

11. The Ministry of Finance of Ukraine, available at: <http://www.minfin.gov.ua/>
12. The International Monetary Fund «The IMF at a Glance» : <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/glance.htm>
13. President of Ukraine, Decree of the President of Ukraine «On Ukraine's Accession to the Paris Declaration on Improving External Aid Effectiveness», : http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/998_271
14. Accounting Chamber of Ukraine, Decision the Accounting Chamber of Ukraine About the approval of the Strategy for the Involvement, Use and Monitoring of International Technical Assistance and Cooperation with International Financial Institutions for 2013-2016», : // <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/697-2013-%D1%80>
15. Kisters'kyj, L. Prihvor, K. Siks, U. Prihvor, B. and Lypova, T., Resursy mizhnarodnykh orhanizatsij dlia tsilej rozvytku: Posibnyk z prohramuvannia ta koordynatsii proektiv [Resources of International Organizations for the Development: A Manual for Programming and Coordination], Ministry of Finance of Ukraine, Kyiv, 2012, – 152 p.
16. Sideljnykova L.P. Borghova polityka Ukrajinu v umovakh nestabilnoji ekonomiky [The debt policy of the Ukraine in conditions of unstable economy] // Journal «*Ekonomika ta derzhava*», 2011. – № 9. – P. 4–7.
17. P'jatachenko, Gh.O. Jeremenko O.K. etc. Ukrajinu v Mizhnarodnomu valjutnomu fondi : Vstup Ukrajinu do MVF [Ukraine in the International Monetary Fund: Ukraine's accession to the IMF] / The Scientific and Research Financial Institution under the Ministry of Finance of Ukraine, Kyiv, 1997. – 146 p.
18. The International Monetary Fund, «IMF Financial operations» / Finance Department, International Monetary Fund. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2016. – 194 p. : // <http://www.imf.org>

ДАНИ ПРО АВТОРА

Кучер Галина Вікторівна, кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів Київський національний торговельно-економічний університет, Поштова адреса: 02156, м. Київ, вул. Киото, 19.
e-mail: galinakucher@bigmir.net

ДАНИЕ ОБ АВТОРЕ

Кучер Галина Викторовна, кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов Киевский национальный торгово-экономический университет, Ул. Киото, 19, г. Киев, 02156, Украина
e-mail: galinakucher@bigmir.net

DATA ABOUT THE AUTHOR

Galyna Kucher, Ph.D. in Economical Science, Associate Professor Kyiv National University of Trade and Economics, Kyiv 19, Kioto Street, Kyiv, 02156, Ukraine
e-mail: galinakucher@bigmir.net

УДК 331.5: 519.8

DOI: 10.24411/2306–546X-2017-00008

ВПЛИВ ДИСБАЛАНСІВ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ З УРАХУВАННЯМ ТІНЬОВИХ СХЕМ НА ЕКОНОМІЧНИЙ РОЗВИТОК КРАЇНИ

**Лук'яненко І.Г.,
Марковська М.Ю.**

Предметом дослідження є моделювання та емпіричний аналіз впливу дисбалансів фондового ринку України та обсягів тіньового сектору на економічний розвиток країни.

Метою дослідження є аналіз особливостей та масштабів впливу дисбалансів фондового ринку України на макроекономічні показники країни з урахуванням тіньових схем на основі побудованих економетричних моделей панельних даних.

В процесі дослідження було використано загальнонаукові методи аналізу та синтезу, методи порівняльного аналізу, узагальнення, систематизації та групування даних, а також сучасний економіко-математичний інструментарій, зокрема методи та моделі панельних (лонгітюдних) даних.

Результати роботи. Фондовий ринок є одним із найбільш ефективних механізмів залучення та перерозподілу капіталів та відіграє важливу роль у прискоренні економічного розвитку практично всіх країн світу. В той же час, невпорядкований та неузгоджений процес формування українського фондового ринку разом із складною економічною та політичною ситуацією в країні призвели до того, що він не повною мірою виконує функції та призначення, що притаманні ефективним фондовим ринкам розвинутих країн. В першу чергу, це пов'язано з тим, що фондовий ринок України ще досі характеризується фрагментарністю; значними бар'єрами для проходження процедури лістингу та участі у торгах; проблемами з ціноутворенням, можливістю існування корупційних схем та нелегальних операцій з цінними паперами, а також наявністю суттєвих дисбалансів.

Поглиблений статистичний аналіз підтверджує гіпотезу, що обсяг тіньового сектора української економіки та наявність тіньових схем на фондовому ринку України є значним чинником дисбалансів фондового ринку, що підтверджує необхідність врахування тіньових схем при оцінюванні впливу дисбалансів на фондовому ринку України на її економічний розвиток. Результати розрахунків на основі розробленої моделі панельних даних та низки її модифікацій показали, що для країн із фондовими ринками, що перебувають на стадії становлення, важливими факторами, які впливають на ефективність фондового ринку та залучення інвестицій в країну, є фінансовий та економічний імідж на міжнародній арені, легкість і доступність лістингу, що забезпечує збільшення кількості компаній на біржі, а також зменшення обсягів тіньового сектору. Проведений сценарний аналіз впливу позитивних та негативних дисбалансів на фондових ринках на економічний розвиток різних країн підтвердив їх асиметричну властивість. Таким чином, при розробці заходів подолання дисбалансів на фондовому ринку необхідно враховувати як напрям їх дії, так і ризики їх поглиблення у короткостроковій та середньостроковій перспективах.

Результати дослідження можуть бути використані для підтримки прийняття управлінських рішень регуляторами фондового ринку, для формування державної політики та стратегічних напрямів, спрямованих на стимулювання подальшого розвитку та підвищення ефективності фондового ринку України для забезпечення поступової детенізації української економіки, підвищення її економічної безпеки та економічного розвитку.

Висновки. Протягом останніх десяти років спостерігалися значні дисбаланси основних показників функціонування фондового ринку України, а саме капіталізації ринку, обсягів біржових торгів та кількості компаній у вітчизняному лістингу. При цьому існування значної частки тіньової економіки підсилювало негативний ефект впливу зазначених дисбалансів на економічний розвиток (добробут) України. Проведений аналіз показав, що заходи подолання дисбалансів мають адресуватися до першопричин їх виникнення, а саме: нерозвинутості інфраструктури фондового ринку, закритості ринкової інформації, відсутності гарантування захисту прав інвесторів, а також неузгодженості нормативно-правових актів, що регулюють діяльність фондового ринку України зі стандартами ЄС. Такі заходи сприятимуть прискоренню розвитку фондового ринку України, підвищенню його ефективності, суттєвому зниженню можливості використання тіньових схем, активному залученню внутрішніх приватних інвесторів через банківську систему, зниженню ризиків суттєвих дисбалансів, що в кінцевому результаті матиме позитивний ефект на економічну безпеку та економічний розвиток країни.

Ключові слова: фондовий ринок, тіньовий сектор, дисбаланси, економічний розвиток, моделювання, моделі панельних даних.

ВЛИЯНИЕ ДИСБАЛАНСОВ ФОНДОВОГО РИНКА УКРАИНЫ С УЧЕТОМ ТЕНЕВЫХ СХЕМ НА ЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ СТРАНЫ

**Лукьяненко И.Г.,
Марковская М.Ю.**

Предметом исследования является моделирование и эмпирический анализ влияния дисбалансов на фондовом рынке Украины, а также объема теневого сектора на экономическое развитие страны.

Целью исследования является анализ особенностей и масштаба влияния дисбалансов на фондовом рынке Украины на макроэкономические показатели страны с учетом теневых схем на основе построенных эконометрических моделей панельных данных.

В процессе исследования были использованы общенаучные методы анализа и синтеза, методы сравнительного анализа, обобщения, систематизации и группирования данных, а также современный экономико-математический инструментарий, а именно методы и модели панельных (лонгитюдных) данных.

Результаты работы. Фондовый рынок является одним из наиболее эффективных механизмов привлечения и перераспределения капитала и играет важную роль в ускорении экономического развития практически всех стран мира. В тоже время, неупорядоченный и несогласованный процесс развития украинского фондового рынка вместе со сложной экономической и политической ситуацией в стране привели к тому, что он не в полной мере исполняет функции и назначения, присущие эффективным фондовым рынкам развитых стран. В первую очередь, это связано с тем, что фондовый рынок Украины еще до сих пор характеризуется фрагментарностью; значительными барьерами для прохождения процедуры листинга и участия в торгах; проблемами с ценообразованием, существованием коррупционных схем и нелегальных операций с ценными бумагами, а также существованием существенных дисбалансов.

Детальный статистический анализ подтверждает гипотезу, что объем теневого сектора украинской экономики и существование теневых схем на фондовом рынке Украины есть значительным фактором дисбалансов фондового рынка, что подтверждает необходимость учитывать теневые схемы при оценке влияния дисбалансов на фондовом рынке Украины на её экономическое развитие. Результаты расчетов на основе разработанной модели панельных данных и серии её модификаций показали, что для стран с фондовыми рынками, которые находятся на

стадии становления, важными факторами, которые влияют на эффективность фондового рынка и привлечения инвестиций в страну, являются финансовый и экономический имидж на международной арене, легкость и доступность листинга, которые обеспечивают увеличения количества компаний на бирже, а также уменьшение объемов теневого сектора. Проведенный сценарный анализ влияния позитивных и негативных дисбалансов на фондовых рынках разных стран на их экономическое развитие подтвердил их асимметричное свойство. Таким образом, при разработке мер преодоления дисбалансов на фондовом рынке необходимо учитывать как направление их действия, так и риски их усиления в краткосрочной и среднесрочной перспективах.

Результаты исследования могут быть использованы для поддержки принятия управленческих решений регуляторами фондового рынка, формирования политики страны и стратегических направлений, нацеленных на стимулирование следующего развития и увеличения эффективности фондового рынка Украины для обеспечения постепенной детенизации украинской экономики, увеличения её экономической безопасности и экономического развития.

Выводы. На протяжении последних десяти лет наблюдались значительные дисбалансы основных показателей функционирования фондового рынка Украины, а именно капитализации рынка, объемов биржевых торгов и количества компаний в отечественном листинге. При этом существование значительной доли теневой экономики усиливало негативный эффект влияния указанных дисбалансов на экономическое развитие (благополучие) Украины. Проведенный анализ показал, что меры преодоления дисбалансов должны быть адресованы к первопричинам их возникновения, а именно: неразвитости инфраструктуры фондового рынка, закрытости рыночной информации, отсутствия гарантирования защиты прав инвесторов, а также несогласованности нормативно-правовых актов, которые регулируют деятельность фондового рынка Украины со стандартами ЕС. Такие меры будут способствовать ускоренному развитию фондового рынка Украины, увеличению его эффективности, существенному снижению возможности использования теневых схем, активному привлечению внутренних частных инвесторов через банковскую систему, снижению рисков существенных дисбалансов, что, в конечном итоге, будет иметь позитивное влияние на экономическую безопасность и экономическое развитие страны.

