- надання недержавним пенсійним фондам тимчасового права на вкладення залучених грошових коштів у високоякісні фінансові інструменти, емітовані урядами іноземних держав та висококонкурентними й відомими у світі компаніями акціонерної форми власності;

- формування висококонкурентного середовища на вітчизняному ринку недержавного пенсійного забезпечення шляхом доступу на нього відомих іноземних компаній з управління активами [338, с. 143];

- проведення широкої роз'яснювальної роботи серед українського населення на предмет економічного змісту, суспільного значення і конкурентних переваг накопичувальної системи пенсійного забезпечення, а також популяризації вкладень його заощаджень у фінансові інструменти інститутів спільного інвестування [211, с. 31];

- заснування в Україні спеціальних фондів компенсування втрат інвестиційних капіталовкладень (з відповідним правовим унормуванням їх правового статусу, сфер

діяльності, обмежень щодо розміщення фінансового капіталу та порядку управління) з наділенням їх функціональними повноваженнями у сфері здійснення компенсаційних виплат інвесторам, котрі втратили свої вкладення у результаті банкрутства інвестиційних посередників. Це забезпечить значне підвищення довіри широких верств населення до інструментів фондового ринку, активізацію їх операцій на фондових майданчиках, нарощування масштабів інвестиційного фінансування реальної економіки, зростання кількісної структури учасників інститутів спільного інвестування і клієнтської бази фінансових посередників небанківського сектору;

- запровадження у практику державного регулювання ринку небанківських фінансових послуг його дворівневої системи з одночасним існуванням двох незалежних регуляторів. Перший з них має перебувати у складі Національного банку України та здійснювати пруденційне регулювання і нагляд за фінансовими інститутами, а другий – підпорядковуватись Міністерству фінансів та здійснювати належний захист прав інвесторів і споживачів фінансових послуг. Подібна модель забезпечить ефективний консолідований нагляд за діяльністю вітчизняних фінансових установ, створення їх єдиного реєстру, уніфікацію та зменшення обсягів звітної інформації, а також підвищення рівня захисту прав усіх учасників ринку небанківських фінансових послуг;

- формування загальнонаціональної інформаційної бази щодо фінансових результатів діяльності учасників вітчизняного ринку небанківських фінансових послуг (вартості чистих активів, прибутків, збитків, розміру доходів акціонерів тощо), перспективних трендів його розвитку, регуляторної діяльності системи наглядових органів, рівня відповідності реальної вартості їх послуг поточній ціновій кон'юктурі, відображеній у рекламних інформаційних джерелах;

- широкого інформування населення щодо реальних ризиків та діючої системи захисту прав споживачів небанківських фінансових послуг; залучення засобів масової інформації до проведення роз'яснювальної роботи з найважливіших питань взаємодії українських громадян з небанківськими фінансовими посередниками, зокрема, у випадках виникнення різного роду спірних питань щодо виконання ними своїх контрактних зобов'язань перед споживачами [327];

- імплементації у фінансову практику норм Директиви ЄС 2009/138/ЄС «Про початок і здійснення діяльності у сфері страхування і перестрахування» (відомої також під назвою «Платоспроможність II»), діючих в Євросоюзі правил щодо страхових

посередників (2002/92/ЄС – IMD II) та Директиви 2009/103/ЄС «Про страхування моторних транспортних засобів» [321, с. 143];

- підвищення рівня законодавчого захисту прав страхувальників із забезпеченням еквівалентних і транспарентних умов діяльності усіх професійних операторів ринку страхових послуг, незалежно від їх спеціалізації, форми власності, вартості капіталу й активів;

- впровадження систем пруденційного нагляду і ризик-менеджменту діяльності страхових компаній із запровадженням нормативних вимог до розміру їх регулятивного капіталу;

- розвитку системи звітності і рейтингування страхових компаній з метою мінімізації ризиків представлення ними недостовірних інформаційних даних та унеможливлення ведення страховими компаніями фіктивної діяльності;

- забезпечення активної державної підтримки розвитку спеціальної професійної освіти у сфері підготовки висококваліфікованих кадрів для страхової діяльності – страхових агентів, андерайтерів, актуаріїв, страхових інженерів та страхових детективів [344, с. 143-144].

Підбиваючи підсумок, відзначимо, що реалізація зазначених заходів щодо розвитку національного банківського, фондового і небанківського секторів здатна забезпечити ефективну інтеграцію фінансового ринку України у глобальний фінансовий простір та забезпечення виконання фінансовими інститутами притаманних їм за природою функціональних повноважень щодо акумулювання і перерозподілу в економіці фінансового капіталу.

Висновки до розділу 3

1. Міжнародний валютний фонд за період свого існування зарекомендував себе як важливий інститут глобального фінансового менеджменту, реалізуючи одночасно регуляторні, кредитно-фінансові та консультаційні функції у сфері міжнародних валютно-фінансових відносин, реалізації країнами-членами монетарної політики та стимулювання міждержавного валютного співробітництва. З метою забезпечення глобальної фінансової стабільності функціональні повноваження МВФ як головного органу глобального фінансового управління та кредитора останньої інстанції у глобальних умовах мають бути суттєво розширені і включати комплекс заходів. Він

включає, зокрема, здійснення регулярного моніторингового контролю за процесами транскордонного руху капітальних ресурсів, діагностику процесів нагромадження глобальних валютних резервів та їх країнової структури, розроблення й імплементацію у регуляторну практику надійної й об'єктивної системи глобальних показників ліквідності з урахуванням системного впливу факторів глобальної фінансової нестабільності, посилення відкритості внутрішнього документообігу МВФ, значне спрощення бюрократичних процедур отримання державами його кредитних ресурсів, наділення Міжнародного валютного фонду функціями щодо координування процесу банкрутства держав-боржників і здійснення перерозподілу сфер впливу країн-учасниць у межах самої організації, докорінний перегляд країнових квот у статутному капіталі МВФ, зменшення кількісного складу Виконавчої ради фонду, запровадження системи голосування кваліфікованою більшістю та ін.

2. Реформування Групи Світового банку має здійснюватися у напрямі запровадження на її інституційній платформі солідарної системи глобального фінансового управління. Вона має базуватись на сучасній парадигмі міжнародного фінансового порядку та включати комплекс інституційних й організаційно-економічних заходів: здійснення системного моніторингу й комплексного оцінювання взаємовпливу національних фінансових ринків й фінансових параметрів світового господарства; розбудову глобальної системи довготермінового фінансового планування і страхування фінансових ризиків; виявлення системних фінансових ризиків, що нагромаджуються у різних структурних сегментах національних, регіональних і світової фінансових систем; впровадження наднаціональної системи прогнозування світових фінансових криз та розроблення глобальної пруденційної політики; формування резервних, страхових і стабілізаційних фондів наднаціонального рівня; реформування системи компенсаційного фінансування способом об'єднання офіційних валютних резервів різних країн на регіональному і наднаціональному рівнях та ін.

3. Системна гіперфінансіалізація світового господарства спричиняє об'єктивну потребу етапної трансформації світової валютної системи у глобальну модель. Її функціонування має базуватись на еклектичному поєднанні окремих найбільш конструктивних елементів сценаріїв наднаціонально орієнтованої, мультивалютної, діджиталізованої та золото-ремонетизованої валютних систем, здатних забезпечити економію трансакційних витрат економічних агентів на проведення розрахункових

операцій, високу надійність здійснюваних трансакцій та підвищення ефективності управління офіційними золотовалютними резервами країни.

4. Здійснена оцінка ступеня впливу діяльності вітчизняної банківської системи на динаміку валового внутрішнього продукту нашої держави (у розрізі показників щодо кількості діючих банків, чистих загальних активів банків, вартісного обсягу банківських пасивів, частки іноземного капіталу у статутному капіталі банків, відношення активів банків до ВВП) демонструє найбільший вплив на зростання валового внутрішнього продукту показників кількості діючих банків та відношення активів банку до ВВП, за одночасного негативного значення коефіцієнтів пасивів банків та частки іноземного капіталу у статутному капіталі банку. Серед показників діяльності недержавних пенсійних фондів нашої держави лише кількість укладених пенсійних контрактів не має впливу на результуючий показник ВВП, тоді як вплив кількості учасників недержавних пенсійних фондів, вартості їх активів, пенсійних внесків та пенсійних виплат є значним та підтверджений економіко-математичним моделюванням. Водночас проведений двофакторний аналіз за показниками структурної динаміки активів небанківських фінансових посередників підтвердив відсутність взаємозв'язку між ВВП та незалежними змінними групи.

5. Умови фінансового глобалізму актуалізують проблематику ефективної інтеграції фінансового ринку України у глобальний економічний простір та забезпечення виконання фінансовими інститутами притаманних їм за природою функціональних повноважень. У даному контексті пріоритетними напрямками його реформування є: формування розгалуженої на функціональному і географічному рівнях національної депозитарно-клірингової системи; приведення у відповідність до стандартів Європейського Союзу діючої в Україні системи корпоративного управління у частині проведення операцій злиттів і поглинань компаній; кардинальне нарощування капіталізації вітчизняної банківської системи; удосконалення діючої системи оподаткування операцій з фондовими активами; надання недержавним пенсійним фондам тимчасового права на вкладення залучених грошових коштів у високоякісні фінансові інструменти; заснування в Україні спеціальних фондів компенсування втрат інвестиційних капіталовкладень та ін.

Основні результати розділу опубліковані у роботах автора [256, 258, 260, 261, 262].

ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі здійснено теоретичне узагальнення та запропоновано нове вирішення наукової задачі щодо механізмів глобальних трансформацій фінансових ринків у парадигмі міжнародного економічного порядку. Це дало автору змогу сформулювати ряд висновків теоретичного та практичного значення:

1. Практично з самого початку формування фінансових ринків у період завершення аграрного перевороту і первинного нагромадження капіталу у XIV – XVIII ст. вони стали об'єктом наукового осмислення багатьох зарубіжних і вітчизняних учених, котрі розглядали процеси їх становлення й еволюційного розвитку через призму промислової революції, поглиблення суспільного поділу праці і формування промислового капіталізму. Як продукт історичного розвитку світового господарства, фінансові ринки зазнавали постійних трансформаційних змін як за речовим змістом, так і суспільними формами прояву у відповідності до дії головних трендів розвитку міжнародної економічної системи. Вступ світогосподарської системи у глобальну фазу розвитку генерує якісно нові чинники і фактори фінансової нестабільності, що вимагає розроблення міждисциплінарної методології дослідження фінансових ринків. Це передбачає кардинальну трансформацію теоретичного арсеналу дослідження фінансових ринків у напрямі конвергенції окремих елементів фінансових теорій в єдину, всезагальну теорію фінансових ринків. Найбільш продуктивним у поясненні природи фінансових ринків і закономірностей їх розвитку у глобальних умовах є, з одного боку, еkleктичне поєднання найбільш конструктивних елементів існуючих фінансових теорій, а з другого – значне урізноманітнення методологічного інструментарію на основі розробки нелінійної методології дослідження ринків фінансового капіталу. Саме такий підхід здатен найкращим чином пояснити ключові векторні мегатренди розвитку фінансових ринків в епоху глобалізації, а також об'єктивні передумови зростаючих його транскордонних потоків у сучасних умовах.

2. Еволюція міжнародного фінансового порядку за своєю природою, рушійними силами, векторною спрямованістю і механізмом розвитку на усіх етапах світогосподарського поступу яскраво викристалізовує системні трансформації національних грошово-кредитних систем та їх конкурентну диспозицію на фінансовій карті світу з пріоритетною роллю того чи іншого фінансового механізму трансформації сукупних заощаджень капіталу у сукупні інвестиційні ресурси. Він

реалізуються, з одного боку, важелями грошово-кредитної і фінансової політики держав-лідерів, а з другого – механізмами міжнародної економічної політики, що імплементуються на інституційній платформі міжнародних валютно-кредитних і фінансових організацій.

3. У своєму розвитку міжнародний фінансовий порядок еволюціонував від найпростішої колоніальної моделі (до періоду наднаціональної інституціоналізації міжнародної валютної системи 1867 р.) до Британського фінансового порядку (Паризька і Генуезька валютні системи) з наступним переходом до Американського фінансового порядку (Бреттон-Вудська і Ямайська валютні системи). Еволюційні зміни міжнародного фінансового порядку відбивають за своєю природою конкурентне лідерство країн у світогосподарській системі, що детермінується у тому числі їх конкурентною боротьбою за право необмеженої емісії ключових резервних валют та контроль над міжнародними грошово-кредитними і фінансовими відносинами. Сучасний фінансовий формат міжнародного економічного порядку розвивається у пост-Бреттон-Вудському форматі, що характеризується переходом від моноцентризму до мультиполярності з тимчасовим відновленням ролі монетарних металів.

4. Умови формування глобальної моделі міжнародного фінансового порядку характеризуються динамічними трансформаційними змінами світової банківської індустрії. Вони пов'язані з її динамічною інтернаціоналізацією, диверсифікацією банківських послуг й ускладненням технологій їх продукування, посиленням концентрації і консолідації банківського капіталу, зростанням рівня прибутковості і ризикованості банківського бізнесу, падінням рівня дохідності банківських активів і власного капіталу, зниженням частки непроцентних доходів у загальних доходах банків, підвищенням частки банківського капіталу у загальних активах тощо. Поглиблення інтернаціоналізації банківської діяльності супроводжується не тільки зростанням вартісних обсягів транскордонних банківських операцій та частки прибутків від них, але й суттєвими змінами мотиваційних стимулів міжнародних трансакцій. Якщо у 1970-1990-х роках інтернаціоналізація була пов'язана зі стремлінням банків здійснювати високопрофесійне банківське обслуговування зарубіжних підрозділів своїх клієнтів з числа багатонаціональних корпорацій, то на сьогодні – забезпечувати диверсифікацію пропонованих споживачам банківських продуктів і послуг.