Ключевые слова: фондовый рынок, теневой сектор, дисбалансы, экономическое развитие, моделирование, модели панельных данных.

INFLUENCE OF UKRAINIAN STOCK MARKET MISBALANCES ON ECONOMIC DEVELOPMENT OF THE COUNTRY WITH CONSIDERATION OF SHADOW ECONOMY SCHEMES

Lukianenko I.G.,
Markovska M.Yu.

The subject of the following research is modeling and empirical analysis of the influence of Ukrainian stock market misbalances and shadow economy volume on country economic development.

The purpose of the research is the analysis of scale and peculiarities of Ukrainian stock market misbalances on country macroeconomic indicators with respect of shadow economy schemes using developed econometric panel data models.

During the following research general scientific methods of analysis and synthesis were used as well as comparative analysis, generalization, systematization and grouping of data, economic and mathematic tools, particularly panel data methods and models.

Research results. Stock market is one of the most efficient ways of mobilization and allocation of capital. It plays an important role in acceleration of economic development of literally every country in the world. At the same time, unordered and inconsistent development of Ukrainian stock market as well as difficult economic and political country situation led to its inability to fully serve its functions which are inherent for efficient stock markets of developed countries. Firstly, this phenomenon is caused by Ukrainian stock market fragmentation; significant barriers during listing procedures and trade participation; pricing problems, existence of corruption schemes and illegal security operations and existence of significant misbalances.

Advanced statistical analysis confirms hypothesis that shadow economy volume and shadow economy schemes existence on Ukrainian stock market are considerable factors of stock market misbalances. This confirms the necessity to take into account shadow economy schemes while evaluating the influence of Ukrainian stock market misbalances on country economic development. Calculation results based on developed econometric panel data model and a sequence of its modifications showed that for countries with developing stock markets significant and influential for its efficiency and investment attraction are financial and economic international image, listing easiness and accessibility which leads to the numbers of listed companies increase and shadow economy volume decrease. Conducted scenario analysis of positive and negative stock market misbalances influence in different countries on their economic development proved its asymmetrical feature. Accordingly, while developing stock market misbalances overcoming measures one should consider the its direction and deepening risks both in the short and middle run.

Research results can be used for supporting managerial decisions of stock market regulatory entities, developing of state policy and strategic perspectives aimed on stimulation of future development and efficiency

enhancement of Ukrainian stock market for the accommodation of gradual decrease of Ukrainian shadow economy volume, economic safety increase and economic development.

Conclusions. During the last ten years considerable misbalances took place on Ukrainian stock market, especially the indicators such as market capitalization, volume of trades and the number of listed companies. At the time, significant share of shadow economy enhanced the negative effect mentioned above misbalances on economic development (welfare) of Ukraine. Conducted analysis revealed that misbalances overcoming measures should address first causes of its emergence, in essence immature stock market infrastructure, reserved market information, absence of investor rights ensuring, and inconsistency of Ukrainian stock market regulatory laws with EU standards. There measures will facilitate Ukrainian stock market development, its efficiency increase, considerable decrease of shadow economy opportunities, active involvement of internal private investors through banking system, risk of significant misbalances decrease. This altogether will finally have positive influence on economic safety and country economic development.

Key words: *stock market, shadow economy, misbalances, economic development, modeling, panel data models.*

Актуальність та постановка проблеми. Розвиток фондового ринку є важливим фактором ефективного функціонування економіки країни загалом, а також забезпечення конкурентоздатності її підприємств на міжнародних та національних ринках. В сучасних умовах ефективність залучення ресурсів на фінансових ринках відіграє важливу роль у формуванні потужного виробничого сектору в більшості розвинутих країн. Проте, за рахунок дисбалансів фондового ринку залучення ресурсів українськими підприємствами відбувається повільно та неефективно. Більше того, тіньовий сектор займає відчутну частку української економіки, що обмежує можливості для економічного розвитку в країні. Відповідно, поглибленого аналізу потребує визначення закономірностей та особливостей функціонування фондового ринку України порівняно з іншими країнами світу; дослідження його фрагментарності, причин виникнення та існування дисбалансів, а також тіньових схем. При цьому, оцінювання впливу дисбалансів фондового ринку та обсягів тіньового сектору на показники економічного розвитку країни потребує застосування адекватного економіко-математичного інструментарію, зокрема економетричних моделей панельних даних, що, на відміну від інших існуючих підходів, дає можливість розширити статистичну базу та порівняти різні країни в даному контексті з урахуванням специфіки їх розвитку та стартових умов. Більш того, реалізація розробленого комплексу економетричних моделей та проведення на його основі сценарного аналізу за різних припущень та ризиків дозволить визначити проблемні явища, які призводять до виникнення дисбалансів та застосування тіньових схем, що дасть змогу розробити дієві заходи подолання їх можливих негативних наслідків в короткостроковій та середньостроковій перспективах.

Саме тому дослідження впливу дисбалансів фондового ринку України та обсягів тіньового сектору на економічний розвиток країни та пошук шляхів його коригування з застосуванням економіко-математичного інструментарію є досить актуальним та важливим завданням.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Проблемам становлення, розвитку та дисбалансів, що виникають на фондових ринках, а також особливостям їх моделювання присвячено значну кількість наукових та емпіричних досліджень, які знайшли широке відображення в працях як західних, так і українських вчених та фахівців, серед яких слід відзначити наукові праці В. Базиловича, М. Баска, Т. Боголіба, В. Вірченка, Е. Мюсонера, Р. Рака, В. Сафарі, П. Селліна, Н. Чена, Х. Ченга, В. Шелудька та інших, в яких розкривається сутність та структура фондових ринків [1, 9, 11, 17, 23, 25, 29]. Структурні моделі фондових ринків достатньо плідно досліджували такі науковці і фахівці як К. Асенманчер- Веше, М. Баск, Ж. Гарбар, С. Герлач, Н. Гребеник, О. Кірсеєв, П. Селлін, М. Шаповалова тощо [2, 10, 21, 22, 27]. Питання фрагментарності фондового ринку України достатньо глибоко аналізували Т. Тормозова, В. Федірко, І. Школьник та інші [15, 16, 18]. Т. Васильєва, К. Клименко, Л. Комарек, О. Корнійчук, І. Кубікова, Р. Семко, В. Федірко присвятили свої праці виявленню дисбалансів на фондовому ринку України та причин, що призводять до їх виникнення [5, 6, 13, 16, 24, 30]. Світовий досвід організації фондових бірж в контексті можливостей їх використання в Україні було достатньо детально висвітлено в роботі [3]. Питання тіньової економіки та оцінювання їх обсягів в економіці різних країн світу досліджували О. Корнійчук, В. Рейкін, В. Танзі, Ф. Шнайдер та багато інших [6, 12, 28, 29]. Дослідженню впливу показників функціонування фондового ринку на макроекономічні показники розвитку економік країн світу присвячені праці К. Калинця, К. Клименка, Е. Мюсонера, В. Попка, В. Сафарі, О. Черняка, О. Чернової [3, 5, 7, 20, 25]. Проблеми моделювання процесів, що відбуваються на фондових ринках, зокрема моделювання розвитку фондових бульбашок, оцінювання фінансових дисбалансів та їх впливу на економічне зростання знайшли відображення в працях Т. Васильєвої, В. Гейця, Т. Клебанової, Л. Комарека, І. Кубікової, І. Лук'яненко, Ж. Руденбуша, Е. Свенсона, Р. Семка, М. Скрипниченко, О. Черняка, С. Шумської та інших [4, 7, 14, 19, 24, 26, 30].

Аналіз наукових праць українських та західних вчених дозволяє зробити висновок, що не зважаючи на достатню кількість теоретичних та емпіричних досліджень з питань формування та розвитку фондових ринків, поглибленого дослідження все ще потребують проблеми оцінювання впливу дисбалансів на фондовому ринку на макроекономічні показники різних країн, включаючи Україну, залежно від рівня економічного розвитку, типу структурної моделі фондового ринку, врахування можливості існування тіньових схем, що, в свою чергу, неможливо без розробки та застосування сучасних економіко-математичних методів та моделей.

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є аналіз особливостей та масштабів впливу дисбалансів фондового ринку України на макроекономічні показники країни з урахуванням тіньових схем на основі розробленого комплексу економетричних моделей панельних даних.

Відповідно до поставленої мети було сформульовано такі завдання: розкрити особливості функціонування фондового ринку України; систематизувати основні макроекономічні показники, що відображають рівень економічного розвитку країни; виявити та дослідити основні дисбаланси, характерні для фондового ринку України та інших країн світу; розкрити базові взаємозалежності між розвитком фондового ринку та рівнем економічного розвитку країни; проаналізувати основні методи обчислення обсягів тіньового сектору та визначити динаміку їх змін для економіки України; розробити комплекс економіко-математичних моделей для оцінки дисбалансів фондового ринку України та визначення причин їх виникнення з урахуванням тіньових схем; виявити та оцінити вплив дисбалансів фондового ринку України на розвиток економіки; розробити заходи подолання дисбалансів на фондовому ринку України з урахуванням зростаючої частки тіньового сектору.

Отримані результати. Фондовий ринок є одним із найбільш ефективних механізмів залучення та перерозподілу капіталів, що використовується більшістю країн світу, як розвиненими, так і тими, що розвиваються. Він сприяє примноженню національного багатства та відіграє важливу роль у прискоренні економічного розвитку практично всіх країн світу.

На жаль потенціал фондового ринку України на сьогодні практично не використовується. Більш того, невпорядкований та неузгоджений процес його формування разом із складною економічною та політичною ситуацією в країні призвели до того, що фондовий ринок України не повною мірою виконує функції та призначення, що притаманні ефективним фондовим ринкам розвинутих країн. Присутні також проблеми з процесом ціноутворення на українському фондовому ринку, оскільки він де-факто функціонує як арена перерозподілу прав власності, внаслідок чого ціна на цінні папери формується не під впливом зрівноваження попиту та пропозиції, а переважно як вартість або вага того чи іншого цінного паперу в контрольному пакеті. Існують і значні бар'єри для проходження процедури лістингу та участі в торгах. Крім того, відсутність повноважень головного регулятора – Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) по притягненню до відповідальності за порушення законодавства в питаннях функціонування фондового ринку та здійсненню відповідного покарання створює передумови для існування корупційних схем та нелегальних операцій з цінними паперами, що, таким чином, унеможлиблює формування ефективного ринку через законотворчу та законодавчу діяльність.