5. Ключові трансформаційні тренди розвитку світового фондового ринку відбивають поглиблення його інтеграційних процесів та посилення організаційно-економічної, інституційно-регуляторної і технологічної конвергенції його національних підсистем. Вони набувають свого концентрованого вираження у нарощуванні кількісних масштабів транскордонного руху інвестиційного і кредитного капіталів, диверсифікації інструментальної структури фондового ринку, динамічному розвитку фінансового інжинірингу, регіональній і функціональній конвергенції фондових ринків, впровадженні алгоритмізованої і високочастотної торгівлі фондовими активами, системній автоматизації процесу їх ринкового обігу, активному використанні інтернет-трейдингу та ін. Це формує усталені передумови для оперативного вирішення емітентами фондових активів найбільш актуальних проблем щодо диверсифікації джерел фінансування господарської діяльності, у тому числі за рахунок міжнародних ресурсів.

6. У сучасних процесах наднаціонального регулювання світогосподарського розвитку важливу роль відіграють міжнародні фінансові інститути, що реалізують цілу низку функціональних компетенцій у сфері стабілізації транскордонного руху фінансового капіталу, пом'якшення негативного впливу економічних рецесій на динаміку макроекономічного зростання країн і регіонів, підтримки процесів структурної модернізації економік різних держав, нівелювання диспропорцій їх платіжних балансів і дефіцитів державних бюджетів. Разом з тим, значне ускладнення світогосподарських процесів, посилення конвергенції національних економік, глобалізація кризових явищ та наростання глобальних фінансових дисбалансів дедалі більшою мірою виявляють нездатність діючого інструментарію міжнародних фінансових організацій забезпечити світову фінансову рівновагу, нівелювати глибокі структурні асиметрії світового фінансового ринку, згладжувати різкі коливання бізнес-активності і волатильності валютних курсів. Це вимагає докорінної реорганізації регуляторного інструментарію організацій міжнародного фінансового управління у напрямі підвищення їх відповідності масштабам і структурній динаміці глобальних фінансових трансформацій.

7. Функціональне реформування міжнародних фінансових інститутів включає в якості невід'ємного компонента розширення повноважень організацій, котрі займаються розробленням і впровадженням міжнародних стандартів у сфері фінансових послуг і корпоративного управління. Їх сучасна діяльність має бути

зорієнтована на досягнення стратегічних цілей щодо: посилення наглядового контролю за діяльністю хедж-фондів на основі обов'язкової реєстрації і розкриття повної інформації про їх операції перед контролюючими органами та конвергенції національних і міжнародних норм регулювання діяльності хедж-фондів; розроблення міжнародних стандартів регулювання і нагляду за діяльністю операторів тіньового банкінгу та ринків сировинних деривативів; модернізації існуючих міжнародних стандартів і правил звітності фінансових інститутів з урахуванням зміни ризиків їх діяльності на різних етапах національних і глобального бізнес-циклів; розроблення процедур банкрутств системно значущих фінансових інститутів та забезпечення повної транспарентності міжнародних оцінок їх діяльності та ін.

8. Умови фінансового глобалізму актуалізують проблематику ефективної інтеграції фінансового ринку України у глобальний фінансовий простір та забезпечення виконання фінансовими інститутами притаманних їм за природою функціональних повноважень. У даному контексті пріоритетними напрямками його реформування є: переорієнтація функціональних компетенцій фондового ринку із забезпечення власне ринкового перерозподілу прав власності на об'єкти інвестування на акумулювання й перерозподіл інвестиційних ресурсів в економіці; формування розгалуженої на функціональному і географічному рівнях національної депозитарно-клірингової системи; приведення у відповідність до стандартів Європейського Союзу діючої в Україні системи корпоративного управління у частині проведення операцій злиттів і поглинань компаній; зменшення державної власності в українській банківській системі; поступове приведення у відповідність до європейських стандартів діючих в Україні систем управління банківськими ризиками; корпоративного управління; захисту прав кредиторів, позичальників й інвесторів; а також санації, реорганізації і ліквідації банків; кардинальне нарощування капіталізації вітчизняної банківської системи; удосконалення діючої системи оподаткування операцій з фондовими активами; надання недержавним пенсійним фондам тимчасового права на вкладення залучених грошових коштів у високоякісні фінансові інструменти; заснування в Україні спеціальних фондів компенсування втрат інвестиційних капіталовкладень та ін.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. 15 Largest Banks In The World By Total Assets 2019 Edition. URL: <https://www.rankred.com/largest-banks-in-the-world/>
2. 2019 Banking and Capital Markets Outlook: Reimagining transformation. Deloitte Center for Financial Services, 2019.
3. 2019 Banking and capital markets trends. Why banking and capital markets transformation is all about people. Part of PwC's 22-nd Annual Global CEO Survey trends series. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/ceo-survey/2019/Theme-assets/reports/banking-capital-markets-trends-2019-report.pdf>
4. 5-Bank Asset Concentration for World. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DDOI061WA156NWDB>
5. A decade after the global financial crisis: What has (and hasn't) changed? – McKinsey Global Institute. URL: <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/a-decade-after-the-global-financial-crisis-what-has-and-hasnt-changed>
6. Afza T., Alam A. Foreign Currency Derivatives and Firm Value. European Online Journal of Natural and Social Sciences. 2016. Vol. 5. No. 1. P. 1-14.
7. Allayannis G., Weston J. The use of foreign currency derivatives and firm market value. The Review of Financial Studies. 2001. №14 (1). P. 243-276.
8. Amadeo K. Why the U.S. Dollar Is the Global Currency. The Balance, 18 April 2019. URL: <https://www.thebalance.com/world-currency-3305931>
9. Amount Outstanding of International Debt Securities for All Issuers, All Maturities, Residence of Issuer in All countries. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/IDSAMRIO3P>
10. Amounts Outstanding of International Bonds and Notes, Currency of Issue in Euro (DISCONTINUED). URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/IBANEU1AO>
11. Anderlini J. China calls for new reserve currency. The Financial Times, 23 March.
12. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2018. – IMF, 2018.

13. Arrow K. J. The Economics of Agency, in: *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston, 1985. P. 37-51.
14. Atje R., Javanovic B. Stock Markets and Development. *European Economic Review*. 1993. V. 37. P. 632-640.
15. Ayturk Y., Gurbuz A. O., Yanik S. Corporate derivatives use and firm value: Evidence from Turkey. *Borsa Istanbul Review*. 2016. №16-2. P. 108-120.
16. Baker M., R. Ruback, J. Wurgler. Behavioral Corporate Finance: A Survey. *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*. In Espen Eckbo (Ed.), 2004. P. 145-185.
17. Bankers without Borders. *Global Financial Development Report 2017/2018*. International Bank for Reconstruction and Development. The World Bank, 2018.
18. Banking in 2050. How the financial crisis has affected the long term outlook for the global banking industry? PwC. May 2011.
19. Banks in the Changing World of Financial Intermediation, November 2018. URL: <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/banks-in-the-changing-world-of-financial-intermediation>
20. Basel 4 – Emerging from the mist? KPMG, September 2013.
21. Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems. Bank for International Settlements. December 2010.
22. BIS Quarterly Review. URL: www.bis.org
23. Bludova T., Galakhova T., Tokar V. Modeling efficiency of advertising of enterprises in the conditions of the digital economy. Collective monograph. Volume 5. Economic security at risk: findings from digitalization of the national economy. Bydgoszcz. 2019. P. 186-214.
24. Bludova T., Savchuk N. Modeling the economic security of regional external trade flows. *Baltic Journal of Economic Studies*. 2017. Vol. 3, No. 5. URL: <http://www.baltijapublishing.lv/index.php/issue/article/view/262/pdf>
25. Borzenko O., Diachenko A., Galytskiy A. The experience of the leading EU countries in Contention with Shadow economy: recommendations for Ukraine Proceeding in Business and Economics by Springer Publishing ISSN 21516219 (on line) Фахове міжнародне видання, індексоване в Web of Science https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-319-74216-8_28-2018.

26. Bose N. Endogenous Growth and the Emergence of Equity Finance. *Journal of Development Economics*. 2005. V. 77. P. 173-188.
27. Britton A. *Monetary Regimes of the 20-th Century* / A. Britton. – Cambridge: Cambridge University Press, 2001.
28. Cannes Summit Final Declaration «Building Our Common Future: renewed collective action for the benefit of all». URL: <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-cannes-declaration-111104-en.html>
29. Carter W. D. The quality of mutual fund portfolio supervision. *Financial Analysts Journal*. 1950. Vol. 6. № 4. P. 32–39.
30. Cerutti E., S. Claessens, P. McGuire Systemic risks in global banking: What available data can tell us and what more data are needed? IMF Working paper. WP/11/222. Washington: IMF, 2011.
31. Chen J. Eurobond. Investopedia, 21 March 2019. URL: <https://www.investopedia.com/terms/e/eurobond.asp>
32. Chown J. F. *A History of Money. From AD 800*. London, 1994. P. 107-112.
33. Cipolla C. M. *Money, Prices, and Civilization in the Mediterranean World: Fifth to Seventeenth Century*. New York, 1967.
34. Clark J., S. Cole. *Global Simulation Models: A Comparative Study*. New York: John Wiley & Sons, 1975.
35. Cochrane J. H. A mean-variance benchmark for Intertemporal Portfolio Theory. *The Journal of Finance*. 2014. Vol. 69. № 1. P. 1-49.
36. Consolidated Foreign Claims of BIS-Reporting Banks to GDP for World. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DDOI121WA156NWDB>
37. Cooper R. N. *The Economics of Interdependence: Economic Policy in the Atlantic Community*. New York: Columbia University Press.
38. Cox R.W. *Production, Power and World Order: Social Forces and the Making of History*. New York: Columbia University Press, 1987.
39. Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER). International Monetary Fund, 28.06.2019. URL: <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>
40. Currency distribution of OTC foreign exchange turnover. URL: <https://stats.bis.org>
41. Day A. C. L. *The Future of Sterling*. Oxford, 1954.

42. Debt securities statistics. Bank of International Settlements. URL: <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>
43. Desjardins J. All of the World's Stock Exchanges by Size. Visual Capitalist, 17 February, 2016. URL: <https://www.visualcapitalist.com/all-of-the-worlds-stock-exchanges-by-size/>
44. Digital Finance for all: Powering inclusive Growth in Emerging Economies. McKinsey Global Institute, September 2016.
45. Digital Globalization: The New Era of Global Flows. – McKinsey Global Institute, March 2016.
46. Digital Globalization. Under contract with Cambridge University Press (Elements Series in International Relations). URL: <https://www.stephenweymouth.com/project/external-project/>
47. Distribution of countries with largest stock markets worldwide in 2018. Statista. The Statistics Portal. URL: <https://www.statista.com/statistics/710680/global-stock-markets-by-country/>
48. Dobbs R., Goedhart M. H. Why cross-listing doesn't create value. McKinsey & Company, McKinsey on Finance, November 2008.
49. Eichengreen B. Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition, April 2005.
50. Eichengreen B., Temin P. Fetters of Gold and Paper. NBER Working Paper 16202. 2010.
51. Eichengreen B. Global monetary order. The future of the international monetary and financial architecture. Conference proceedings. ECB Forum on Central Banking, 27-29 June 2016. Sintra, Portugal June 2016.
52. Ekelund R. B., Tollison R. D. Mercantilism as a Rent-Seeking Society: Economic Regulation in Historical Perspective. College Station, TX: Texas A&M University Press, 1981.
53. External Loans and Deposits of Reporting Banks in Relation to the Banking Sector for World. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DDOI101WA156NWDB>
54. Fama E. F., French K. R. Multifactor explanations of Asset Pricing Anomalies. *The Journal of Finance*. 1996. Vol. 51. № 1. P. 55–84.
55. Federico G., Tena-Junguito A. World trade, 1800-1938: a new data-set. *EHES Working Papers in Economic History*. No. 93, January 2016.