Більш того, український фондовий ринок характеризується значною фрагментарністю, яка полягає у наявності бар'єрів при взаємодії між учасниками та агентами ринку, що призводить до порушення єдності та цілісності системи ринку. В даному випадку бар'єри слід розуміти як окремі особливості побудови ринку цінних паперів, що створюють перешкоди для взаємодії елементів та підсистем однієї системи. В результаті підсистеми та елементи ізолюються один від одного та починають розвиватися автономно, переслідуючи цілі, відмінні від спільних. Такий стан ринку є неефективним з точки зору перерозподілу грошових ресурсів. Основні типи фрагментарностей фондового ринку, узагальнено зображено на рисунку 1.



Рисунок 1. Типи фрагментарності фондового ринку

Джерело: побудовано авторами на основі [15].

Для України найбільш характерними є інформаційна та організаційна фрагментарності, зважаючи на існування асиметричної інформації та обмеженого доступу на ринок.

Окрім фрагментарності, особливу рисою українського фондового ринку є наявність суттєвих дисбалансів. Дисбаланси фондового ринку визначаються як відхилення основних показників функціонування ринку, а саме капіталізації фондового ринку, обсягів торгів, біржового індексу, від рівноважного стану. Під рівноважним станом слід розуміти такі рівні перелічених вище показників, за яких спостерігалось ефективне виконання фондовим ринком основних функцій та його поступовий розвиток [11].

На рисунку 2 систематизовано основні причини виникнення дисбалансів на фондовому ринку України за структурними складовими.



Рисунок 2. Класифікація причин виникнення дисбалансів на фондовому ринку України за структурними складовими

Джерело: розроблено авторами на основі [5], [16]

Як можна побачити з наведеної на рисунку 2 класифікації однією з важливих причин виникнення дисбалансів на фондовому ринку України є достатньо малий перелік інвестиційно привабливих об'єктів, який значно скоротився після впровадження серії рішень НКЦПФР в серпні 2015-го року про вилучення з лістингу більше 100 підприємств та відповідне вилучення з обігу цінних паперів даних емітентів. Такі заходи були вимушеними, оскільки компанії, що потрапили під санкції, фальсифікували фінансову звітність, внаслідок чого акції були переоцінені і не відповідали реальній вартості підприємств. Як видно з графіків, наведених на рисунку 3, кількість компаній у лістингу повністю повторює тренд капіталізації ринку.

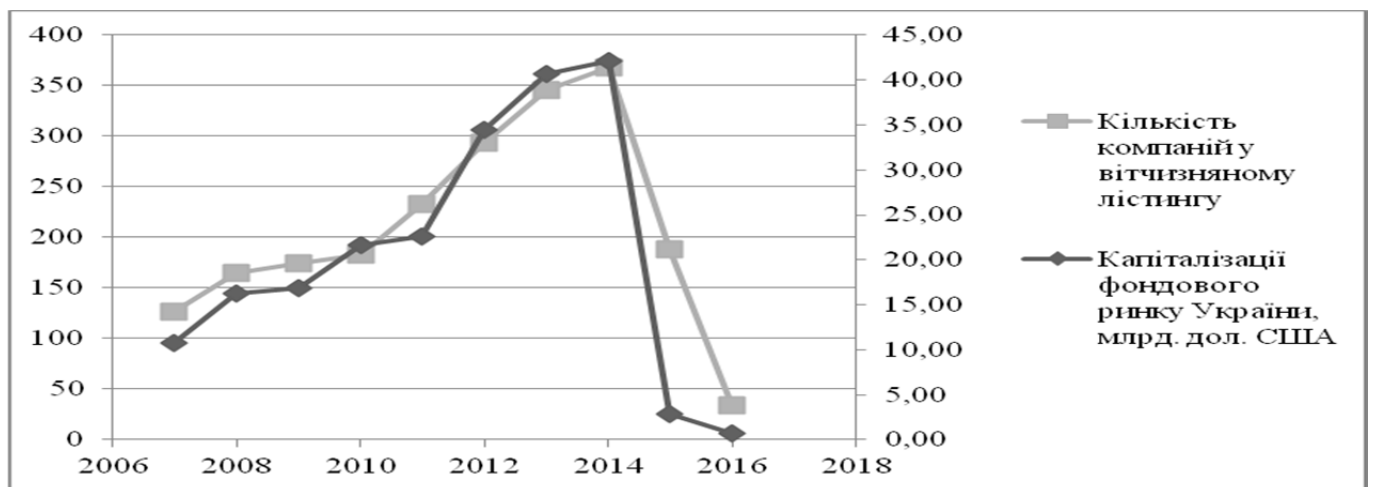


Рисунок 3. Динаміка кількості компаній у вітчизняному лістингу (шт.) та капіталізації фондового ринку України (дол. США) протягом 2007-2016 рр.

Джерело: побудовано авторами на основі [31].

Іншою причиною дисбалансів, пов'язаною з інфраструктурним середовищем фондового ринку, є переважання частки неорганізованого ринку. Як видно з графіків, наведених на рисунку 4, остання коливається на рівні 70-80%.

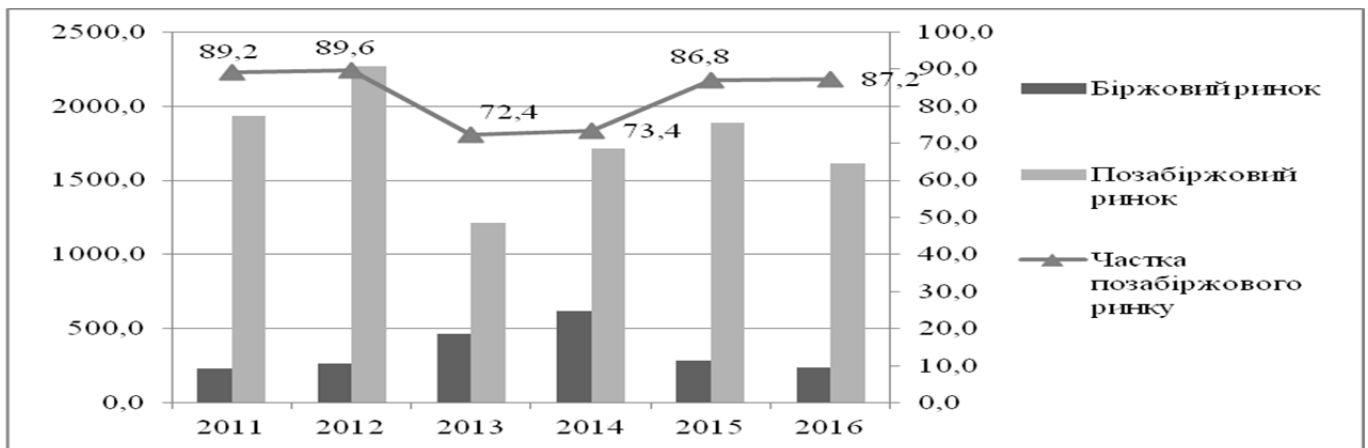


Рисунок 4. Динаміка обсягів біржового та позабіржового ринків (млрд.грн.) та частки позабіржового ринку в загальному ринку цінних паперів України (%) протягом 2011-2016 рр.

Джерело: побудовано авторами на основі [8].

До того ж, протягом останніх трьох років спостерігався ріст даного показника. При цьому на неорганізованому ринку зазвичай укладаються угоди зі «смітними акціями» – акціями неіснуючих або збанкрутілих підприємств, які не мають жодної цінності, але через брак впорядкованої системи реєстру залишаються в обігу та використовуються у нелегальних фінансових схемах. Водночас регульований ринок є ненасиченим, розпороченим та не відображає реальної торгівельної активності. На противагу, досвід розвинених фондових ринків свідчить про необхідність мати сильну позицію регульованого ринку з нижньою межею в середньому 25–30 %. У розвинутих країнах цей показник ще вищий: у США співвідношення обсягів біржової та позабіржової торгівлі становить від 3 до 1%, в Японії обсяг позабіржових угод з акціями становить 1 % загального обсягу угод, в Канаді та Франції – до 3–4 % [16]. Також негативний вплив на розвиток фондового ринку має зростаючий рівень тіншового сектору України. Зауважимо, що даний фактор є негативним чинником, що впливає на всі сфери економіки країни і фондовий ринок не є виключенням, зокрема фондовий ринок України є тіншовим місцем суперництва вітчизняних фінансово-промислових груп (ФПГ) і транснаціональних компаній (ТНК) з міжнародними ТНК і фінансовими структурами за найбільш вигідні умови «придбання» акцій та інших цінних паперів. При цьому, ключові суб'єкти господарювання – малий та середній бізнес, міноритарні акціонери – за рахунок високого тиску ФПГ і ТНК практично недопущені до продуктивного залучення і використання фінансових ресурсів. Слід зауважити, що рівень тінзації фондового ринку корелює з рівнем тінзації української економіки загалом. З аналізу графіків, наведених на рисунку 5 можна зробити висновок про схожість трендів відносної капіталізації та частки тіншового сектору, що вказує на існування тіншових схем на фондовому ринку, які значно впливають на його ефективність, а розбіжність в трендах 2015 та 2016 років може бути пояснена значними дисбалансами, що спотергались в даний період на фондовому ринку, зокрема значним дисбалансом показника капіталізації фондового ринку України, спричиненого вилученням з лістингу майже половини компаній.



Рисунок 5. Динаміка відносної капіталізації фондового ринку України та частки тіншового сектору у ВВП протягом 2007-2016 рр., %

Джерело: побудовано авторами на основі даних [8] та [29].

Більш того, додатково проведений поглиблений статистичний аналіз підтверджує гіпотезу, що обсяг тіншового сектора української економіки та наявність тіншових схем на фондовому ринку України є значним чинником дисбалансів фондового ринку, що підтверджує необхідність врахування тіншових схем при оцінюванні їх впливу на економічний розвиток країни на основі побудови адекватного економіко-математичного інструментарію.