56. Feinstein C. H. National Income, Expenditure and Output of the United Kingdom, 1855-1965. Cambridge: Cambridge University Press, 1972.
57. Feldstein M. Is Gold a Good Hedge? / M. Feldstein // Project Syndicate, December 25, 2009.
58. Financial Sector Indicators. URL: <http://data.worldbank.org>
59. FinTech Worldwide. Statista. The Statistics Portal. URL: <https://www.statista.com/outlook/295/100/fintech/worldwide>
60. Fisher L., Lorie J. Rates of Return on Investment in Common Stock: the Year-by-Year Record, 1926-1965. *The Journal of Business*. 1968. Vol. XLI. №3. P. 291-316.
61. Friedman A. Total Markets: Making the Case for Market Structure Reform, May 2019. URL: <https://focus.world-exchanges.org/articles/totalmarkets-making-case-market-structure-reform>
62. Friedman M., Savage L. J. The Utility Analysis of Choices Involving Risk. *The Journal of Political Economy*. 1948. Vol. 56. No. 4. P. 279-304.
63. Fromlet H. Behavioural finance – theory and practical application. *Business Economics*. 2001. № 7(1). C. 50-69.
64. GDP (current US\$). URL: <https://data.worldbank.org/indicator/ny.gdp.mktp.cd>
65. Geographical distribution of OTC foreign exchange turnover. URL: <https://stats.bis.org>
66. Global Assets Management 2018: The Digital Metamorphosis. BCG, 2018.
67. Global Financial Stability Report 2014, October 2014.
68. Global flows in a digital age: How trade, finance, people, and data connect the world economy. McKinsey Global Institute, April 2014.
69. Global Governance Reform: Breaking the Stalemate / ed. by Colin I. Bradford Jr. and Johannes E. Linn. Washington, D.C.: Brooking Institution Press, 2007.
70. Global IPO trends: Q1 2019.
71. Global IPO trends: Q4 2018. EY, 2019.
72. Global IPO Watch Q4 2018. PwC, 2019.
73. Global Islamic Finance Market Growth, Trends, and Forecast (2018 - 2024). URL: https://www.researchandmarkets.com/research/csp33v/global_islamic?w=5
74. Global OTC derivatives market. Bank for International Settlements, 2019. URL: https://www.bis.org/statistics/d5_1.pdf

75. Global Shadow Banking Monitoring Report 2017. Financial Stability Board, 5 March 2018.
76. Global Syndicated Loans Review Managing Underwriters. First Nine Months 2010.
77. Global Syndicated Loans Review Managing Underwriters. Full Year 2018. Thomson Reuters, 2019.
78. Global Syndicated Loans Review Reuters: Managing Underwriters. Full Report 2017. Thomson Reuters, 2018.
79. Global Trends in Islamic Finance and the UK Market 2019. The City UK, April 2019.
80. Gold Demand Trends Full year and Q4 2018. World Gold Council, 31 January 2019.
81. Gold Demand Trends. Second quarter 2014. World Gold Council, August 2014.
82. Gold reserves by country as of June 2019 (in metric tons). Statista. The Statistics Portal. URL: <https://www.statista.com/statistics/267998/countries-with-the-largest-gold-reserves/>
83. Gourinchas P. O., Rey H. From world banker to world venture capitalist: US external adjustment and the exorbitant privilege. In: Clarida RH, ed. G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment. Chicago, University of Chicago Press: 11–66.
84. Graham B. Security Analysis / B. Graham, D. Dodd. – New York City: McGraw-Hill Education, 1934.
85. Groseclose E. Money and Man: A Survey of Monetary Experience. Norman, 1977.
86. Gupta A. K., Varga T., Bodnar T. Elliptically contoured models in statistics and portfolio theory. New York: Springer, 2013.
87. Hawley J. P. Dollars and Borders: US Government Attempts to Restrict Capital Flows 1960-1980. New York: M.E. Sharpe, 1987.
88. Heckscher E. Mercantilism. L., 1935.
89. Hilferding R. Finance Capital. A Study of the Latest Phase of Capitalist Development. Ed. Tom Bottomore. Routledge & Kegan Paul, London, 1981.

90. Hirshleifer D. Investor Psychology and Asset Pricing. *The Journal of Finance*. 2001. Vol. 56. № 4. P. 1533–1597.
91. HSBC Global Asset Management. Liquidity in Fixed Income Markets: What Lies Beneath? 2016, February. URL: <http://www.global.assetmanagement.hsbc.com/investment/macro-insights>
92. IBRD 2010 voting power realignment. World Bank, 2010.
93. IMF Financial operations 2018. Fourth Edition. Finance Department, International Monetary Fund. – Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2018.
94. IPO Watch Europe Q1 2019. PwC. 2019.
95. Islamic Financial Services Industry Stability Report 2018. Islamic Financial Services Board, 2019.
96. Karolyi G. A. What Happens to Stocks that List Shares Abroad? A Survey of the Evidence and its Managerial Implications. 1996.
97. Kenen P. Currency internationalisation: an overview. Bank for International Settlements, 2011.
98. Kenen P. The Role of the Dollar as an International Currency. New York, Group of Thirty, 1983.
99. Keynes J. M. A Tract on Monetary Reform. London: Macmillian and Co., Limited, 1923.
100. Kirshner J. Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power. Princeton, 1997.
101. Kitson M., Michie J. The Deindustrial Revolution: The Rise and Fall of UK Manufacturing, 1870-2010. Centre for Business Research, University of Cambridge. – Working Paper No. 459, June 2014.
102. Krueger A. A New Approach to Sovereign Debt Restructuring. IMF, 2002.
103. Krugman P. Republican's Lust for Gold. *New York Times*, November 13, 2013.
104. Langley P. World Financial Order. An Historical International Political Economy. London and New York, 2002.
105. Largest stock exchange operators worldwide as of May 2019, by market capitalization of listed companies (in trillion U.S. dollars). Statista. The Statistics Portal.

URL: <https://www.statista.com/statistics/270126/largest-stock-exchange-operators-by-market-capitalization-of-listed-companies/>

106. Leading banks worldwide in 2018, by revenue from investment banking (in million U.S. dollars). Statista. The Statistics Portal. URL: <https://www.statista.com/statistics/371143/leading-global-investment-banks-by-revenue/>

107. Leading stock exchanges worldwide in 2017*, by capital raised (in billion U.S. dollars). Statista. The Statistics Portal. URL: <https://www.statista.com/statistics/274140/leading-stock-exchanges-by-issuing-volume/>

108. Letwin W. The Origins of Scientific Economics: English Economic Thought 1660-1776. London: Routledge, 2003.

109. Lintner J. V. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*. 1965. Vol. 47, № 1. P. 13-37.

110. Listed domestic companies, total. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO>

111. Loans from Non-Resident Banks, Amounts Outstanding, to GDP for World. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DDOI091WA156NWDB>

112. Lopez R. S. The Dollar of the Middle Ages. *Journal of Economic History*. 1951. Vol. 11. №3. P. 209-234.

113. M&A Banking. M&A Statistics. IMAA. URL: <https://imaa-institute.org/m-and-a-by-industries/#mergers-acquisitions-industry-Banking>

114. Magee G. B. Manufacturing and technological change / G. B. Magee in R. Floud and P. Johnson (eds). The Cambridge Economic History of Modern Britain. 2004. Volume II: Economic Maturity. – Cambridge: Cambridge University Press. P. 74- 98.

115. Manufacturing the Future: The Next Era of Global Growth and Innovation. Full Report. McKinsey Global Institute, November 2012.

116. Market capitalization of banking market worldwide from 1st quarter 2016 to 1st quarter 2019 (in trillion Euros). Statista. The Statistics Portal. URL: <https://www.statista.com/statistics/265135/market-capitalization-of-the-banking-sector-worldwide-since-2004/>

117. Market capitalization of Bitcoin from 1st quarter 2013 to 1st quarter 2019 (in billion U.S. dollars). Statista. The Statistics Portal. URL: <https://www.statista.com/statistics/377382/bitcoin-market-capitalization/>
118. Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP). URL: <https://data.worldbank.org/indicator/cm.mkt.lcap.gd.zs>
119. Market capitalization of listed domestic companies (current US\$). URL: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD>
120. Markowitz H. M. Portfolio Selection. The Journal of Finance. 1952. Vol. 7, № 1. P. 77-91.
121. Matthews R. C. O., Feinstein C. H., Odling-Smee J. C. British Economic Growth, 1856-1973. Oxford: Oxford University Press, 1982.
122. Mauro P. Stock Markets and Growth. A brief caveat on precautionary savings. Economic Letters. 1995. V. 47. P. 111-116.
123. McLaughlin S. Foreign exchange liquidity in the Americas / S. McLaughlin. BIS Papers. Monetary and Economic Department. 2017. No 90.
124. Median deal size of IPO in the United States from 2005 to 2018 (in million U.S. dollars). Statista. The Statistics Portal. URL: <https://www.statista.com/statistics/251149/median-deal-size-of-ipos-in-the-united-states/>
125. Miller M., Modigliani F. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. The American Economic Review. 1958. Vol. XLVIII, June 1958. No. 3. P. 261-297.
126. Montchretien A. Et L'Economie Politique Nationale. P., 1952.
127. Monthly Reports. World Federation of Exchanges. URL: <https://www.world-exchanges.org>;
128. Moolakkattu J. S. Robert W. Cox and Critical Theory of International Relations. International Studies. 2009. №46, 4. P. 439–456.
129. New rules for an old game: Banks in the changing world of financial intermediation. McKinsey Global Banking Annual Review 2018, 2018.
130. Number of Bank Branches for World. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DDAI021WA643NWDB>

131. Number of banks offering Islamic financial services in London (UK) from 2009 to 2016, by Sharia compliancy. Statista. The Statistics Portal. URL: <https://www.statista.com/statistics/324126/uk-islamic-finance-banks-london/>

132. Number of Blockchain wallet users worldwide from 1st quarter 2016 to 1st quarter 2019. Statista. The Statistics Portal. URL: <https://www.statista.com/statistics/647374/worldwide-blockchain-wallet-users/>

133. Number of sukuk bonds (Islamic finance) traded on the London Stock Exchange from 2009 to 2016. Statista. The Statistics Portal. URL: <https://www.statista.com/statistics/324366/sukuk-issues-uk-london-stock-exchange/>

134. O'Connor J. The Fiscal Crisis of the State. New York: St Martins Press, 1973.

135. Obsfeld M., Taylor A. Globalization and Capital Markets. *Working Paper* 8846. National Bureau of Economic Research. Cambridge, March 2002.

136. Ocampo J. A. Special Drawing Rights and the Reform of the Global Reserve System. Report. Intergovernmental Group of Twenty-Four, 2010.

137. Official U.S. gold reserve since 1900. World Gold Council. URL: https://en.wikipedia.org/wiki/Gold_reserve#/media/File:Us_gold_reserves.png

138. Olsen R. A. Behavioral Finance and Its Implications for Stock-Price Volatility. *Financial Analysts Journal*. 1998. № 54. vol. 2. C. 10-18.

139. OTC foreign exchange turnover by instrument, counterparty and maturity, «net-net» basis. Daily averages, in millions of US dollars. URL: <https://stats.bis.org>

140. OTC foreign exchange turnover by instrument, counterparty and maturity in April 2016, «net-net» basis. Daily averages, in millions of US dollars. URL: <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d11.4?o=8%3ATO1%2C9%3ATO1&p=2016&c=>

141. OTC market: Official site of OTCQX, OTCQB and Pink Markets. URL: <https://www.otcmarkets.com/>

142. OTC foreign exchange turnover. Bank for International Settlements, 2019.

143. Percentage of Foreign Bank Assets Among Total Bank Assets for World. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DDOI141WA156NWDB>

144. Pollard P. S. The Creation of the Euro and the Role of the Dollar in International Markets. Federal Reserve Bank of St. Louis Review. 2001. Vol. 83, №5. P. 17-36.

145. Portfolio equity, net inflows (BoP, current US\$). URL: <https://data.worldbank.org/indicator/BX.PEF.TOTL.CD.WD>
146. Pozsar Z. Shadow banking / Z. Pozsar, T. Adrian, A. Ashcraft, H. Boesky. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, 2010. № 458.
147. Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System. New York, UN, September 21, 2009.
148. Reported gold consumption in the United States from 2008 to 2018 (in metric tons). Statista. The Statistics Portal. URL: <https://www.statista.com/statistics/248997/reported-us-gold-consumption-since-2007/>
149. Ricardo D. On the Principles of Political Economy and Taxation. Piero Sraffa (Ed.) Works and Correspondence of David Ricardo. 1951. Volume I. Cambridge University Press.
150. Ritter J. R. Behavioral Finance. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2003. Vol. 11. №4. C. 429-437.
151. Ritter J. R. Initial Public Offerings: Updated Statistics, December 31, 2018. URL: [https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2019/01/IPOs2018 Statistics_Dec.pdf](https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2019/01/IPOs2018%20Statistics_Dec.pdf)
152. Roubini: Here's Why a Gold Standard Won't Work. CNBC. November 9, 2010.
153. Ruggie J. G. International regimes, transactions, and change: embedded liberalism in the postwar economic order. *International Organization*. 1982. №36/2. P. 379-415.
154. Ruggie J. G. Reconstituting the Global Public Domain – Issues, Actors, and Practices. *European Journal of International Relations*. 2004. # 10 (4). P. 499-531.
155. Santaella J. A. Currency carry trades in Latin America. BIS Papers. Bank for International Settlements: Monetary and Economic Department. 2015. No 81.
156. Sharpe W. E., Alexander G. J., Cliffs E. Investments. 4th edition. 1990.
157. Sharpe W. F. A Linear Programming Algorithm for Mutual Fund Portfolio Selection. *Management Science*. 1967. Vol. 13, No. 7. P. 499-510.
158. Sharpe W. F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*. 1964. Vol. 19, №3. P. 425-442.
159. Sharpe W. F. Decentralized Investment Management. *The Journal of Finance*. 1981. Vol. 36, №2. P. 217-234.

160. Size of the Bitcoin blockchain from 2010 to 2019, by quarter (in megabytes). Statista. The Statistics Portal. URL: <https://www.statista.com/statistics/647523/worldwide-bitcoin-blockchain-size/>
161. Slozko O. Pelo A. Problems and risks of digital technologies introduction into e-payments. *Transformation in Business and Economics*. 2015. Vol. 14, №1(34). – P. 225–236.
162. Smith A. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. University of Chicago Press, 1977.
163. Smith C. W., Stulz R. M. The determinants of firms' hedging policies. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1985. №20 (4). P. 391-405.
164. Smith V. L. The Two Faces of Adam Smith. *Southern Economic Journal*, July 1998. №65 (1). P. 2-19.
165. Solow R. Technical change and the aggregate production function. *Rev. of Economic and Statistics*. August 1957.
166. Sowell T. Basic Economics: A Common Sense Guide to the Economy. N. Y., 2015.
167. Spahn P. B. International Financial Flows and Transactions Taxes: Survey and Options. IMF Working Paper, WP/95/60.
168. Special Drawing Right (SDR). Factsheet. International Monetary Fund, March 8, 2019. URL: <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-Drawing-Right-SDR>
169. Spiegel H. W. The Growth of Economic Thought. Third Edition, 1991. – P. 93-118.
170. Statman M. What Is Behavioral Finance. *Handbook of Finance*. 2008. vol. II,: John Wiley & Sons, Inc.: 79-84.
171. Steil B. The Battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order. Princeton: Princeton University Press, 2013. P. 132-145.
172. Stiglitz J. The Best Alternative to a New Global Currency. *Financial Times*, 31 March 2011.

173. Stocks traded, total value (current US\$). URL: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.CD>

174. Stoliarchuk Y., Turolev G., Ilnytskyy D. Global business network: off-shore model's diversification and impact. *Economics & Education*. 2020. Volume 5, Issue 2. P. 20-29.

175. Table 12: Portfolio Investment Assets: Top Ten Economies by Size of Holdings. URL: <http://data.imf.org/regular.aspx?key=32985>

176. The future of the international monetary and financial architecture. Conference proceedings. ECB Forum on Central Banking, 27-29 June 2016. Sintra, Portugal June 2016.

177. The IMF at a Glance. Factsheet, 22 March 2019. IMF. URL: <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/IMF-at-a-Glance>

178. The IMF at a Glance. Factsheet, 23 March 2016. IMF. URL: <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/glance.pdf>

179. The Pulse of Fintech 2018: Biannual global analysis of investment in fintech. KPMG, 13 February 2019.

180. The Remonetization of Gold: The Return of Real Money to Bank Balance Sheets, March 16, 2019. URL: <https://www.rethinkingthedollar.com/the-remonetization-of-gold-the-return-of-real-money-to-bank-balance-sheets/>

181. The World Bank Annual Report 2018. World Bank, 2018.

182. The world's 100 largest banks. URL: <https://platform.mi.spglobal.com/web/client?auth=inherit#news/article?id=44027195&c did=A-44027195-11060>

183. Tissot B. BIS statistics on international debt issuance. IFC-Central Bank of Armenia Workshop on External Sector Statistics, 11-12 June 2018.

184. Tobin J. A Proposal for International Monetary Reform. *Eastern Economic Journal*. July / October 1978. Volume IV. No. 34. P. 153-159.

185. Top 1000 World Banks 2018: Top 5 by Tier 1: Global. URL: <https://www.thebanker.com/Top-1000>

186. Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange and derivatives market activity in 2001. Bank for International Settlements, March 2002.

187. Truman E. The G-20 and International Financial Institution Governance. Working Paper 10-13. Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C., September 2010.
188. Update: The Forward Look and IBRD-IFC Capital Package Implementation. Report to Governors at 2019 Spring Meetings. World Bank Group, April 2019.
189. Updated IMF Quota Formula Variables – July 2018. URL: <https://www.imf.org/external/np/fin/quotas/2018/0818.htm>
190. Value of assets under management worldwide in selected years from 2002 to 2017 (in trillion U.S. dollars). Statista. The Statistics Portal. URL: <https://www.statista.com/statistics/323928/global-assets-under-management/>
191. Value of IPOs in the United States in 2018, by sector (in billion U.S. dollars). Statista. The Statistics Portal. URL: <https://www.statista.com/statistics/453869/ipo-deal-value-usa-by-sector/>
192. Vilar P. A. History of Gold and Money: 1450-1920. London, 2011.
193. Virtual currency schemes – a further analysis. European Central Bank. February 2015.
194. Williamson J. The Failure of World Monetary Reform 1971-1974. Sunbury-on Thames: Nelson & Sons, 1977.
195. World Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves. IMF. URL: www.imf.org
196. Zelizer V. A. Economic Lives: How Culture Shapes the Economy. Princeton, 2011.
197. Zhou Xiaochuan: Reform the International Monetary System. Essay by Dr Zhou Xiaochuan, Governor of the People's Bank of China, March 23, 2009. URL: <https://www.bis.org/review/r090402c.pdf>
198. Авакян А. А. Консолидация фондовых бирж – современная тенденция глобализации мирового финансового рынка. Вопросы регулирования. 2010. Том 1. №2. С. 73-79.
199. Активи визнаних ІСІ в управлінні. Українська асоціація інвестиційного бізнесу. URL: http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart/275678.html
200. Алексюк И. Современные тенденции развития инфраструктуры фондового рынка в условиях финансовой глобализации. Вестник Института экономики Российской академии наук. 2012. №4. С. 125-135.

201. Аналітична доповідь до Щорічного Послання Президента України до Верховної Ради України «Про внутрішнє і зовнішнє становище України в 2018 році». – К.: НІСД, 2018.

202. Аналітичний огляд банківської системи України. Національне рейтингове агентство «Рюрік». URL: <http://rurik.com.ua/>

203. Антициклічне регулювання ринкової економіки: глобалізаційна перспектива: монографія / Д. Г. Лук'яненко, А. М. Поручник, Я. М. Столярчук [та ін.]; за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. Д. Г. Лук'яненка та д-ра екон. наук, проф. А. М. Поручника. – К.: КНЕУ, 2010.

204. Антропов В. В. Исламские банки в мировой финансовой системе. Деньги и кредит. 2017. №7. С. 59-64.

205. Аржевітін С. М. Монетарні аспекти використання віртуальних валют. Наукові праці НДФІ. 2017. №4 (81). С. 6-8.

206. Банківська система України: інституційні зміни та інновації: кол. моногр. / Л. О. Примостка, М. І. Дибя, І. В. Краснова та ін.; за заг. Ред. Л. О. Примостки. К.: КНЕУ, 2015.

207. Баула О. В., Голюк В. Я. Світовий досвід використання потенціалу інструментів фондового ринку для забезпечення фінансування регіональних проектів розвитку. Журнал «Smart & Young». 2016. №10. С. 17-21.

208. Баула О. В., Корольчук А. Д. Сучасна криза світової заборгованості та її прояви в Україні. Економічні науки. Серія «Економічна теорія та економічна історія». Збірник наукових праць. Луцький НТУ. Випуск 13 (52). Луцьк, С. 12-19.

209. Баула О. В., Кравчук О. Я., Шафета Д. О. Вплив офшорних зон на участь України у міжнародному русі капіталу. Економічні науки. Серія «Економічна теорія та економічна історія»: Збірник наукових праць Луцького НТУ. Випуск 15 (60). Луцьк, 2018. С. 5-14.

210. Баула О. В., Лютак О. М. Напрями підвищення інституційної ефективності вітчизняної політики залучення іноземних інвестицій у сфері бізнес-діяльності. Актуальні проблеми економіки. 2019. №8(218). С. 16-27.

211. Біловус Т. В. Особливості діяльності інститутів спільного інвестування на ринку цінних паперів. Науковий вісник МНУ імені В. О. Сухомлинського. Економічні науки. 2015. №1 (4), червень 2015. С. 27-32.

212. Білорус О. Г. Політекономія світсистеми фінансово-економічного глобалізму: нові тенденції та закономірності розвитку глобального фінансового сектору. *Фінанси України*. 2015. №6. С. 7-14.

213. Благун І. Г. Історичний характер і періодизація розвитку фінансової науки. *Наукові записки*. 2013. №2 (43). С. 31-44.

214. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе. М.: Дело Лтд, 1994.

215. Борзенко О.О., Богдан Т.П. Шаров О.М., Плотніков О.В., Панфілова Т.О., Редзюк Є.В. та ін. Розвиток фінансових інститутів ЄС та виклики для фінансової політики України: монографія / За редакцією д-ра екон. наук, проф. О.О.Борзенко. Електрон. ресурс. НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогноз. НАН України». К., 2019. 372 с. <http://ief.org.ua/docs/mg/312.pdf> ISBN 978-966-02-8989-5 (електронне видання).

216. Борзенко О.О., Глазова А.Б. Спільні та відмінні риси цифровізації та віртуалізації світового фінансового ринку. *Вісник Маріупольського державного університету*. 2019. №18. С. 23-39.

217. Борисов А. Н. Валютная интеграция как одна из основных тенденций развития мировой валютной системы на современном этапе. *Мировая экономика и международные экономические отношения*. 2012. №7 (92). С. 171-179.

218. Буковинський С., Унковська Т. До питання оптимізації стратегії монетарної політики Національного банку України. *Економічна теорія*. 2014. №2. С. 70-85.

219. Бурмака М., Зінченко Ф. Глобальний формат фінансово-інституційної трансформації фондових бірж. *Міжнародна економічна політика*. 2017. №2 (27). С. 40-61.

220. Bludova T., Usherenko S., Horokhova O., Frolova T., Lutsyshyn Z. Comparison of Linear Multiple Regression Models for the Factors Influencing the Exchange Rate Change in BELL Countries. *International Journal of Advanced Science and Technology*. 2020. Vol. 29 No. 05. P. 12142-12156.

221. Валовий внутрішній продукт. Мінфін. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/gdp/2018/>

222. Василик О. Д. Теорія фінансів: підруч. К.: НІОС, 2000.

223. Виговський О. І. Правовий статус учасників міжнародного синдикуваного кредитування. Актуальні проблеми міжнародних відносин. 2016. Випуск 127 (частина II). С. 65-72.

224. Винья П. Эпоха криптовалют: Как биткоин и блокчейн меняют мировой экономический порядок. 2018.

225. Габбасова Л. Б. Тенденции развития международной банковской конкуренции в условиях глобализации. Вестник экономики, права и социологии. 2015. №4. С. 27-30.

226. Гаврилин А. В., Ускова В. В. Дискуссионные аспекты понимания сущности теневого банкинга и его влияние на экономику и банковский сектор. Economics. 2017. № 6. С. 50-62.

227. Галещук С. Проблеми використання колективних валют у контексті регулювання валютного курсу і забезпечення стабільності єврозони. Світ фінансів. 2012. №1. С. 121-128.

228. Геоелектронічні сценарії розвитку і Україна: монографія / М. З. Згуровський, Ю. М. Пахомов, А. С. Філіпенко та ін. К.: ВЦ «Академія», 2010.

229. Гончар Т. Г. Еволюція портфельної теорії та сучасні реалії фінансових відносин. Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. 2016. №16. С. 131-135.

230. Гуляєва Л. П. Еволюція податку Тобіна як інструмент регулювання фінансових ринків. Вісник Академії праці і соціальних відносин Федерації профспілок України. 2014. №1. С. 34-42.

231. Данік Н. В., Тихонова Т. Р., Деркач М. А. Реформування банківської системи України: проблеми та перспективи. Економіка і суспільство. 2018. Випуск 19. С. 981-984.

232. Действия МВФ в ответ на глобальный экономический кризис. Информационная справка МВФ, 2016. URL: www.imf.org/external/np/exr/facts/rus/changingr.pdf

233. Дзюба П. Сучасна теорія міжнародного портфельного інвестування: монографія. К., 2017.

234. Дробязко А. О. Любіч О. О. Посилення ролі банків з участю держави у капіталі у забезпеченні розвитку реального сектору економіки України. Фінанси України. 2019. №2. С. 43-57.

235. Економічна енциклопедія: У трьох томах. Т. 2 / Відп. ред. С. В. Мочерний. – К.: Видавничий центр «Академія», 2001.
236. Емузова Э. А. Монетарная унификация как идеал нового мирового порядка. Теория и практика общественного развития. 2015. №22. С. 90-92.
237. Емузова Э. А. Политические функции денег. Теория и практика общественного развития. 2015. № 21. С. 145-147.
238. Ермилова М. Возможные сценарии развития мировой валютной системы в условиях возврата к использованию драгоценных металлов. Економіст. 2012. №10. С. 4-7.
239. Ємельянова Л. О. Аналіз рівня розвитку фондового ринку в країнах Центральної та Східної Європи. Економічний аналіз. 2015. Том 22. №1. С. 108-116.
240. Жданова О. А., Перепелица Д. Г. Фондовые биржи азиатского региона: перспективы и проблемы. Теория и практика общественного развития. 2015. №22. С. 63-65.
241. Звонова Е., Кузнецов А. Наднациональные подходы к регулированию глобальных финансовых дисбалансов. Мировая экономика и международные отношения. 2017. Том 61. №6. С. 67-76.
242. Звонова Е., Кузнецов А. Сценарии развития мировой валютно-финансовой системы: возможности и риски для России. Мировая экономика и международные отношения. 2018. Том 62. №2. С. 5-16.
243. Зимовець В. В. Акумуляція фінансових ресурсів та економічний розвиток: монографія. К.: Ін-т економіки НАНУ, 2003.
244. Золотий вантаж галеонів. Фактосвіт, 16.03.2018. URL: <http://factosvit.com.ua/zolotyj-vantazh-galeoniv/>
245. Иваненко И. А. Глобальные трансформации структуры мирового валютного рынка. Российский внешнеэкономический вестник. 2015. №10. С. 67-84.
246. Ивашкевич М. Международный рынок еврооблигаций: современное состояние и перспективы развития. Банкаускі вестник. Лістапад 2014. С. 31-38.
247. Ишханов А. В., Малахова Т. С., Ширинян С. А. Интернационализация крупнейших банковских структур в процессе глобализации финансового сектора. Финансы и кредит. 2011. №34 (466). С. 7-12.
248. Ілляшенко П. Поведінкові фінанси: історичний огляд і основні засади. Вісник Національного банку України, березень 2017 р. – С. 30-57.