Для моделювання взаємозв'язків між показниками функціонування фондових ринків та макроекономічними показниками України та інших країн Європи та США в якості найбільш поширених та використовуваних показників функціонування фондового ринку було обрано показники капіталізації фондового ринку, обсягів торгів на біржах та біржовий індекс.

Загалом, капіталізація є базовим індикатором масштабу, ефективності та розвитку фондового ринку будь-якої країни. Під капіталізацією розуміють сукупну вартість всіх цінних паперів, що обертаються на ринку. Одним із підходів вимірювання даного показника є також сукупна капіталізація всіх компаній, що входять до лістингу. Саме даний показник обрано нами в подальшому при моделюванні. Показник капіталізації фондового ринку доцільно розглядати в комплексі з іншими показниками ефективності ринку. Для прикладу, згідно зі світовим досвідом існує два взаємопов'язані показники ефективності біржової торгівлі: 1) комплексний показник ефективності біржової діяльності, що передбачає оцінку потужності її розвитку та конкурентоспроможності на внутрішньому і зовнішньому ринках; 2) поточний показник ефективності діяльності фондової біржі, що відображає тенденції розвитку ринку та вплив різних чинників на динаміку процесу купівлі-продажу цінних паперів.

В якості комплексного показника на основі сформульованих його характеристик було обрано для подальшого аналізу та моделювання показник капіталізації фондового ринку, що збігається з наведеним вище означенням. Поточний показник ефективної діяльності достатньо коректно відображається біржовим індексом країн, а показник обсягу торгів може слугувати третім показником ефективності фондового ринку країни, оскільки є індикатором ділової активності на ринку та залученості наявного в країні капіталу до біржового обігу. Таким чином, обсяг торгів є вдалим доповненням до попередніх двох показників.

В якості макроекономічних індикаторів, що узагальнено відображають добробут було обрано валовий внутрішній продукт та інвестиції в країну, а також обсяги залученого додаткового капіталу в економіку.

Проведений попередній кореляційний аналіз взаємозв'язку індикаторів ефективності фінансової системи та фондового ринку на макроекономічні показники багатьох країн світу, включаючи України, виявив значну позитивну кореляцію таких фінансових індикаторів як готівковий обіг, обсяг кредитів приватному сектору та капіталізація фондового ринку з ВВП для переважної більшості країн.

Важливим при моделюванні впливу дисбалансів фондового ринку України на економічний розвиток є адекватне оцінювання обсягів тіншової економіки, оскільки існування тіншових схем, як було обґрунтовано вище, суттєво сприяє їх виникненню. Вимірювання обсягів тіншової економіки є складним завданням за своєю суттю, оскільки операції, що здійснюються в даному секторі мають на меті бути прихованими від державних та ринкових регуляторів. Найбільш популярними методами обчислення тіншової економіки, які використовують дослідники та державні установи в більшості європейських країн, є монетарні методи. В основі даних методів лежить припущення, що транзакції в тіншовому секторі відбуваються за посередництва готівкових коштів. Відповідно, будь-які відхилення обсягів готівки поза банками можна трактувати як динаміку розвитку чи зменшення тіншового сектору.

Одним з поширених методів розрахунку обсягів тіншової економіки є використання регресійного аналізу, зокрема базової багатофакторної регресійної моделі попиту на готівку, запропонованої Танзі у 1983 р. [28]:

$$\ln\left(\frac{C_t}{M2_t}\right) = \beta_0 + \beta_1 \ln(1 + TW_t) + \beta_2 \ln\left(\frac{WS_t}{Y_t}\right) + \beta_3 \ln R_t + \beta_4 \ln\left(\frac{Y_t}{N_t}\right) + u_t, \quad (1)$$

де C_t – готівка поза банками в періоді t ; $M2_t$ – грошовий агрегат M2 в періоді t ; TW_t – середня податкова ставка в період t , що розраховується як середнє зважене ставок основних податків в країні (для України – податок на прибуток, податок на доходи фізичних осіб, податок на додану вартість); WS_t – обсяг заробітної плати у періоді t ; Y_t – номінальний національний дохід у періоді t ; R_t – мінімальна процентна ставка за депозитами в періоді t ; N_t – кількість населення в періоді t .

Зауважимо, що в модель (1) включені ті фактори, що створюють передумови для переходу ділової активності в тіншовий сектор. Вимірявши надлишок готівки за формулою (1), отримане число можна домножити на швидкість обігу готівки в офіційній економіці (деякі дослідники роблять припущення, що швидкість обігу грошей у тіншовому секторі на 10% більша, ніж в офіційному, зважаючи на обмеженість у розрахункових методах та специфіку готівкового обігу) і, таким чином, отримати значення обсягу тіншового сектору.

Іншим популярним методом є метод Гутмана. Для відображення тіншової економіки П. Гутман використав співвідношення між готівковими коштами й обсягом банківських депозитів (уперше такий прийом для пояснення динаміки тіншової економіки запропонував Ф. Кейган у 1958 р., пояснивши зростання попиту на готівку нелегальними трансакціями «чорного» ринку США) [12]. Метод Гутмана ґрунтується на додатковому припущенні, що величина запропонованого індикатора є постійно «нормальною» в певний базовий період, у якому тіншова економіка відсутня, а динаміка збільшення попиту на валюту відображає наростання тіншових тенденцій. Таким

чином, індикатор Гутмана є по суті обсягом тіньового сектору в періоді t . При цьому взаємозв'язок між ВВП та попитом на готівку визначається за відносно простими формулами:

$$T_t = GDP_t \times (f_t - 1), \quad (2)$$

де T_t – обсяг тіньового сектору (індикатор Гутмана) в періоді t ; GDP_t – номінальний валовий внутрішній продукт у період t ; f_t – зміна співвідношення готівкових грошей та вкладів (до запитання й термінові депозити) у розрахунковому (t -му) періоді відносно базового періоду (t_0).

$$f_t = (M0_t / D_t) / (M0_0 / D_0), \quad (3)$$

де D_t – банківські депозити в розрахунковому періоді t ; D_0 – банківські кредити в базовому періоді; $M0_t$ – готівка в розрахунковому періоді t ; $M0_0$ – готівка в базовому періоді.

Саме даний метод у дещо модифікованому вигляді було використано в даному дослідженні для обчислення обсягів тіньового сектору економіки України, а саме, зважаючи на відмінність української економіки (та її фінансового сектору зокрема) від американської, на базі якої була виведена формула (2), в ній замість показника банківських депозитів було використано грошовий агрегат M2, аналогічно до залежної змінної у моделі попиту на готівкові кошти Танзі (1). Така заміна, на нашу думку, усуває проблему переважання готівкових коштів над депозитними вкладеннями. Обчислення були здійснені на основі квартальних даних НБУ для незалежних змінних у формулі (2) – готівки поза банками та банківських депозитів.

Варто зазначити певні недоліки моделі Гутмана, зокрема припущення про нульовий рівень тіньової економіки в базовий період. Для України в межах використаної вибірки за нульовий період був обраний другий квартал 2008-го року, що мав найменший показник M0/M2. Очевидно, що таке припущення в даній ситуації є нерелевантним. Проте, завдяки широкому часовому діапазону, який вдалося досягти завдяки використанню квартальних даних, неточність припущення не значно погіршила результат.

З метою порівняння ефективності методу Гутмана в умовах української економіки, отримані результати було співставлено з результатами, отриманими у дослідженні Шнайдером [29], які виявились достатньо подібними, в чому можна переконатися з аналізу графіків, відображених на рисунку 6.

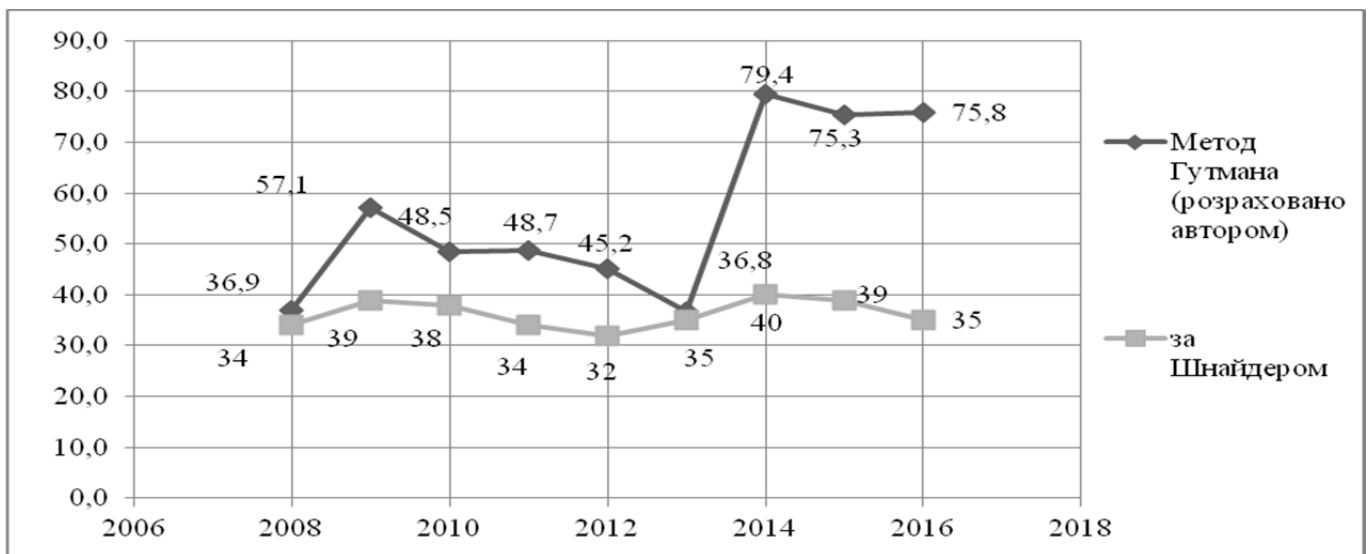


Рисунок 6. Обсяги тіньової економіки в Україні протягом 2008-2016 рр, % від ВВП

Джерело: *розраховано авторами, [29].*

Однак слід зауважити, що отримані в даному дослідженні дані є дещо вищими за розраховані Шнайдером обсяги тіньового економіки України, що можна пояснити недоліками моделі Гутмана, зокрема при використанні показника зміни готівки поза банками враховуються фактори збільшення попиту на готівку, що не пов'язані з тіньовим сектором. Проте, в 2008 та 2013 роках результати майже збігаються. До того ж, спостерігається схожість трендів обох часових рядів. Відповідно, можемо зробити висновок про відносну адекватність та придатність застосування індикатора Гутмана для обчислення тіньового сектору України.