249. Інноваційний розвиток корпоративних фінансів: тенденції та перспективи : монографія / [Терещенко О. О., Бабяк Н. Д., Іващенко А. І. та ін.]; за заг. ред. д.е.н., проф. О. Терещенка. – Київ : КНЕУ, 2017.

250. Інституційне забезпечення бізнес-діяльності в умовах світової інтернаціоналізації сфер виробництва та послуг : монографія / О.В.Баула, Н.М. Галазюк, О. М. Зелінська, О. М. Лютак, Л. В. Савош. Луцьк : Вежа-Друк, 2019.

251. Історія економічних вчень: підручник / Л. Я. Корнійчук, Н. О. Татаренко, А. М. Поручник та ін.; за ред. Л. Я. Корнійчук, Н. О. Татаренко. – К.: КНЕУ, 2001.

252. Камінський А. Б. Моделювання ризиків доларизації банківських активів та зобов'язань / Камінський А. Б., Версаль Н. І. Информационная экономика: этапы развития, методы управления, модели / под ред. В. С. Пономаренко, Т. С. Клебановой. Братислава-Харьков, 2018. С. 280-299.

253. Карлін М. І. Фінансові офшори [Текст] : навч. посіб. / М. І. Карлін, О. В. Борисюк. – Луцьк : Вежа-Друк, 2016.

254. Кафтя М. А. Американська модель міжнародного фінансового порядку: проблеми та перспективи розвитку. Інноваційна економіка. 2018. № 9-10 (77). С. 11-16.

255. Кафтя М. А. Дослідження фінансових ринків у кейнсіанській теорії. Сучасні тенденції розвитку світової економіки: нові виклики та проблеми: матеріали VI Міжнародної науково практичної конференції (м. Одеса, 19 квітня 2019 р.) / за ред. Деркач Т. В. Кобилянської А. В. – Одеса: МГУ, 2019. С. 13-15.

256. Кафтя М. А. Методи реформування глобальної валютно – регуляторної системи: інноваційні сценарії. Бізнес Інформ. 2020. №9. С. 262-269.

257. Кафтя М. А. Монетарна концепція міжнародного економічного порядку. Актуальні проблеми використання потенціалу економіки країни: світовий досвід та вітчизняні реалії. V Міжнародна науково-практична конференція (м. Дніпро, 28 листопада 2020 року).

258. Кафтя М. А. Реформування Базельського комітету для функціонування світової банківської системи. Міжнародна наукова інтернет-конференція «Інформаційне суспільство: технологічні, економічні та технічні аспекти становлення». Збірник тез доповідей: випуск 52 (м. Тернопіль, 14 жовтня 2020 р.). – Тернопіль. – 2020. С. 31-33.

259. Кафтя М. А. Ринкова капіталізація світового фінансового ринку як основа динамічного нарощування масштабів глобальної банківської сфери. Міжнародне науково технічне співробітництво: принципи, механізми, ефективність: збірник матеріалів Всеукраїнської науково практичної конференції (м. Київ, 14 вересня 2019 р. – К: ГО «Київський економічний науковий центр», 2019. С. 5-8.

260. Кафтя М. А. Стратегічні пріоритети реформування міжнародного валютного фонду як функціонального інституту міжнародних фінансових відносин. Економічний простір. 2020. № 159/2020. С. 13-16.

261. Кафтя М. А. Кафтя М. А. Стратегія розбудови вітчизняного фондового ринку та інтеграція його у глобальний фінансовий простір. *Pridneprovskiy Scientific Bulletin*. 2020. #464. Vol. 40. Praha, Czech Republic. URL: <http://www.rusnauka.com/index.php/rusnauka/issue/view/6>

262. Кафтя М. А. Сучасні аспекти реформування Груп Світового банку. Стратегічні пріоритети розвитку економіки, обліку, фінансів і права: збірник тез доповідей міжнародної науково-практичної конференції (Полтава, 7 жовтня 2020 р.): у 3 ч. Полтава: ЦФЕНД, 2010. Ч. 2. С. 7-8.

263. Кафтя М. А. Сучасні тенденції розвитку світового фондового ринку та його трансформаційні тренди. Східна Європа: економіка, бізнес та управління. 2020. №3 (26). URL: <http://www.easterneurope-ebm.in.ua/index.php/vipusk-26-2020>

264. Кафтя М. А. Тенденції глобального економічного розвитку у розрізі впливу на світову банківську індустрію. Бізнес-навігатор: наук.-вироб. журн. 2020. Вип. 4 (60). С. 26-31.

265. Кафтя М. А. Фінансовий базис міжнародного економічного порядку. Причорноморські економічні студії: наук. журн. 2020. Вип. 58. С. 17-23.

266. Кафтя М. А. Формування вертикально інтегрованих біржових холдингів: причини та наслідки. Економічні та інноваційно-інвестиційні процеси в умовах змін ринкового середовища: Матеріали міжнародної науково-практичної конференції (Львів, 24 жовтня 2020 року) / ГО «Львівська економічна фундація». – Львів: ЛЕФ, 2020. С. 6-9.

267. Кафтя М. А. Формування сучасних портфельних теорій: основні проблеми та тенденції розвитку. *Бізнес Інформ*. 2019. №2. С. 414-419.

268. Кафтя М. А., Галенко С. М. Валютна глобалізація як чинник впливу на трансформаційні зміни світового валютного ринку. *Stredoevropsky vestnik pro vedu a vyzkum*. 2019. #8 (60). Praha, Czech Republic. P. 27-36.

269. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости. Вопросы экономики. 1997. №5. С. 102-113.

270. Келембет І. С., Ольвінська Ю. О. Особливості ісламської фінансової системи. Статистика – інструмент соціально-економічних досліджень: матер. конф. – Одеса: ОНЕУ. С. 114 -119.

271. Киселев И. А. Анализ развития фондового рынка как источника формирования инвестиций. Вестник ТГУ. 2008. Вып. 11 (67). С. 443-449.

272. Ковбаса В. А. Сучасні тенденції та перспективні напрями реформування Міжнародного валютного фонду. *Інвестиції: практика та досвід*. 2017. № 22. С. 53-56.

273. Козьменко О., Козирев В. Трансформування банківської системи України під впливом іноземних фінансових конгломератів. *Вісник Національного банку України*. 2014. №8. С. 12-18.

274. Козюк В. В. Резервні валюти: глобальний периметр нестабільності: монографія. Тернопіль: Астон, 2015.

275. Колінець Л. Б. Трансформація світового фінансового порядку: роль кейнсіанства та неолібералізму. *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство. 2016. Випуск 8. Частина 1. С. 102-105.

276. Кондратов Д. И. Современная мировая валютная система и перспективы ее развития. М.: Институт экономики. 2018.

277. Коновалова М. Е., Кузьмина О. Ю., Левченко Л. В. Мировой рынок ценных бумаг и тенденции его развития. *Вопросы экономики и права*. 2018. № 7 (121). С. 58-61.

278. Кравчук Н. Концептуалізація глобальних фінансових дисбалансів. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2013. №3. С. 153-159.

279. Красавина Л. Н. Валютная глобализация: тенденции и перспективы развития. Куда движется век глобализации? / Под ред. А. Н. Чумакова, Л. Е. Гринина. – Волгоград: Учитель, 2014. С. 120-132.

280. Красавина Л. Н. Реформы мировых валютных систем: ретроспективный и актуальный анализ. *Деньги и кредит*. 2017. №4. С. 14-23.

281. Красавина Л. Н. Тенденции развития международных валютных отношений в условиях глобализации мировой экономики. *Деньги и кредит*. 2011. №11. С. 13-21.

282. Крисоватий А. І. Сутність та концептуальні основи формування податкової політики в умовах євроінтеграційних процесів / А. І. Крисоватий, В. М. Мельник, Т. В. Кошук. *Економіка України*. 2016. №1 (650). С. 35-51.

283. Кудряшова И. В. Китайский юань как мировая валюта: императивы и реальность. *Мировая экономика и международные отношения*. 2017. Т. 61. № 9. С. 36-44.

284. Кудряшова И. В. Современные мировые валюты: роль в официальном секторе. *Финансы и кредит*. 2018. Т. 24. Вып. 2. С. 79-94.

285. Кудряшова И. В., Плешакова М. В Роль современных мировых валют в частном секторе. *Вестник ВолГУ. Серия 3: Экономика, Экология*. 2017. Том 19. №3. С. 224-233.

286. Кузнецов О. Стабілізація світової валютної системи в контексті теоретичних підходів Дж. М. Кейнса. *Вісник Національного банку України*, березень 2012 р. С. 24-29.

287. Кузнєцова Н. В. Ринок міжнародних синдикованих кредитів в Україні: аналіз структури та динаміки розвитку. *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. 2018. Випуск 19. Частина 2. С. 57-61.

288. Лизун М. Розвиток світової валютної системи крізь призму її елементів. *Вісник Тернопільського національного економічного університету*. 2016. №4. 82-94.

289. Лук'яненко Д., Поручник А., Столярчук Я. Глобальні фінансові дисбаланси та їх макроекономічні наслідки. *Журнал європейської економіки*. 2010. Том 9 (№ 1). С. 73-92.

290. Лук'янов В. С. Глобалізація національних фінансових систем: базові імперативи та антикризові механізми. *Фінанси України*. 2013. №9. С. 60-67.

291. Любкіна О. В. Формування сучасної теорії фінансових ринків: основні проблеми та напрями розвитку. *Вісник Академії праці і соціальних відносин*. 2014. №3-4. С. 70-76.

292. Максимчук Н., Морий В. Глобальные тенденции в биржевом сегменте и перспективы создания интегрированного биржевого пространства стран ЕЭП. *Евразийская экономическая интеграция*. 2012. №2. С. 25-36.
293. Малеваная Н. А. Теневой банковский сектор. *International Journal of Humanities and Natural Sciences*. Vol. 1. Part 8. P. 254-257.
294. Маркс К. Капитал. Т. 3 / Маркс К., Энгельс Ф. Соч. 2-е изд. Т. 25. – Ч. 2.
295. Марценюк-Розарьонова О. В., Шмігельська В. В. Аналіз сучасного стану ринку банківських послуг в Україні та напрями його розвитку. *Ефективна економіка*. 2018. №10.
296. Маршалл А. Принципы политической экономии. [пер. с англ.]. М.: Прогресс, 1983. Ч. 1. М.: Прогресс.
297. Медведкіна Є. О. Трансформація світової фінансової системи у глобальному вимірі: монографія. Донецьк: ДонНУ, 2013.
298. Мищенко С. В. Основные противоречия современных денежных систем и механизмы обеспечения их устойчивости. URL: cyberleninka.ru/article/n/osnovnye-protivorechiya-sovremennyh-denezhnyh-sistem-i-mehanizmy-obespecheniya-ih-ustoychivosti
299. Міщенко В. І. Гнучкий режим курсоутворення: етапи запровадження та можливі наслідки для економічного розвитку України: Науково-аналітичні матеріали / В. І. Міщенко, І. А. Нідзельська, А. П. Кулінець, С. О. Шульга. – 2010. Випуск 15. К.: Національний банк України. Центр наукових досліджень, 2010.
300. Міщенко В. І., Науменкова С. В. Банківська система України: проблеми становлення та розвитку. *Фінанси України*. 2016. №5. С. 7-33.
301. Молчанова Е., Солодковський Ю. Глобальна сервісна природа сучасних криптовалют. *Міжнародна економічна політика*. № 1. 2014. С. 60-79.
302. Мошенский С. З. Хаос и синергия: Рынок ценных бумаг постиндустриальной эпохи. К.: ВБ «Випол», 2018.
303. Муршудли Ф. Современные тренды развития глобальных банков в контексте финансовой глобализации. *Економіка*. 2014. №1 (154). С. 61-68.
304. Наркевич С. Золотовалютные резервы: история, определение, состав и современные функции. *Вопросы экономики*. 2015. № 4. С. 86-105.
305. Новак С. М. Еволюція світової валютної системи. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2014. №1. С. 213-220.

306. Новак С. М., Сергієнко О. В. Еволюція теорій валютного курсу. Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Фінансовий ринок України: стабілізація та євроінтеграція: зб. Наук. праць / НАН України. Інститут регіональних досліджень. Львів, 2010. Вип. 1 (81). С. 46-58.

307. Новий економічний курс України: стратегія інноваційного розвитку. За заг. ред. Ю. В. Тимошенко, В. А. Ломаковича. За наук. ред. Т. Є. Унковської. К., 2018.

308. Новые подходы к глобальному финансовому регулированию / Под ред. Л.С.Худяковой. – М.: ИМЭМО РАН, 2015.

309. Ноздрев С. В. Современное состояние и тенденции развития международного рынка ценных бумаг. М.: ИМЭМО РАН, 2012.

310. Огляд банківського сектору. Національний банк України. URL: <https://www.bank.gov.ua>

311. Огляд банківського сектору. Серпень 2019 р. Національний банк України. URL: <https://www.bank.gov.ua/news/all/oglyad-bankivskogo-sektoru-serpen-2019-roku>

312. Осадчий Є. С. Напрями капіталізації банківських установ за участі держави. *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. 2017. Випуск 16. Частина 2. С. 41-45.