Для моделювання та кількісного оцінювання впливу дисбалансів фондового ринку України на економічний розвиток з урахуванням тіньових схем було використано економетричний метод панельних даних, сутність якого полягає в можливості побудови економетричних моделей на основі комбінації часових та варіаційних рядів. Перевагою даного типу моделей є можливість побудови більш складних та реалістичних моделей ніж, наприклад, моделі багатфакторного регресійного аналізу, та здійснення одночасного аналізу для великої групи країн або галузей, зокрема нами після попередньо проведеного поглибленого математико-статистичного та кореляційного аналізу було відібрано одинадцять країн, серед яких США як представник країни із орієнтованою на фондовий ринок фінансовою системою; Франція, Німеччина, Італія, Норвегія – як розвинені країни із сильною

банкоцентричною системою; Польща, Чехія, Словаччина, Угорщина, Австрія – як представники країн із фондовим ринком, що перебуває на стадії становлення, а також Україна тощо. Вибірка для даного дослідження охоплює 2007-2016 рр. В якості статистичної бази було використано дані Світового Банку, а також НКЦПФР, НБУ тощо. Залежною змінною в моделі є валовий внутрішній продукт для i -ї країни в t -період (GDP_{it}), виражений в доларах США. В якості незалежних змінних використано: ринкову капіталізацію ($MARKET_CAP_{it}$), що обчислювалась як ринкова капіталізація всіх компаній i -ї країни в t -період у лістингу та виражена в доларах США; обсяг торгів акціями в i -ї країні на кінець t -го періоду ($STOCS_TR_{it}$), виражений в доларах США; біржовий індекс S&P для i -ї країни в t -період (S_P_{it}), виражений в пунктах; кількість компаній i -ї країни в t -період у лістингу ($LISTED_C_{it}$), шт., а також обсяг тіншового сектору i -ї країни в t -період ($SHADE_{it}$) як відсоток від ВВП відповідної країни.

З урахуванням наведених вище позначень запропонована модель панельних даних має такий узагальний вигляд:

$$GDP_{it} = c + \mu_i + \beta_1 MARKET_CAP_{it} + \beta_2 STOCS_TR_{it} + \beta_3 S_P_{it} + \beta_4 LISTED_C_{it} + \beta_5 SHADE_{it} + u_{it}, \quad (4)$$

де c - загальний перетин; μ_i - специфічні ефекти (перетини) для кожної i -ї країни, які дозволяють оцінити та порівняти відмінності між країнами вибірки; u_{it} - випадкові величини для i -ї країни в t -період

Шляхом реалізації моделі (4) за різних її модифікацій вдалося підтвердити ряд гіпотез, які теоретично припускались різними дослідниками. Зокрема, практично для всіх країн вибірки, а саме США, Франції, Німеччини, Італії, Польщі, Чехії, Словаччини, Угорщини, Австрії та України, такі показники функціонування фондового ринку як його капіталізація, обсяги торгів та кількість компаній у лістингу мали значимий позитивний вплив на ВВП. Для країн Центральної та Східної Європи негативний вплив мали біржовий індекс та обсяг тіншового сектору. На противагу, для групи розвинених країн показник обсягів тіншової економіки виявився незначимим.

Як приклад, наведемо результати розрахунків за модифікованою моделлю (4) для кількісного оцінювання впливу дисбалансів фондового ринку з урахуванням тіншового сектору на економічний добробут (розвиток, виражений показником ВВП), сфокусувавшись лише на порівнянні ситуації в Україні і більшості колишніх соціалістичних країн, зокрема країн Центральної та Східної Європи (ЦСЄ), частка тіншового сектору в яких все ще залишається значимою. Після оцінки на реальних даних модель (4) для даної групи країн мала такий вигляд (в дужках наведено значення t -статистики):

$$GDP_{it} = 3.13 \times 10^{11} + \mu_i - 3.66 \times 10^8 S_P_{it} - 3.86 \times 10^9 SHADE_{it} + 71803165 LISTED_C_{it} \quad (5)$$

(7.95) (-5.22) (-2.19) (2.38)

Для визначення коректної специфікації моделі (5) як моделі лонгітюдних даних з фіксованими чи випадковими ефектами, було застосовано низку тестів, зокрема тест Хаусмана, а також тест на надлишкові фіксовані ефекти, які підтвердили, що модель (5) слід розглядати як модель панельних даних з фіксованими ефектами, оцінені значення яких (μ_i) для економії місяця не наводяться.

Проведена додаткова діагностика моделі за основними критеріями дозволила зробити висновок про її адекватність та коректність, а також статистичну значимість всіх оцінених параметрів.

Як показує аналіз результатів розрахунків, біржовий індекс S&P має негативний ефект, вірогідно, через низькі рейтинги даних країн, що погіршує інвестиційну привабливість та притік до них фінансів через фондові ринки. Крім того, для країн ЦСЄ та України обсяги тіншової економіки мають також відчутний негативний вплив на економічний розвиток. Більш того, попередні розрахунки виявили суттєву незначимість показників капіталізації фондового ринку та обсягу торгів, що можна пояснити недостатньою розвиненістю фондової торгівлі в досліджуємі групі країн. При цьому, значення фіксованого ефекту (перетину) для Польщі є значно більшим за відповідні фіксовані ефекти інших країн вибірки, що свідчить про значну перевагу фондового ринку даної країни серед аналізованої групи країн. Отже, можемо зробити висновок: для країн із фондовими ринками, що перебувають на стадії становлення, важливими факторами, що впливають на ефективність фондового ринку та залучення інвестицій в країну, є фінансовий та економічний імідж на міжнародній арені, легкість і доступність лістингу, що забезпечує збільшення кількості компаній на біржі, а також зменшення обсягів тіншового сектору.

На основі оціненої економетричної моделі панельних даних для країн Європи, США та України було також кількісно оцінено вплив позитивних та негативних дисбалансів на фондових ринках даних країн на їх економічний розвиток (добробут) за декількома сценаріями. Зауважимо, як було визначено попередньо, найбільш характерними дисбалансами, що виникають на фондових ринках, зокрема і України, є зміни ринкової капіталізації, біржового індексу, обсягів торгів та кількості компаній у лістингу.

Припущенням для позитивного (оптимістичного) та негативного (песимістичного) сценарію було зростання або падіння на 50-60% значень відповідних показників за останні 2-3 роки. Припущенням для нейтрального сценарію було зростання або падіння визначених показників, залежно від тренду попередніх 3-5 років, на 2-5% від значення кожного окремого показника за останній рік.

Всього було здійснено перевірку семи сценаріїв: позитивного (оптимістичного) та негативного (песимістичного) для трьох основних показників функціонування фондового ринку, а також нейтрального.

Як приклад, в таблиці 1 наведемо результати сценарного аналізу на основі моделі (4) зі зміною коефіцієнтів при основних факторах за різних припущень щодо можливого виникнення різноманітних дисбалансів.

Так наприклад, аналіз отриманих результатів показує, що за нейтрального сценарію, коли досліджувані незалежні змінні залишатимуться на рівні статистичних спостережень останніх 2-3 років, вплив ринкової капіталізації та обсягів біржових торгів на ВВП країн зростуть на 24% та 69% відповідно, тоді як вплив кількості компаній у лістингу зменшиться на 11,5%. Таким чином, важливість ділової активності на фондових ринках країн Європи, США та України зростатиме за нейтральної динаміки показників функціонування ринків.

Аналізуючи сценарії із позитивними та негативними дисбалансами, можна зробити висновок, що позитивні дисбаланси в основному призводять до зменшення коефіцієнтів при незалежних змінних, тим самим зменшуючи важливість їх впливу на ВВП. Натомість негативні дисбаланси переважно призводять до зростання їх впливу на ВВП країн. Відповідно спостерігається обернена залежність між силою впливу показників функціонування фондового ринку на ВВП та напрямом дисбалансів у цих показниках. Можна припустити, що чим обмеженішим стає можливість залучення капіталу за допомогою фондового ринку, тим більшу роль відіграє ефективність існуючого рівня розвитку біржі для економіки.

Таблиця 1. Порівняння результатів оцінювання моделі (4) в залежності від сценаріїв дисбалансів різних показників функціонування фондового ринку

		Коефіцієнт при незалежній змінній						
		Абсолютні значення				Зміна		
Показник із дисбалансом	Показник незалежної змінної	Позитивний	Негативний	Нейтральний	Базовий	Позитивний	Негативний	Нейтральний
Ринкова капіталізація	Ринкова капіталізація	0,21622	0,34349	0,27785	0,22301	-3,0	54,0	24,6
	Обсяг торгів		0,06774	0,12055	0,07104		-4,7	69,7
	К-ть компаній у лістингу		1,3E+09	1,2E+09	1,3E+09		-4,3	-11,5
Обсяг торгів	Ринкова капіталізація	0,22264	0,17813	0,27785	0,22301	-0,2	-20,1	24,6
	Обсяг торгів	0,06364	0,34506	0,12055	0,07104	-10,4	385,7	69,7
	К-ть компаній у лістингу	1,1E+09	2,5E+09	1,2E+09	1,3E+09	-13,5	90,6	-11,5
К-ть компаній у лістингу	Ринкова капіталізація	0,2133	0,22397	0,27785	0,22301	-4,4	0,4	24,6
	Обсяг торгів	0,05895	0,05895	0,12055	0,07104	-17,0	-17,0	69,7
	К-ть компаній у лістингу	1,1E+09	2,8E+09	1,2E+09	1,3E+09	-16,5	114,4	-11,5

Джерело: побудовано авторами на основі розробленого комплексу моделей за даними [8, 31].

Наочно зміну значень розрахованих коефіцієнтів при незалежних змінних моделі (4) можна представити за допомогою гістограм, наведених на рисунках 7-8.