313. Основні тенденції грошово-кредитного ринку. Національний банк України. URL: <https://www.bank.gov.ua>

314. Отчёт о конкурентоспособности исламских банков в международной банковской системе 2014-2015 гг. Исламский банкинг 2.0. E&Y, 2015.

315. Павлюк О. О. Сучасні світові стандарти банківського регулювання та їх імплементація в Україні: монографія. К.: КНЕУ, 2018.

316. Пилипенко Л. М. Напрями розвитку аудиту публічної корпоративної звітності відповідно до запитів суспільства. *Економічний простір*. 2016. №107. С. 229-237.

317. Підсумки діяльності кредитних спілок. Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (Нацкомфінпослуг). URL: <https://www.nfp.gov.ua/>

318. Підсумки діяльності ломбардів. Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (Нацкомфінпослуг). URL: <https://www.nfp.gov.ua/>

319. Підсумки діяльності страхових компаній. Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (Нацкомфінпослуг). URL: <https://www.nfp.gov.ua/>

320. Підсумки розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення. Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (Нацкомфінпослуг). URL: <https://www.nfp.gov.ua/>

321. Поглиблення відносин між ЄС та Україною. Що, чому і як? / За ред. М. Емерсона і В. Мовчан. Київ: Центр європейських політичних досліджень, Інститут економічних досліджень та політичних консультацій, 2018.

322. Погребная Н. В., Михеева В. А. Влияние денежно-кредитной политики федеральной резервной системы на международные финансовые рынки. Научный журнал КубГАУ. 2017. №129 (05). С. 1-15.

323. Постанова правління НБУ №242 від 07.04.2016 р. Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0242500-16>

324. Примостка Л. О. Ринок криптовалют: спекуляція, ризики та хеджування. *Наукові праці НДФІ*. 2017. №4 (81). С. 89-91.

325. Програма розвитку фондового ринку України на 2015-2017 роки «Європейський вибір – нові можливості для прогресу та зростання» від 14.09.2014 р. URL: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/NT1039.html

326. Пушкарева В. М. История финансовой мысли и политики налогов: учеб. Пособие. М.: Финансы и статистика, 2008.

327. Пшик Б. І. Сучасні проблеми розвитку ринків небанківських фінансових послуг в Україні та шляхи їх вирішення. *Ефективна економіка*. 2017. №9. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=5759>

328. Рибалко Ю. С. Поведінкові аспекти управління фінансовим ресурсом ТНК. *Інвестиції: практика та досвід*. 2014. № 20. С. 90-98.

329. Рогач О. Теорії міжнародного бізнесу. К.: ВПЦ «Київський університет», 2018.

330. Роль мировых денег в глобальном управлении / Бажан А. И., Фёдоров В. П., Навой А. В. и др.; отв. ред. А. И. Бажан. Ин-т Европы Российской акад. наук. М.: ИЕ РАН, 2017.

331. Руденко М. В. Теоретичні аспекти взаємодії фінансового і реального секторів економіки. *Вісник Університету банківської справи*. 2017. №1 (28). С. 21-29.

332. Рынки капитала в 2025 году: Будущее фондовых рынков. РwC, 2010.

333. Самсонова С. С. Современные глобальные процессы на мировом финансовом рынке. *Финансовая аналитика: проблемы и решения*. 2014. №6 (192). С. 44-49.

334. Сапачук Ю. Методологічні аспекти формування фіктивного капіталу. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Серія Економіка*. 2011. № 124-125. С. 94-97.

335. Смагін В. Л. Базові економічні концепції формування сучасного фінансового ринку. *Зовнішня політика і дипломатія: традиції, тренди, досвід. Серія «Економічні науки»*. Частина III. 2017. Випуск 24. С. 136-143.

336. Соколов Б. В. Світовий фінансовий порядок та національна кредитна стратегія. *Актуальні питання сучасної світової економіки і МЕН*. 2013. Вип. 115 (1). С. 89-93.

337. Співак І. В. Особливості функціонування глобального валютного ринку. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2014. Вип. 2. С. 274-284.

338. Стойко О. Я. Розвиток небанківського фінансового посередництва в Україні. *Вісник Житомирського національного агроекологічного університету*. 2017. №1 (59). Т. 2. С. 135-147.

339. Столярчук Я. М. Глобальні асиметрії економічного розвитку: монографія. К.: КНЕУ, 2009.

340. Столярчук Я. М. Татаренко Н. А., Поручник А. М., Звиргзде К. И. Франция в глобальном мире: поиск конкурентной стратегии: монография. Киев: ДАУ, 2017.

341. Столярчук Я. М., Поручник А. М., Д. Г. Лук'яненко. Конкурентна платформа економічної самодостатності України у глобальному світі. Київ: КНЕУ, 2020.

342. Стрес-тест НБУ: банкам потрібно додатково від 35 до 74 мільярдів гривень. УНІАН, 8 листопада 2019 р. URL:

<https://www.unian.ua/economics/finance/10747941-stres-test-nbu-bankam-potribno-dodatkovovo-vid-35-do-74-milyardiv-griven.html>

343. Тарасюк М. В., Кощєєв О. О. Інновації в глобальній цифровій фінансовій сфері: оцінка трансформацій. *Актуальні проблеми міжнародних відносин*. 2017. Випуск 131. С. 94-110.

344. Україна 2030: Доктрина збалансованого розвитку. – Львів: Кальварія, 2017.

345. Усоскин В. М. Теневой банкинг: место и роль в системе финансового посредничества. *Деньги и кредит*. 2016. №4. С. 20-27.

346. Фещенко В. М. Новітні тенденції в еволюції монетаризму у другій половині ХХ – на початку ХХІ століття. URL: <https://core.ac.uk/download/pdf/32607051.pdf>

347. Фінансова глобалізація і євроінтеграція / за ред. О. Г. Білоруса, Т. І. Єфименко; ДННУ «Акад. фін. управління». К., 2015.

348. Фінансові ринки Південно-Східної Азії: диверсифікаційна панорама: монографія / О. М. Галенко, Я. М. Столярчук, А. В. Шлапак. К.: Фенікс, 2016.

349. Шаров О. Наступний Бреттон-Вудс: логіка розвитку міжнародної валютної системи. *Вісник Національного банку України*, серпень 2014 р. С. 19-25.

350. Шебеко М. Н. Теневая банковская деятельность в Китае. *International Scientific Review*. 2016. С. 33-36.

351. Шевченко Д. А., Хомяков Д. П. Проблемы на рынке ценных бумаг материкового Китая. *Финансы и кредит*. 2015. №32. С. 39-47.

352. Щекін О. Ю. Перспективи розвитку фондового ринку України в умовах посилення інтеграційних процесів. *Економічний часопис – ХХІ*. 2011. №11-12. С. 23-25.

353. Що таке Fintech та які його перспективи на ринку фінпослуг України. *Бізнес*, 31 жовтня 2018 р. URL: <https://business.ua/finansy/item/4251-shcho-take-fintech-ta-iaki-ioho-perspektyvy-na-rynku-finposluh-ukrainy>

354. Эйхенгрин Б. Непомерная привилегия: Взлет и падение доллара. М., 2013.

ДОДАТКИ

ДОДАТОК А

Концептуальні засади податку Тобіна у світовій економічній думці

Характеристики	Дж. Тобін (1978-1991 рр.)	В. Рейнхарт (1991 р.)	А. Торнелл (1988-1990 рр.)	Б. Ейченгрін, Ч. Віплос (1993 р.)	П. Спен (1995 р.)	Експерти ЄС (2013 р.)
Об'єкт оподаткування	Операції спот і форвардні	Зарубіжні фінансові активи національних власників	Зміна очікуваної прибутковості фінансових активів у національній й іноземних валютах	Безпроцентні і депозити у центральних банках, еквівалентні валютним операціям	Усі фінансові інструменти, валютні операції	Акції, облігації, похідні фінансові інструменти
Безподатков і операції	Операції з обслуговування реального сектора	Відсутні	Репатріація дивідендів від реального капіталу за кордоном	Відсутні	Відсутні	Операції владних інституцій
Ставка податку	Пропорційна й єдина 0,5%	Пропорційна	Пропорційна	Неявна, варіюється залежно від процентної ставки	Основна і додаткова ставка	Пропорційна 0,01% (деривативи) та 0,1% (акції, облігації)
Рівень застосування	Міжнародний	Національний	Національний	Національний	Міжнародний	Регіональний
Адміністрування податку	Національні уряди	Національні уряди	Національні уряди	Центральні банки	Національні уряди	Національні уряди
Координація на міжнародному рівні	МВФ / Світовий банк	Немає	Неявна	Немає	Обов'язкова	Немає
Розпорядження коштами	МВФ / Світовий банк	Національні уряди	Відсутність податкових надходжень	Центральні банки	Міжнародні інститути	Національні уряди
Стратегічні цілі	Зниження обсягів короткострокових спекуляцій, волатильності валютних курсів	Чітко не визначені	Зменшення частки фінансових інвестицій	Зниження обсягів короткострокових спекуляцій, волатильності валютних курсів валютних курсів	Зниження обсягів короткострокових спекуляцій, волатильності валютних курсів валютних курсів	Збільшення внеску фінансового сектора в економічний розвиток, забезпечення фінансової стабільності

Джерело: Гуляєва Л. П. Еволюція податку Тобіна як інструмент регулювання фінансових ринків. *Вісник Академії праці і соціальних відносин Федерації профспілок України*. 2014. №1. С. 36-37.

ДОДАТОК Б

**Основні показники діяльності
світової банківської індустрії у 1970-2017 рр.**

Показник	1960	1970	1980	1990	2000	2005	2010	2014	2017
Коефіцієнт ліквідних резервів банків до їх загальних активів, %	...	...	...	...	13,8	14,6	17,6	16,9	19,4
Відношення власного капіталу банків до загальних активів, зважених на ризик, %	...	...	...	12,8	13,3	14,6	16,1	16,5	16,8
Банківські кредити приватному сектору, % ВВП	32,7	45,2	52,9	79,5	81,7	77,4	82,7	83,3	97,5
Частка банківського капіталу у загальних активах, %	...	...	...	...	8,6	8,5	9,8	10,3	10,8
Відношення кредитів банків до депозитної бази, %	95,1	93,0	89,4	89,1	84,2	79,1	85,2	87,8	86,5
Відношення банківських депозитів до ВВП, %	12,2	15,9	23,8	25,5	32,6	35,5	42,1	48,3	51,2
Частка непроцентних доходів до загальних доходів банків, %	...	...	...	35,3	36,1	37,7	36,6	31,8	30,3
Відношення активів центральних банків до ВВП, %	...	3,6	4,8	5,3	3,9	2,7	2,4	2,1	2,1
Частка незабезпечених кредитів у кредитному портфелі банків, %	...	...	...	...	9,1	3,5	4,6	4,4	4,1
Дохідність банківських активів після оподаткування, %	...	...	...	1,1	1,1	1,5	1,2	0,8	0,7
Дохідність власного капіталу банків після оподаткування, %	...	...	...	12,3	12,3	16,7	12,2	9,1	8,8
Частка неповернутих банківських кредитів, % загального обсягу	...	...	...	...	...	...	4,1	4,2	3,4
Загальна кількість вкладників комерційних банків (на 1 тис осіб дорослого населення)	...	...	...	...	...	...	455,5	434,1	...
Загальна кількість позичальників комерційних банків (на 1 тис осіб дорослого населення)	...	...	...	...	...	...	90,9	121,4	155,1

Джерело: Financial Sector Indicators. – [Electronic Resource]. – Available from: <http://data.worldbank.org>

ДОДАТОК В

**Основні показники інтернаціонального банкінгу
за окремими країнами у 2014 р.**

Країна	Проникнення іноземних банків у національні банківські системи					Інтернаціоналізація банківських систем		
	Відношення вимог іноземних банків до ВВП, %	Частка вимог іноземних банків у загальній сумі банківських вимог, %	Частка активів іноземних банків у загальній сумі банківських активів, %	Частка іноземних банків у загальній кількості банківських інституцій, %	Частка іноземних банків, що мають походження з країн, що розвиваються, %	Зобов'язання іноземних банків у загальній сумі банківських зобов'язань, %	Частка зобов'язань іноземних банків, що мають походження з країн, що розвиваються, %	Кількість країн, банки яких функціонують на території держави
Великобританія	82,2	64,3	14,0	58,0	18,0	13,8	1,8	55
США	31,8	61,8	11,0	31,0	0,0	5,1	0,4	62
Австралія	29,2	53,4	2,0	35,0	13,0	9,3	0,3	7
Австрія	52,4	40,5	26,0	11,0	5,0	2,5	1,5	18
Бахрейн	37,8	44,2	52,0	71,0	21,0	27,4	17,3	6
Барбадос	128,4	63,1	100,0	100,0	25,0	3,7	3,7	1
Бельгія	81,6	60,2	47,0	46,0	4,0	11,8	0,1	10
Канада	22,5	41,5	3,0	37,0	8,0	21,7	1,2	22
Китай	7,8	37,0	2,0	20,0	2,0	1,3	0,1	12
Кіпр	108,0	33,9	12,0	63,0	38,0	0,3	0,0	5
Фінляндія	69,9	53,0	84,0	22,0	0,0	...	...	3
Франція	38,2	13,5	5,0	4,0	0,0	10,0	0,7	46
Німеччина	33,1	38,4	13,0	14,0	0,0	6,7	0,3	32
Гонконг	236,8	78,8	92,0	73,0	27,0	1,8	1,6	1
Ісландія	33,2	0,1	0,0	0,0	0,0	6,3	0,0	1
Ірландія	143,1	22,6	36,0	85,0	0,0	20,0	0,0	2
Ізраїль	4,7	23,0	0,0	0,0	0,0	10,8	0,2	6
Італія	32,2	47,7	6,0	12,0	1,0	16,1	1,1	26
Японія	15,8	63,3	1,0	2,0	0,0	3,0	0,5	18
Респ. Корея	20,3	53,8	7,0	13,0	0,0	1,1	0,7	11
Люксембург	743,3	12,4	92,0	95,0	3,0	2,0	0,0	3
Малайзія	50,4	70,3	17,0	42,0	9,0	...	...	6
Нідерланди	67,3	16,9	4,0	47,0	17,0	10,9	0,6	24
Нова Зеландія	157,1	94,9	94,0	78,0	0,0	0,2	0,0	...
Норвегія	42,5	56,4	14,0	2,0	0,0	1,6	0,0	8
Панама	83,5	10,2	67,0	69,0	54,0	49,9	49,9	3
Польща	51,0	79,8	76,0	76,0	0,0	0,1	0,1	2
Португалія	54,6	63,2	23,0	36,0	5,0	0,9	0,7	11
Сейшели	106,9	14,5	65,0	40,0	20	...	...	...
Сінгапур	125,1	67,5	6,0	55,0	5,0	...	...	8
Іспанія	33,6	27,3	2,0	13,0	2,0	33,4	11,4	21
Швеція	23,7	11,4	0,0	1,095	0,0	36,6	0,03	11
Швейцарія	47,4	31,4	2,0	20,0	5,0	7,9	1,4	22
Таїланд	30,4	78,9	7,0	25,0	10,0	0,4	0,4	4
Туреччина	27,6	54,3	14,0	38,0	11,0	4,4	0,1	15
Україна	11,3	69,2	28,0	39,0	14,0	7,4	1,0	4

Джерело: Bankers without Borders. Global Financial Development Report 2017/2018. International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, 2018. P. 137-141.

ДОДАТОК Д

**Вартість і кількість виданих транснаціональними банками
синдікованих кредитів у 2018 р.**

Рейтинг	Транснаціональний банк	Вартість виданих синдікованих кредитів		Кількість виданих синдікованих кредитів	
		млрд дол. США	питома частка у світових обсягах, %	одиниць	питома частка у світових обсягах, %
1	JP Morgan	424,8	9,4	1282	14,4
2	Bank of America Merrill Lynch	407,0	9,0	1357	15,2
3	Citi	271,5	6,0	766	8,6
4	Wells Fargo & Co	261,9	5,8	959	10,8
5	Mitsubishi UFJ Financial Group	197,0	4,4	1151	12,9
6	Mizuho Financial Group	166,8	3,7	761	8,5
7	Goldman Sachs & Co	153,6	3,4	432	4,9
8	Barclays	144,0	3,2	523	5,9
9	RBC Capital Market	140,3	3,1	541	6,1
10	BNP Paribas SA	132,8	2,9	480	5,4
11	Deutsche Bank	118,8	2,6	446	5,0
12	Sumitomo Mitsui Finl Grp Inc	114,4	2,5	827	9,3
13	HSBC Holdings Plc	110,3	2,4	401	4,5
14	Morgan Stanley	96,1	2,1	274	3,1
15	Credit Agricole CIB	90,5	2,0	394	4,4
16	Credit Suisse	89,7	2,0	376	4,2
17	BMO Capital Markets	82,7	1,8	458	5,1
18	Bank of China LTD	81,0	1,8	275	3,1
19	TD Securities Inc	76,6	1,7	281	3,2
20	Scotiabank	75,7	1,7	292	3,3
21	US Bancorp	63,4	1,4	391	4,4
22	Societe Generale	61,7	1,4	232	2,6
23	Sun Trust Banks	57,8	1,3	352	4,0
24	PNC Financial Services Group	57,5	1,3	381	4,3
25	ING	54,3	1,2	298	3,3
Усього за Топ-25		3530,4	78,1	X	X
Усього		4530,3	100,0	8903	X

Джерело: Global Syndicated Loans Review Managing Underwriters. Full Year 2018. Thomson Reuters, 2019. Р. 1.

ДОДАТОК Е

Головні показники функціонування фондових ринків за окремими країнами у 2013-2015 рр.

Країна	Капіталізація фондового ринку, % ВВП	Відношення капіталізації фондового ринку за виключенням топ-10 найбільших компаній до його загальної капіталізації	Оборотність фондового ринку, %	Волатильність цін на фондові активи, % щорічних змін
Великобританія	112,1	69,0	84,9	12,6
США	139,5	74,6	156,0	12,6
Австралія	87,7	52,8	58,8	12,5
Австрія	24,8	40,7	28,7	18,7
Бахрейн	62,2	27,7	2,2	7,1
Бельгія	14,7	72,3	30,2	15,7
Канада	106,0	72,3	64,4	11,1
Китай	50,7	81,1	331,6	20,7
Фінляндія	57,2	...	86,1	16,9
Франція	76,9	...	53,2	18,2
Німеччина	46,9	54,5	78,6	17,1
Гонконг	1062,4	66,0	51,3	16,5
Ісландія	16,6	...	29,1	11,2
Ірландія	60,8	8,8	12,6	15,8
Ізраїль	67,1	42,3	26,4	11,4
Італія	27,4	38,1	273,5	24,2
Японія	86,7	83,1	135,0	20,3
Респ. Корея	89,6	67,0	122,1	12,9
Люксембург	106,5	4,7	0,2	15,7
Малайзія	138,8	64,0	29,7	8,6
Нідерланди	90,5	...	60,4	15,0
Нова Зеландія	52,4	56,2	13,4	8,1
Норвегія	47,6	26,0	44,7	15,7
Польща	33,6	45,4	35,3	17,1
Катар	86,2	27,6	20,1	12,8
Саудівська Аравія	63,2	47,0	100,7	15,8
Сінгапур	240,5	72,9	31,2	10,3
Іспанія	73,8	32,2	100,5	21,4
Швеція	92,8	...	74,5	15,8
Швейцарія	213,7	29,2	54,3	14,2
Таїланд	93,5	62,9	81,8	16,4
Україна	13,1	...	5,2	30,6
ОАЕ	45,9	23,3	39,7	15,2

Джерело: Bankers without Borders. Global Financial Development Report 2017/2018. International Bank for Reconstruction and Development. The World Bank, 2018. P. 121-126.

ДОДАТОК Ж

**Щоденний позабіржовий валютний оборот за інструментами
і контрагентами у 1995-2016 рр., млрд дол. США / % до загального
підсумку**

Показник	Усього валютних контрактів	Операції спот	Форвардні операції аутрайт	Валюто-обмінні свопи	Валютні свопи	Опціони
1995						
Усього валютних контрактів, у тому числі	1181,9 / 100,0	494,2 / 100,0	96,9 / 100,0	545,9 / 100,0	3,8 / 100,0	40,7 / 100,0
Операції дилерів	751,6 / 63,6	324,9 / 65,7	33,4 / 34,5	370,5 / 67,9	2,3 / 60,5	20,4 / 50,1
Операції інших фінансових інститутів	243,9 / 20,6	94,5 / 19,2	27,8 / 28,7	107,6 / 19,7	0,7 / 18,4	13,2 / 32,6
Операції нефінансових організацій	186,4 / 15,8	74,8 / 15,1	35,7 / 36,8	67,8 / 12,4	0,8 / 21,1	7,1 / 17,3
2001						
Усього валютних контрактів, у тому числі	1239,3 / 100,0	386,2 / 100,0	130,3 / 100,0	655,9 / 100,0	7,1 / 100,0	59,5 / 100,0
Операції дилерів	719,4 / 58,0	216,4 / 56,0	52,1 / 39,9	418,9 / 63,9	3,8 / 53,5	28,1 / 47,2
Операції інших фінансових інститутів	346,2 / 27,9	111,5 / 28,9	40,8 / 31,4	176,9 / 26,9	1,5 / 21,1	15,5 / 26,1
Операції нефінансових організацій	173,7 / 14,1	58,3 / 15,1	37,4 / 28,7	60,1 / 9,2	1,8 / 25,4	15,9 / 26,7
2007						
Усього валютних контрактів, у тому числі	3324,2 / 100,0	1004,9 / 100,0	361,7 / 100,0	1714,4 / 100,0	31,5 / 100,0	211,7 / 100,0
Операції дилерів	1392,4 / 41,9	426,5 / 42,4	95,9 / 26,5	796,2 / 46,4	12,2 / 38,7	61,7 / 29,1
Операції інших фінансових інститутів	1338,9 / 40,3	394,2 / 39,2	158,9 / 43,9	682,3 / 39,8	12,9 / 40,9	90,7 / 42,8
Операції нефінансових організацій	592,9 / 17,8	184,2 / 18,4	106,9 / 29,6	235,9 / 13,8	6,4 / 20,4	59,3 / 28,1
2013						
Усього валютних контрактів, у тому числі	5356,6 / 100,0	2046,7 / 100,0	678,9 / 100,0	2240,1 / 100,0	54,0 / 100,0	336,8 / 100,0
Операції дилерів	2072,6 / 38,7	675,6 / 33,0	180,5 / 26,5	1088,5 / 48,6	29,0 / 53,7	98,9 / 29,4
Операції інших фінансових інститутів	2812,2 / 52,5	1182,9 / 57,8	402,1 / 59,2	1002,0 / 44,7	18,7 / 34,6	206,7 / 61,4
Операції нефінансових організацій	471,8 / 8,8	188,2 / 9,2	96,3 / 14,3	149,6 / 6,7	6,3 / 11,7	31,4 / 9,3
2016						
Усього валютних контрактів, у тому числі	5066,9 / 100,0	1652,3 / 100,0	699,7 / 100,0	2378,3 / 100,0	82,2 / 100,0	254,4 / 100,0
Операції дилерів	2120,8 / 41,9	605,3 / 36,6	189,0 / 27,0	1205,0 / 50,6	37,9 / 46,1	83,5 / 32,8
Операції інших фінансових інститутів	2564,4 / 50,6	929,5 / 56,3	430,8 / 61,6	1026,2 / 43,2	37,4 / 45,5	140,7 / 55,3
Операції нефінансових організацій	381,7 / 7,5	117,5 / 7,1	79,9 / 11,4	147,1 / 6,2	6,9 / 8,4	30,2 / 11,9

Джерело: OTC foreign exchange turnover by instrument, counterparty and maturity, «net-net» basis. Daily averages, in millions of US dollars. URL: <https://stats.bis.org>

ДОДАТОК И

Поточні квоти окремих країн у статутному капіталі МВФ

згідно 14 етапу перегляду квот станом на липень 2018 р.,

млн дол. США / % загального підсумку

Рей- тинг	Країна	Квота	Рей- тинг	Країна	Квота	Рей- тинг	Країна	Квота	Рей- тинг	Країна	Квота
1	США	82994,2/ 17,398	41	Колумбія	2044,5/ 0,429	126	Багами	182,4/ 0,0382	148	Вірменія	128,8/ 0,0270
2	Японія	30820,5/ 6,461	45	Україна	2011,8/ 0,422	128	Киргизія	177,6/ 0,0372	149	Маври- танія	128,8/ 0,0270
3	Китай	30482,9/ 6,390	48	Кувейт	1933,5/ 0,405	129	Камбоджа	175,0/ 0,0367	150	Бенін	123,8/ 0,0260
4	Німеччина	26634,4/ 5,583	51	Чилі	1744,3/ 0,366	130	Таджики- стан	174,0/ 0,0365	151	Буркіна- Фасо	120,4/ 0,0252
5	Франція	20155,1/ 4,225	54	Перу	1334,5/ 0,280	131	Молдова	172,5/ 0,0362	152	ЦАР	111,4/ 0,0234
6	Велико- британія	20155,1/ 4,225	56	Нова Зеландія	1252,1/ 0,262	132	Мальта	168,3/ 0,0353	154	Фіджі	98,4 / 0,0206
7	Італія	15070,0/ 3,159	60	Бангладеш	1066,6/ 0,224	133	Гаїті	163,8/ 0,0343	156	Косово	82,6 / 0,0173
8	Індія	13114,4/ 2,749	68	Катар	735,1/ 0,154	134	Сомалі	163,4/ 0,0343	158	Монголія	72,3 / 0,0152
9	Російська Федерація	12903,7/ 2,705	81	Оман	544,1/ 0,114	135	Респ. Конго	162,0/ 0,0340	159	Лесото	69,8 / 0,0146
10	Бразилія	11042,0/ 2,315	87	Литва	441,6/ 0,093	136	Руанда	160,2/ 0,0336	160	Гамбія	62,2 / 0,0130
11	Канада	11023,9/ 2,311	91	Бахрейн	395,0/ 0,083	137	Екватор. Гвінея	157,5/ 0,0329	161	Чорного- рія	60,5 / 0,0126
12	Саудівська Аравія	9992,6 / 2,095	94	Панама	376,8/ 0,079	138	Непал	156,9/ 0,0323	162	Сан- Маріно	49,2 / 0,0103
13	Іспанія	9535,5 / 1,999	99	Афганіс- тан	323,8/ 0,068	139	Бурунді	154,0/ 0,0308	164	Джибуті	31,8/ 0,0067
14	Мексика	8912,7 / 1,868	103	Бруней	301,3/ 0,063	140	Того	146,8/ 0,0308	166	Беліз	26,7 / 0,0056
15	Нідер- ланди	8736,5 / 1,831	110	Ліберія	258,4/ 0,054	141	Маврикій	142,2/ 0,0298	170	Сейшели	22,9 / 0,0048
16	Респ. Корея	8582,7 / 1,799	117	Мадагас- кар	244,4/ 0,051	142	Македонія	140,3/ 0,0294	174	Бутан	20,4 / 0,0042
17	Австралія	6572,7 / 1,378	120	Туркме- ністан	238,6/ 0,050	143	Чад	140,2/ 0,0294	180	Тонга	13,8 / 0,0028
18	Бельгія	6410,7 / 1,344	124	Грузія	210,4/ 0,044	144	Албанія	139,3/ 0,0292	187	Палау	4,9 / 0,0010
19	Швейцарія	5771,1 / 1,210	127	Ботсвана	197,2 / 0,0413	145	Малаві	138,8/ 0,0291	188	Науру	2,8 / 0,0006
20	Туреччина	4658,6/ 0,977	129	Малі	186,6 / 0,0391	146	Нігер	131,6/ 0,0276	189	Тувалу	2,5 / 0,0005