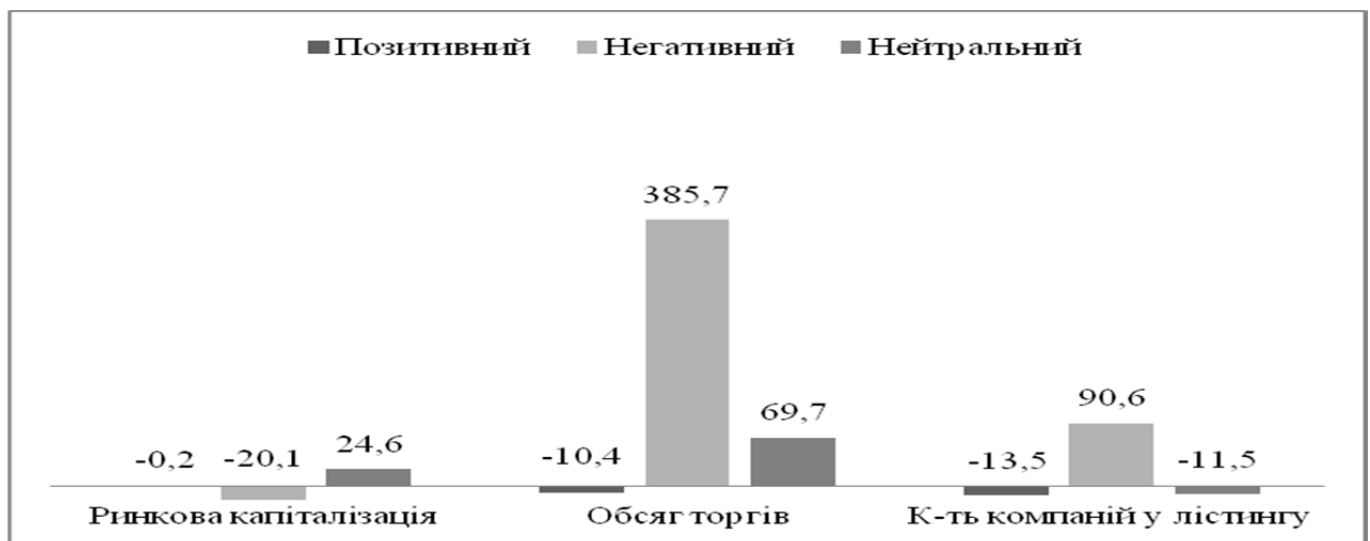


Рисунок 7. Зміна коефіцієнтів при незалежних змінних моделі (4) в залежності від сценарію можливого виникнення дисбалансів у показниках обсягу торгів на біржі, %

Джерело: побудовано авторами на основі розробленого комплексу моделей за даними [8, 31].

З аналізу графіка, наведеного на рисунку 7 можна зробити висновок, що негативний дисбаланс в обсягах біржових торгів збільшує вплив даного показника на ВВП майже в 4 рази, тоді як позитивний дисбаланс зменшує його всього на 10%. Очевидно, що негативні дисбаланси за всіма трьома сценаріями створюють найбільш сильний вплив функціонування фондового ринку на ВВП. Також варто відмітити, що дисбаланс в одному показнику спричиняє зміну в силі впливу інших показників на ВВП, хоча така зміна не завжди є достатньо значимою. Як видно з рисунку 7, негативний дисбаланс в обсягах торгів призвів до збільшення важливості кількості компаній у лістингу для ВВП на 90%, а ринкову капіталізацію – до зменшення на 20%.

Додатково, розглянемо також наслідки дисбалансів у зміні кількості компаній у лістингу, які узагальнено відображені на рисунку 8. Як можна побачити з аналізу гістограм, наведених на даному рисунку, негативний дисбаланс збільшив вплив показника кількості компаній у лістингу на 114%, що по модулю майже вдесятеро більше за вплив позитивного дисбалансу. Такий результат є досить важливим в рамках проведеного дослідження, оскільки на українському фондовому ринку спостерігався значний дисбаланс даного показника протягом 2014-2015 років. Водночас сила впливу негативного дисбалансу капіталізації фондового ринку більша за вплив позитивного дисбалансу у 18 разів, а вплив негативного дисбалансу обсягів торгів більший за вплив позитивного майже в 40 разів.

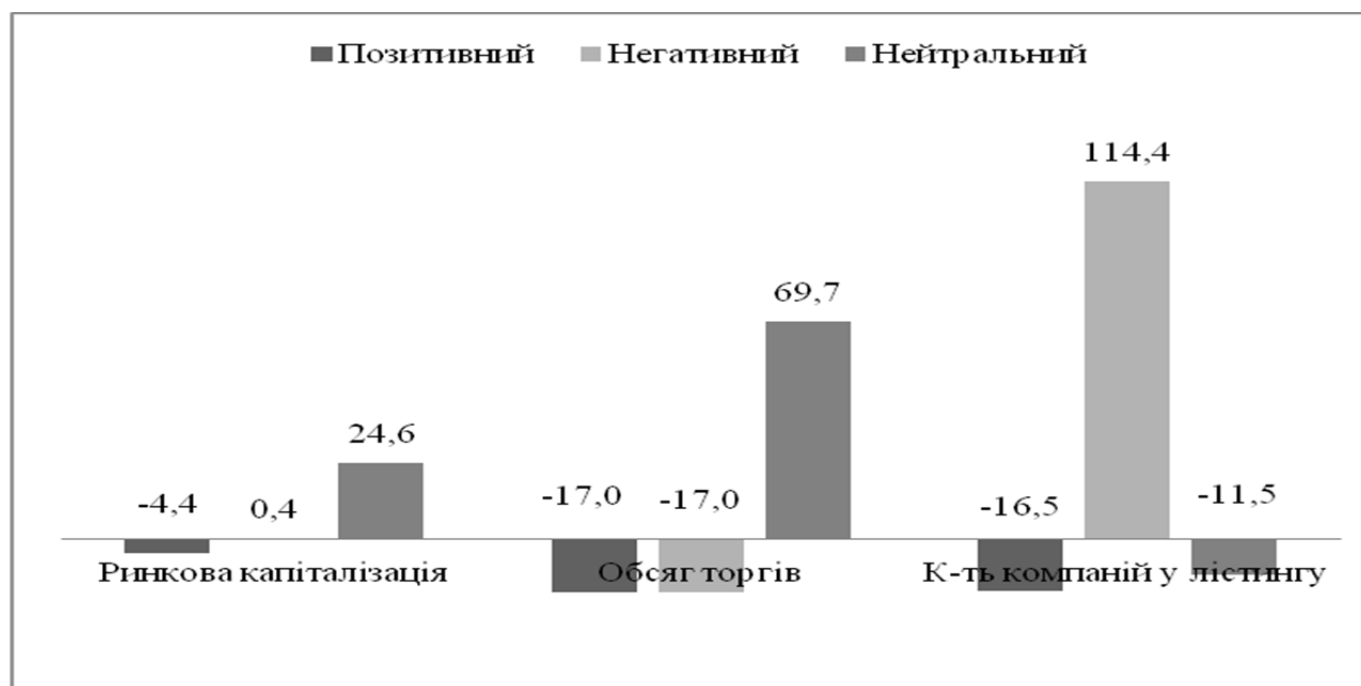


Рисунок 8. Зміна коефіцієнтів при незалежних змінних моделі (4) в залежності від сценарію можливого виникнення дисбалансів значень показників кількості компаній у лістингу, %

Джерело: побудовано авторами на основі розробленого комплексу моделей за даними [8, 31].

Таким чином, як було доведено на основі проведених розрахунків на реальній інформації за допомогою розробленого комплексу моделей, дисбаланси мають асиметричний вплив на економічний розвиток, а саме негативні дисбаланси показників функціонування фондового ринку мають значно більший вплив на важливість функціонування фондового ринку для ВВП країни, ніж позитивні. Таким чином, при розробці заходів подолання дисбалансів на фондовому ринку України необхідно враховувати ризики поглиблення дисбалансів у короткостроковій перспективі. Узагальнено основні можливі заходи, спрямовані на подолання аналізованих дисбалансів класифіковано за допомогою блок-схеми, наведеної на рисунку 9.

Перша група пропонує заходів відноситься до необхідності удосконалення інфраструктури фондового ринку України. Консолідація бірж сприятиме зосередженню торгівлі на декількох основних майданчиках, що зменшить можливості для маніпулювання цінами. Досягнення консолідації бірж та їх технічного вдосконалення може бути здійснене декількома шляхами: підвищення мінімального розміру статутного фонду та встановлення технологічних вимог для проведення операцій з конкретними цінними паперами.

Наступні заходи подолання дисбалансів фондового ринку України мають бути спрямовані на діяльність регуляторів, а саме посилення захисту прав інвесторів та акціонерів. Захист прав інвесторів є нагальним питанням, що гальмує розвиток фондового ринку України. Задля вирішення існуючої проблеми вже були запроваджені деякі нормативно-правові норми, проте, їх ефективність на даний момент є низькою. Відповідно, варто зосередитися на дієвих закордонних та вітчизняних практиках. До відомих методів належать: захист від розмивання часток міноритарних акціонерів, розміщення додаткової емісії за ринковою ціною та надання акціонерам переважного права на викуп, впровадження та контроль за ефективною імплементацією кумулятивного голосування.