Джерело: Updated IMF Quota Formula Variables. July 2018. URL:
<https://www.imf.org/external/np/fin/quotas/2018/0818.htm>

ДОДАТОК К

Основні показники діяльності банківської системи України у 2005-2018 рр. (на кінець року) [310; 202; 313]⁹

Рік	ВВП, млн грн.	Кількість діючих банків, одиниць	Чисті загальні активи (не скориговані на резерви за активними операціями), млрд. грн.	Пасиви (зобов'язання банків), млрд. грн	Частка іноземного капіталу у статутному капіталі банків, %	Відношення активів банків до ВВП, %
2005	441452	160	141,5	115,9	19,5	30,4
2006	544153	163	353,1		27,6	
2007	720731	175	619,1	529,8	30,3	83,2
2008	948056	184	921,0	806,8	36,7	97,7
2009	913345	182	973,3	765,1	35,8	96,4
2010	1082569	176	942,0	804,4	40,6	87,0
2011	1316600	176	1054,0	898,8	41,9	80,1
2012	1408889	176	1211,5	957,9	39,0	80,0
2013	1454931	180	1277,0	1085,5	34,0	87,8
2014	1566728	163	1408,7	1168,8	39,5	84,1
2015	1979458	117	1520,8	1150,7	32,5	63,4
2016	2383182	96	1737,3	1132,5	45,9	52,7
2017	2982920	82	1717,8	1172,8	47,2	44,8
2018	3558706	77	1910,6	1204,7	...	38,2

⁹ Примітка.

Підраховано автором за вказаними джерелами.

ДОДАТОК Л

Список публікацій здобувача за темою дисертації:

У зарубіжних виданнях:

1. Кафтя М. А. Стратегія розбудови вітчизняного фондового ринку та інтеграція його у глобальний фінансовий простір. *Pridneprovskiy Scientific Bulletin*. 2020. #464. Vol. 40. Praha, Czech Republic. URL: <http://www.rusnauka.com/index.php/rusnauka/issue/view/6> (0,5 д. а.).

2. Кафтя М. А., Галенко С. М. Валютна глобалізація як чинник впливу на трансформаційні зміни світового валютного ринку. *Stredoevropsky vestnik pro vedu a vyzkum*. 2019. #8 (60). Praha, Czech Republic. Р. 27-36. (особистий внесок автора: обґрунтування ключових напрямів посилення позиції БНП і банків в інституційній структурі глобального фінансового ринку) (0,5 д. а.).

У наукових фахових виданнях України:

3. Кафтя М. А. Американська модель міжнародного фінансового порядку: проблеми та перспективи розвитку. *Інноваційна економіка*. 2018. № 9-10 (77). С. 11-16 (0,7 д. а.).

4. Кафтя М. А. Формування сучасних портфельних теорій: основні проблеми та тенденції розвитку. *Бізнес Інформ*. 2019. №2. С. 414-419 (0,6 д. а.).

5. Кафтя М. А. Фінансовий базис міжнародного економічного порядку. *Причорноморські економічні студії: наук. журн.* 2020. Вип. 58. С. 17-23 (0,7 д. а.).

6. Кафтя М. А. Тенденції глобального економічного розвитку у розрізі впливу на світову банківську індустрію. *Бізнес-навігатор: наук.-вироб. журн.* 2020. Вип. 4 (60). С. 26-31 (0,7 д. а.).

7. Кафтя М. А. Сучасні тенденції розвитку світового фондового ринку та його трансформаційні тренди. *Східна Європа: економіка, бізнес та управління*. 2020. №3 (26). URL: <http://www.easterneurope-ebm.in.ua/index.php/vipusk-26-2020> (0,7 д. а.).

8. Кафтя М. А. Методи реформування глобальної валютно – регуляторної системи: інноваційні сценарії. *Бізнес Інформ*. 2020. №9. С. 262–269 (0,6 д. а.).

9. Кафтя М. А. Стратегічні пріоритети реформування міжнародного валютного фонду як функціонального інституту міжнародних фінансових відносин. *Економічний простір*. 2020. № 159/2020. С. 13-16 (0,5 д. а.).

В інших виданнях:

10. Кафтя М. А. Ринкова капіталізація світового фінансового ринку як основа динамічного нарощування масштабів глобальної банківської сфери. *Міжнародне науково технічне співробітництво: принципи, механізми, ефективність*: збірник матеріалів Всеукраїнської науково практичної конференції (м. Київ, 14 вересня 2019 р. – К: ГО «Київський економічний науковий центр», 2019. С. 5-8 (0,2 д. а.) (форма участі – очна).

11. Кафтя М. А. Дослідження фінансових ринків у кейнсіанській теорії. *Сучасні тенденції розвитку світової економіки: нові виклики та проблеми*: матеріали VI Міжнародної науково практичної конференції (м. Одеса, 19 квітня 2019 р.) / за ред. Деркач Т. В. Кобилянської А. В. – Одеса : МГУ, 2019. С. 13-15 (0,1 д. а.) (форма участі – заочна).

12. Кафтя М. А. Формування вертикально інтегрованих біржових холдингів: причини та наслідки. *Економічні та інноваційно-інвестиційні процеси в умовах змін ринкового середовища*: Матеріали міжнародної науково-практичної конференції (Львів, 24 жовтня 2020 року) / ГО «Львівська економічна фундація». – Львів: ЛЕФ, 2020. С. 6-9 (0,2 д. а.) (форма участі – заочна).

13. Кафтя М. А. Сучасні аспекти реформування Груп Світового банку. *Стратегічні пріоритети розвитку економіки, обліку, фінансів і права*: збірник тез доповідей міжнародної науково-практичної конференції (Полтава, 7 жовтня 2020 р.): у 3 ч. Полтава: ЦФЕНД, 2010. Ч. 2. С. 7-8 (0,2 д. а.) (форма участі – заочна).

14. Кафтя М. А. Реформування Базельського комітету для функціонування світової банківської системи. Міжнародна наукова інтернет-конференція «Інформаційне суспільство: технологічні, економічні та технічні аспекти становлення». Збірник тез доповідей: випуск 52 (м. Тернопіль, 14 жовтня 2020 р.). – Тернопіль. – 2020. С. 31-33 (0,1 д. а.) (форма участі – заочна).

15. Кафтя М. А. Монетарна концепція міжнародного економічного порядку. *Актуальні проблеми використання потенціалу економіки країни: світовий досвід та вітчизняні реалії*. V Міжнародна науково-практична конференція (м. Дніпро, 28 листопада 2020 року). С. 25-27 (0,1 д. а.) (форма участі – заочна).



ЗАТВЕРДЖУЮ

Проректор з науково -
педагогічної роботи
ДВНЗ «Київський національний
економічний університет
імені Вадима Гетьмана»

А. М. Колот

«25» 11 2020 р.



ЗАТВЕРДЖУЮ

Проректор з наукової роботи
ДВНЗ «Київський національний
економічний університет
імені Вадима Гетьмана»

Л. Л. Антонюк

«25» 11 2020 р.

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційної роботи
**Кафті Максима Анатолійовича на тему: «Глобальні трансформації
фінансових ринків у парадигмі міжнародного економічного порядку»**
у навчальний процес у ДВНЗ «Київський національний
економічний університет імені Вадима Гетьмана»

Дирекція Інституту бізнес-освіти та деканат факультету міжнародної економіки і менеджменту ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» підтверджують, що низка наукових положень і висновків дисертаційної роботи Кафті Максима Анатолійовича використовуються у навчальному процесі при викладанні нормативних та спеціальних дисциплін для бакалаврів і магістрів з міжнародної економіки:

- **Міжнародна економіка** (трактування економічного змісту категорії «світовий фінансовий порядок»; обґрунтування альтернативних сценаріїв формування валютно-фінансової системи глобального типу (наднаціонально орієнтована валютна система, офіційна ремонетизація золота, мультиполярна валютна система, діджиталізована валютна система) з конкретизацією переваг і недоліків кожного сценарію; комплексна оцінка ефективності регуляторного інструментарію міжнародних фінансових організацій та визначення стратегічних напрямів їх реформування у контексті забезпечення глобальної фінансової рівноваги);

- **Міжнародний менеджмент** (наукове обґрунтування домінуючих трендів глобалізаційної трансформації світового банківського сектору, фондового і валютного ринків; обґрунтування ключових механізмів пристосування до них корпоративних стратегій і бізнес-моделей).

Декан факультету МЕіМ,
к.е.н., доцент

Ю. М. Солодковський

Директор ІБО,
д.е.н., професор

А. М. Поручник



PUBLIC UNION
«IRPIN DEVELOPMENT AGENCY»

08200, Irpin city, Shevchenko str., 2a

tel.+380509350796

irpinagency@gmail.com

№592 from 20.04.2020 p.

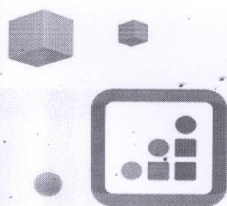
До спеціалізованої вченої ради
 ДВНЗ «Київський національний
 економічний університет
 імені Вадима Гетьмана»

ДОВІДКА
ПРО ВПРОВАДЖЕННЯ
результатів дисертаційної роботи
Кафті Максима Анатолійовича на тему: «Глобальні трансформації
фінансових ринків у парадигмі міжнародного економічного порядку»

Громадська спілка «Ірпінська Агенція Розвитку» розглянула висновки та рекомендації дисертаційної роботи «Глобальні трансформації фінансових ринків у парадигмі міжнародного економічного порядку» Кафті Максима Анатолійовича, викладені ним у доповідній записці до спілки. Відзначено, що вони представляють значний практичний інтерес для органів місцевого самоврядування в Україні. Зокрема, обґрунтовані дисертантом заходи щодо розвитку вітчизняних небанківських фінансових інститутів (надання недержавним пенсійним фондам тимчасового права на вкладення залучених грошових коштів у високоякісні фінансові інструменти, емітовані урядами іноземних держав та глобальними компаніями; заснування в Україні спеціальних фондів компенсування втрат інвестиційних капіталовкладень; впровадження систем пруденційного нагляду і ризик-менеджменту діяльності страхових компаній із запровадженням нормативних вимог до розміру їх регулятивного капіталу та ін.) було використано при підготовці спільних з державними установами проектах з розвитку Ірпінського регіону.

Голова ГС «Ірпінська Агенція Розвитку»

О. Нечитайло



Всеукраїнська
Асоціація
Фінансових
Компаній

Вих. № 225 від 18.11.2020 р.

До спеціалізованої вченої ради
Київського національного
економічного університету імені
Вадима Гетьмана

Про впровадження результатів
дисертаційної роботи
Кафті М. А.

**ДОВІДКА
ПРО ВПРОВАДЖЕННЯ
результатів дисертаційного дослідження
Кафті Максима Анатолійовича на тему:
«Глобальні трансформації фінансових ринків
у парадигмі міжнародного економічного порядку»**

Всеукраїнська Асоціація Фінансових Компаній (ВАФК) розглянула висновки і рекомендації дисертаційної роботи «Глобальні трансформації фінансових ринків у парадигмі міжнародного економічного порядку» Кафті Максима Анатолійовича, викладені ним у доповідній записці.

Відзначаємо, що вони представляють значний практичний інтерес для органів виконавчої влади України. Зокрема, запропоновані автором механізми розвитку вітчизняного фондового ринку (унормування сек'юритизаційних операцій з фінансовими активами; приведення у відповідність до стандартів ЄС діючої в Україні системи корпоративного управління у частині проведення операцій злиттів і поглинань компаній на основі механізмів «сквіз-аут» та «сел-аут»; імплементація європейських норм щодо регулювання ринкового обігу похідних фінансових інструментів та проведення економічними агентами третіх країн інвестиційних фондових операцій; запуск ринкового обігу структурованих фінансових продуктів способом комбінування у певних пропорціях інвестиційних інструментів різних класів та ін.) було використано при впровадженні сучасних європейських стандартів.

З повагою,
Президент Асоціації ВАФК Коваленко А. Г.



☎ 0800 204 152

✉ association@vafk.com.ua

01034, м. Київ, вул. Ярославів вал, 7, оф.205