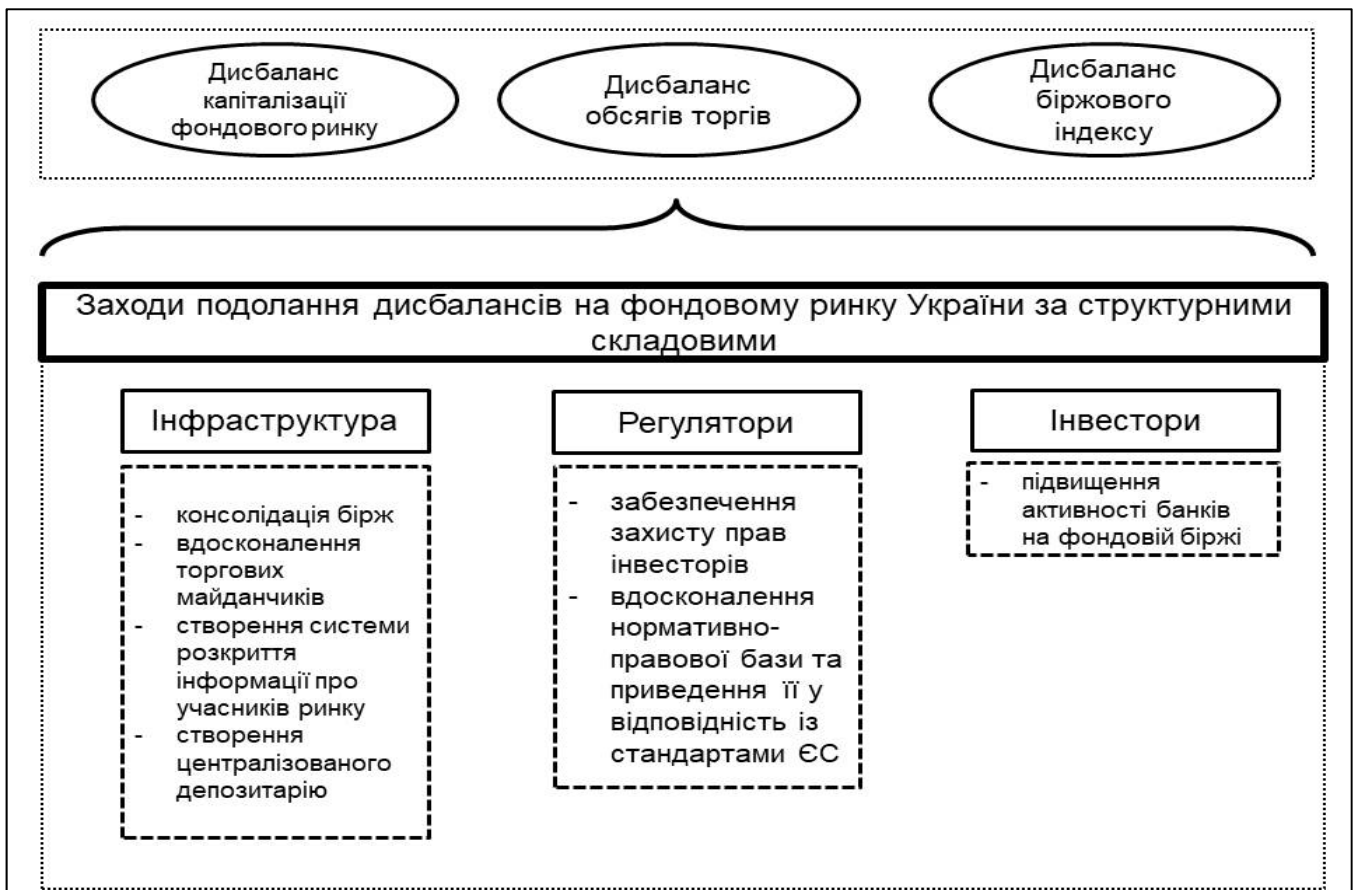


Рисунок 9. Узагальнена схема класифікації заходів, спрямованих на подолання дисбалансів фондового ринку України за структурними складовими

Джерело: побудовано авторами.

Після проведення всіх заходів, зазначених вище, виникне сприятлива ситуація для активізації діяльності банків на фондовому ринку. Наразі банки, створені у формі відкритих акціонерних товариств мають право торувати власними акціями на біржі. Проте, внаслідок багатьох проблемних явищ на ринку їхня активність залишається дуже слабкою. Варто пам'ятати що банки становлять основі фінансової системи країни. Як було доведено в ході проведеного дослідження, фінансова система України має банкоцентричну структурну модель. Відповідно, такі заходи варто впроваджувати лише після створення надійної інфраструктури, забезпечення захисту прав інвесторів, та узгодження вітчизняного законодавства із міжнародними стандартами.

Висновки. Протягом останніх десяти років спостерігалися значні дисбаланси основних показників функціонування фондового ринку України, а саме капіталізації ринку, обсягів біржових торгів та кількості компаній у вітчизняному лістингу. При цьому існування значної частки тіньової економіки підсилювало негативний ефект впливу зазначених дисбалансів на економічний розвиток (добробут) України.

Проведений сценарний аналіз на основі побудованого комплексу моделей панельних даних продемонстрував, що дисбаланси мають асиметричний вплив на економічний розвиток, а саме негативні дисбаланси показників функціонування фондового ринку мають значно більший вплив на важливість функціонування фондового ринку для ВВП країни, ніж позитивні. Відповідно спостерігається обернена залежність між силою впливу показників функціонування фондового ринку на ВВП та напрямом дисбалансів у цих показниках. Можна припустити, що чим обмеженішим стає можливість залучення капіталу за допомогою фондового ринку, тим більшу роль відіграє ефективність існуючого рівня розвитку біржі для економіки. Також очевидним є факт, що негативні дисбаланси за будь-якого розвитку подій приводять збільшення впливу показників функціонування фондового ринку на ВВП, даний ефект підсилюється при збільшенні частки тіньового сектору. Таким чином, при розробці заходів подолання дисбалансів на фондовому ринку України необхідно враховувати ризики поглиблення дисбалансів у короткостроковій та середньостроковій перспективах. Проведений аналіз також показав, що заходи подолання дисбалансів мають адресуватися до першопричин їх виникнення, а саме: нерозвинутості інфраструктури фондового ринку, закритості ринкової інформації, відсутності гарантування захисту прав інвесторів, неузгодженості нормативно-правових актів, що регулюють діяльність фондового ринку України зі стандартами ЄС. Такі заходи варто класифікувати за спрямуванням на структурні складові фондового ринку. До групи інфраструктурних заходів належать консолідація бірж, скорочення позабіржового ринку, вдосконалення

торгових майданчиків, створення системи розкриття інформації про всіх учасників ринку та централізація депозитарної системи. Заходи, спрямовані на регуляторів, полягають у забезпеченні захисту прав інвесторів, а також вдосконаленні нормативно-правової бази, що регулює діяльність фондового ринку України та приведення її у відповідність до міжнародних стандартів, зокрема до стандартів Європейського Союзу. Внаслідок забезпечення захисту прав інвесторів та створення ефективної інфраструктури виникнуть умови для активного залучення банків до біржових операцій. Це значно прискорить розвиток фондового ринку та уможливить залучення внутрішніх приватних інвесторів через банківську систему. В сукупності, зазначені заходи сприятимуть прискоренню розвитку фондового ринку України, підвищенню його ефективності, суттєвому зниженню можливості використання тінювих схем, автивному залученню внутрішніх приватних інвесторів через банківську систему, зниженню ризиків суттєвих дисбалансів, що в кінцевому результаті матиме позитивний ефект на економічну безпеку та економічний розвиток країни.

Список використаних джерел

1. Боголиб Т.М. Финансовая система как составная социально-экономического развития страны / Т.М. Боголиб // *Науковий вісник Херсонського державного університету: серія: Економічні науки* – 2015. – випуск 10 – С. 172-178
2. Гарбар Ж.В. Розвиток фінансових ринків у країнах з розвинутою економікою / Ж.В. Гарбар // *Наука й економіка*. – 2013. – №4 (32). – С. 32–42.
3. Калинець К.С. Аналіз світового досвіду організації фондової біржі в контексті можливостей його використання в Україні / К.С. Калинець // *Регіональна економіка*. – 2009. – №3. – С.182–191.
4. Клебанова Т.С., Пономаренко В.С. и др. Прикладные аспекты моделирования социально-экономических систем. – Бердянск: Издатель Ткачук А.В., 2015. – 512 с.
5. Клименко К.В. Розвиток фондового ринку України в контексті євроінтеграційних процесів / К. В. Клименко // *Економіка та держава*. – 2015. – № 8. – С. 63–71.
6. Корнійчук О. Вплив макроекономічного середовища на розбудову конкурентоспроможності моделі фондового ринку України // *Ринок цінних паперів України*. – 2007. – №1–2. – С. 27–42.
7. Моделі ідентифікації макроекономічних дисбалансів в Україні: Монографія / За ред. М.І.Скрипниченко.- К.: Ін.-т екон. та прогноз., 2015.-544 с.
8. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://nssmc.gov.ua>.
9. Нова модель економічного зростання в Україні: монографія / за заг. ред. Т.М. Боголиб, – К.: Корпорація, 2015. – 694 с
10. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / За ред. к.е.н. О.І. Кіресва, к.е.н. М.М. Шаповалової та к.е.н. Н.І. Гребеник – К.: Центр Наукових досліджень НБУ, 2005. – 132 с.
11. Рак Р. Структура та механізм функціонування фондового ринку / Р. Рак // *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка*. – 2007. – №92. – С. 22–24.
12. Рейкін В. Аналіз монетарних методів оцінки тінювої економіки / В. Рейкін // *Економічний часопис Східноєвропейського національного університету імені Лесі Українки*. – 2016. – № 1. – С. 18–24.
13. Семко Р.Б. Основні підходи до моделювання фондового ринку та реального сектора економіки / Р.Б. Семко // *Наукові записки НаУКМА. Економічні науки*. – 2012. – Том 128. – С. 80 – 85.
14. Системний аналіз формування державної політики в умовах макроекономічної дестабілізації/за ред. д-ра економ. наук. проф. І.Г. Лук'яненко.-К.: НАУКМА, 2017.-464 с.
15. Тормозова Т.В. Фрагментарность рынка ценных бумаг. – // *Вестник Финансовой академии*. – М., 2003. – №3. – С.12 - 26.
16. Федірко В.В. – Фондовий ринок України: сучасні тенденції та проблеми розвитку / В.В. Федірко // *Офіційний сайт Національна бібліотека України імені В.І. Вернадського, Київ [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://archive.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum%20/Pprbsu/2012_35/35_01_26.pdf*
17. Фондовий ринок: підручник : у 2 кн. – Кн. 1 / В.Д. Базилевич, В.М. Шелудько, В.В. Вірченко та ін. ; за ред. В.Д. Базилевича; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К. : Знання, 2015. – 621 с.
18. Школьник І.О. Фінансовий сектор України: теоретичний аналіз економічної дефініції / І. О. Школьник, А. Ю. Семенов // *Вісник Української академії банківської справи*. - 2013. - № 1. - С. 31-36.
19. Шумська С.С. Капіталізація і зростання економіки: економетричні оцінки взаємозв'язку / С. С. Шумська // *Економіка і прогнозування*. – 2004. – № 4. – С. 79-93..
20. Чернова О.В. Аналіз сучасного стану світового ринку цінних паперів / О.В. Чернова, В.М. Попко // *Економіка. Управління. Інновації*. – 2016. – № 2 (17). – С. 403 - 415. – Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/eui_2016_2_32
21. Assenmacher-Wesche K. Financial Structure and the Impact of Monetary Policy on Asset Prices / K. Assenmacher-Wesche, S. Gerlach. – Center for Financial Studies. – 2008. – Working Paper Series. – №30. – P. 1 – 37.
22. Bask M. The Increased Importance of Asset Price Misalignments for Business Cycle Dynamics / M. Bask, J. Madeira // *Uppsala University Working Paper in Economics*. – 2011. – Working paper № 12. – P. 1 –32 32.

23. Chen N. *Asset Price and Monetary Policy – The Effect of Expectation Formation* / N. Chen, H. Cheng // *Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper Series*. – 2011. – Working Paper № 3. – P. 1 – 38.
24. Komárek L. *The Classification and Identification of Asset Price Bubbles* / L. Komárek, I. Kubicová // *Czech Journal of Economics and Finance (Finance a uver)*. – 2011. – № 61 (1). – P. 34 – 48.
25. Musonera E. *Establishing a Stock Exchange in Emerging Economies: Challenge and Opportunities* / E. Musonera, V. Safari // *The Journal of International Management Studies*. – 2008. – № 3 (2). – P. 62 – 68.
26. Rudebusch G. *The Bond Premium in a DSGE Model with Long-Run Real and Nominal Risks* / G. Rudebusch, E. Swanson // *American Economic Journal: Macroeconomics*. – 2012. – № 4 (1). – P. 105 – 143.
27. Sellin P. *Monetary Policy and the Stock Market: Theory and Empirical Evidence* / P. Sellin // *Journal of Economic Surveys*. – 2011. – № 15. – P. 491 – 541.
28. Tanzi V. *Underground Economy and Tax Evasion in the United States: Estimates and Implications* / V. Tanzi // *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*. – December 1980. – Vol. 32. – P. 427–453.
29. Schneider F. *Size and Development of the Shadow Economy of 31 European and 5 other OECD Countries from 2003 to 2015: Different Developments* / F. Schneider // *Journal of Self-Governance and Management Economics*. – 2015. – 3(4): 7–29.
30. Vasilyeva T.A. *Financial cycles and financial imbalances in economy* / T.A. Vasilyeva, O.V. Lunyakov // *Економіка і регіон*. – 2013. – №2(39). – С. 89-93.
31. *Офіційна статистика Світового Банку – Режим доступу: <http://databank.worldbank.org/data/>*

References

1. Bogolib T.M. *Financial System as an Element of Socio-Economic Development of a Country* // *Science Herald of Kherson National State University: series: Economic Science* – 2015. – Edition 10 – p. 172–178. (in Russian)
2. Garbar Z.V. *The Development of Financial Markets in Developed Countries* // *Science and Economics*. – 2013. – №4 (32). – p. 32–42. (in Ukrainian)
3. Kalynets K.S. *World Experience Analysis of Stock Market Organization in Terms of Possible Application in Ukraine* // *Regional Economy*. – 2009. – №3. – p.182–191. (in Ukrainian)
4. Klebanova T.S., Ponomarenko V.S., etc. *Applied Aspects of Socio-Economic Systems Modeling*. – Berdyansk: Publisher Tkatchuk A.V., 2015. – 512 p. (in Russian)
5. Klymenko K.V. *The Development of Ukrainian Stock Market in the Context of Eurointegrational Processes* // *Economy and State*. – 2015. – № 8. – p. 63–71. (in Ukrainian)
6. Korniychuk O. *Influence of Macroeconomic Environment on the Development of Ukrainian Stock Market Model Competitiveness* // *Stock Market of Ukraine*. – 2007. – №1–2. – p. 27–42. (in Ukrainian)
7. *Model of Macroeconomic Misbalances Identification in Ukraine: Monography* / edition by M.I. Skryptchenko. – K.: Institute of Economics and Forecasting, 2015.-544 p. (in Ukrainian)
8. *National Committee of Securities and Stock Market [Digital Source]* – Retrieved from: <http://nssmc.gov.ua>. (in Ukrainian)
9. *New Model of Economic Growth in Ukraine: Monography* / edited by T.M. Bogolib, – K. : Corporation, 2015. – 694 p. (in Ukrainian)
10. *Issues of Functioning and Advancement of Ukrainian Stock Market Infrastructure: Info-Analytical Materials* / edited by O.I. Kireeva, Pfd in Economics M.M. Shapovalova and PhD in Economics N.I. Grebenik – K. : Center of Scientific Research at NBU, 2005. – 132 p. (in Ukrainian)
11. Rak R. *Structure and Mechanism of Stock Market Functioning* // *Gerald of Taras Shevchenko National University*. – 2007. – №92. – p. 22–24. (in Ukrainian)
12. Reikin V. *Analysis of Monetary Methods for Shadow Economy Estimation* // *Economic Magazine Eastern European Lesya Ukrainka National University*. – 2016. – № 1. – p. 18–24. (in Ukrainian)
13. Semko R.B. *Basic Approaches to Stock Market and Real Economy Sector Modeling* // *NaUKMA Scientific Notes. Economic Sciences*. – 2012. – Vol. 128. – p. 80 – 85. (in Ukrainian)
14. *Systemic Analysis State Policy Formation in Macroeconomic Destabilization Conditions*/edited by Doctor of Economic Science, Professor, I.G. Lukianenko. – K.: NaUKMA, 2017. - 464 p. (in Ukrainian)
15. Tormozova T.V. *Fragmentation of Stock Market*. // *Financial Academy Gerald*. – M., 2003. – №3. – P. C.12 - 26. (in Ukrainian)
16. Fedirko V.V. – *Ukrainian Stock Market: modern trends and development problems* // *Official Website of V.I. Vernadskiy National Library, Kyiv [Digital Source]* – Retrieved from: http://archive.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum%20/Pprbsu/2012_35/35_01_26.pdf (in Ukrainian)
17. *Stock Market: Tetbook : y 2 vol.* – Vol. 1 / V.D. Basilevich, V.M. Sheludko, V.V. Virchenko, etc. ; edited by V.D. Basilevich; Kyiv. Taras Shevchenko National University. – K. : Knowledge, 2015. – 621 p. (in Ukrainian)
18. Skolnik I.O., Semenoh A.U. *Financial Sector of Ukraine: Theoretical Analysis of Economical Definition* // *Gerald of Ukrainian Academy of Banking Affairs*. - 2013. - № 1. - p.31-36. (in Ukrainian)
19. Shumska S.S. *Capitalization and Economy Growth: Econometrical Evaluation of Interrelation* // *Economy and Forecasting*. – 2004. – № 4. – p. 79-93. (in Ukrainian)
20. Chernova O.V., Popko V.M. *Analysis of World Securities Market Current State* // *Economy. Management. Innovations*. – 2016. – № 2 (17). - P. 403 - 415 – Retrieved from: http://nbuv.gov.ua/UJRN/eui_2016_2_32 (in Ukrainian)

21. Assenmacher-Wesche K., Gerlach S. *Financial Structure and the Impact of Monetary Policy on Asset Prices*. – Center for Financial Studies. – 2008. – Working Paper Series. – №30. – P. 1 – 37.
22. Bask M., Madeira J. *The Increased Importance of Asset Price Misalignments for Business Cycle Dynamics* // Uppsala University Working Paper in Economics. – 2011. – Working paper № 12. – P. 1 – 32 32.
23. Chen N., Cheng H. *Asset Price and Monetary Policy – The Effect of Expectation Formation* // Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper Series. – 2011. – Working Paper № 3. – P. 1 – 38.
24. Komárek L., Kubicová I. *The Classification and Identification of Asset Price Bubbles* // Czech Journal of Economics and Finance (Finance a uver). – 2011. – №61(1). – P. 34 – 48.
25. Musonera E., Safari V. *Establishing a Stock Exchange in Emerging Economies: Challenge and Opportunities* // The Journal of International Management Studies. – 2008. – № 3 (2). – P. 62 – 68.
26. Rudebusch G. *The Bond Premium in a DSGE Model with Long-Run Real and Nominal Risks* / G. Rudebusch, E. Swanson // American Economic Journal: Macroeconomics. – 2012. – № 4 (1). – P. 105 – 143.
27. Sellin P. *Monetary Policy and the Stock Market: Theory and Empirical Evidence* // Journal of Economic Surveys. – 2011. – № 15. – P. 491 – 541.
28. Tanzi V. *Underground Economy and Tax Evasion in the United States: Estimates and Implications* // Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review. – December 1980. – Vol. 32. – P. 427–453.
29. Schneider F. *Size and Development of the Shadow Economy of 31 European and 5 other OECD Countries from 2003 to 2015: Different Developments* // Journal of Self-Governance and Management Economics. – 2015. – 3(4). – P. 7–29.
30. Vasilyeva T.A., Lunyakov O.V. *Financial cycles and financial imbalances in economy* // Economy and Region. – 2013. – №2(39). – P. 89-93.
31. *Official World Bank Statistics* – Retrieved from: <http://databank.worldbank.org/data/>

ДАНИ ПРО АВТОРІВ

Лук'яненко Ірина Григорівна, завідувач кафедри фінансів, д.е.н., професор,

e-mail: luk@kse.org.ua

Марковська Марія Юріївна, магістр фінансів,

e-mail: markovska.mariia@gmail.com

Національний університет «Кієво-Могилянська академія»

вул. Сковороди, 2, кафедра фінансів, НаУКМА, Київ, 04070, Україна

ДАННЫЕ ОБ АВТОРАХ

Лукьяненко Ирина Григорьевна, заведующая кафедры финансов, д.э.н., профессор,

e-mail: luk@kse.org.ua

Марковская Мария Юрьевна, магистр финансов,

e-mail: markovska.mariia@gmail.com

Национальный университет «Кієво-Могилянська академія»

ул. Сковороды 2, кафедра финансов НаУКМА, г. Киев, 04070, Украина

DATA ABOUT THE AUTHORS

Lukianenko Iryna Grygoryvna, head of the Department of Finance, Doctor of Economic Science, Professor,

e-mail: luk@kse.org.ua

Markovska Mariia Yuriivna, Master of Finance

e-mail: markovska.mariia@gmail.com

National University of «Kyiv-Mohyla Academy»

Skovoroda 2, street, Department of Finance, NaUKMA, Kyiv, 04070, Ukraine

УДК 368.914.(477)

DOI: 10.24411/2306-546X-2017-00007

ЗАГАЛЬНООБОВ'ЯЗКОВЕ ДЕРЖАВНЕ ПЕНСІЙНЕ СТРАХУВАННЯ В СИСТЕМІ ПЕНСІЙНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ УКРАЇНИ

Матвієнко І.Л.

Предметом дослідження є теоретичні підходи до трактування сутності та принципів запровадження та успішного функціонування багаторівневої пенсійної системи, зокрема системи загальнообов'язкового державного пенсійного страхування, а також системи недержавного пенсійного забезпечення.

Мета статті – комплексний аналіз системи загальнообов'язкового державного соціального страхування та страхових внесків на загальнообов'язкове державне пенсійне страхування, а також практики його застосування в Україні.

Теоретичною і методологічною основою досліджень є: загальні принципи провадження системи загальнообов'язкового державного пенсійного страхування, а також системи недержавного