



Отримано: 08 вересня 2023 р.

Прорецензовано: 20 вересня 2023 р.

Прийнято до друку: 26 вересня 2023 р.

e-mail: buriachenko.andrii@kneu.edu.ua

ORCID-ідентифікатор: <https://orcid.org/0000-0002-7354-7491>

e-mail: botsman.yurii@kneu.edu.ua

ORCID-ідентифікатор: <https://orcid.org/0000-0002-4338-322X>

DOI: 10.25264/2311-5149-2023-30(58)-35-40

Буряченко А. С., Боцман Ю. О. Підвищення ролі банківських установ у розвитку ринку цінних паперів в Україні. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»* : науковий журнал. Острог : Вид-во НаУОА, вересень 2023. № 30(58). С. 35–40.

УДК: 336.71

JEL-класифікація: G 21

**Буряченко Андрій Євгенович,***доктор економічних наук, професор,**завідувач кафедри фінансів імені Віктора Федосова**Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана***Боцман Юрій Олександрович,***аспірант кафедри фінансів імені Віктора Федосова**Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана*

## ПІДВИЩЕННЯ РОЛІ БАНКІВСЬКИХ УСТАНОВ У РОЗВИТКУ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

У статті зазначено, що поняття ліквідності ринку цінних паперів має дещо інші значення проти поняття ліквідності цінних паперів і ліквідності банку, підприємства. Протягом багаторічних досліджень ліквідність ринку цінних паперів визначалася різними шляхами залежно від того, які його характеристики вивчалися. Визначено, що бізнес акумулює вільні грошові ресурси (заощадження) населення через інституційних інвесторів (пенсійні фонди, страхові компанії), комерційні банки, інвестиційні інститути тощо, перетворюючи їх на інвестиції. Обґрунтовано, що поняття ліквідності ринку в сучасних дослідженнях розглядається по відношенню до ринку окремого випуску цінних паперів, а його сутність фокусується на можливості швидкого укладання великої угоди (угоди з великим обсягом цінних паперів) та її вплив на ринкову ціну цінних паперів цього випуску, що склалася.

**Ключові слова:** ринок цінних паперів, інституційні інвестори, державні цінні папери, кредитно-грошова політика, емісія.

**Andrii Buriachenko,***Doctor of Sciences (Economics), Professor,**Head of the Department of Finance named after Viktor Fedosov,**Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman***Yurii Botsman,***Postgraduate Student at the Department of Finance named after Viktor Fedosov,**Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman*

## INCREASING THE ROLE OF BANKING INSTITUTIONS IN THE DEVELOPMENT OF THE SECURITIES MARKET IN UKRAINE

It is noted that the concept of liquidity in the securities market has a slightly different meaning compared to the concepts of liquidity in securities, banks, or enterprises. Over the years of research, the liquidity of the securities market has been defined in various ways, depending on the specific characteristics under examination. It has been established that businesses accumulate surplus monetary resources (savings) from the public through institutional investors such as pension funds, insurance companies, commercial banks, and investment institutes, converting these resources into investments. The government implements its credit and monetary policies through the issuance of state securities. Fiscal and monetary policies, in turn, serve as tools employed by the government to regulate the interactions of participants in the stock market. Overall, the economic policy of the state, as expressed in the balance between state investments and state consumption, plays a role in determining the wage levels in the public sector; influencing investment opportunities, business needs, and the level of savings among the population.

It is argued that in modern studies, the concept of market liquidity is considered in the context of a specific issuance of securities, with the primary focus on the ability to quickly complete a substantial transaction (involving a significant volume of securities) and its impact on the market price of the specific security issue in question. Moreover, the liquidity of a particular issuance of securities is somewhat interconnected with the overall liquidity of securities since the rapid completion of a substantial transaction with minimal impact on the market price is linked to the investor's ability to quickly sell the security at a reasonable cost. The market density of a specific security issue reveals how much the supply and demand prices (current quotations) of those securities deviate from the average market price. In a liquid market, there is only a minor



*deviation between supply and demand prices, implying that significant transactions have limited influence on the market price. When determining market density, the spreads between bid and ask prices are often employed, which represent the difference between the asking (selling) and bidding (buying) prices of a specific security issue (the asking price is higher than the bidding price). Generally, the smaller the spread between bid and ask prices, the more liquid the market is, particularly when there is a substantial number of bid submissions.*

**Keywords:** securities market, institutional investors, government securities, credit and monetary policy, emission.

**Постановка проблеми.** Поняття ліквідності ринку цінних паперів має дещо інше значення проти поняття ліквідності цінних паперів і ліквідності банку, підприємства. Протягом багаторічних досліджень ліквідність ринку цінних паперів визначалася різними шляхами залежно від того, які його характеристики вивчалися. У перших наукових працях вона розглядалася як волатильність ринкових цін або наявність можливості негайно укласти угоду. Подальші дослідження переважно фокусувалися на чинниках, які впливають на ціну укладання угоди і частку транзакційних витрат. Більш сучасні теорії ліквідності ринків, наприклад, роботи А. С. Кайла та М. Харріс, вже містять такі поняття, як «вартість зміни позицій (щільність)», «обсяг угоди або обсяг заявок, необхідний для зміни ринкової ціни (глибина)» і «період часу, необхідний для відновлення цінової рівноваги після зміни ціни, викликаного укладанням великої угоди (стійкість)». У деяких дослідженнях наголошувалося, що ліквідний ринок – це ринок, на якому завжди існує ціна попиту та ціна пропозиції, причому спреди між ними досить малі, і невеликі угоди можуть бути укладені негайно з мінімальним впливом на ціну.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** В зарубіжній та українській економічній літературі існує цілий ряд досліджень щодо ринку цінних паперів та підвищення ролі банківських установ, факторів їх розвитку, взаємозв'язку з рівнем економічного зростання та ін. Зокрема, вищезгадані питання висвітлюються в працях таких вітчизняних економістів: Л. Алексєєнко, О. Барановського, В. Гейця, А. Даніленка, В. Корнеєва, О. Мозгового, А. Мороза, О. Руда та багатьох інших дослідників. Тим самим зберігається потреба у вивченні особливостей підвищення ролі банківських установ у розвитку ринку цінних паперів в Україні.

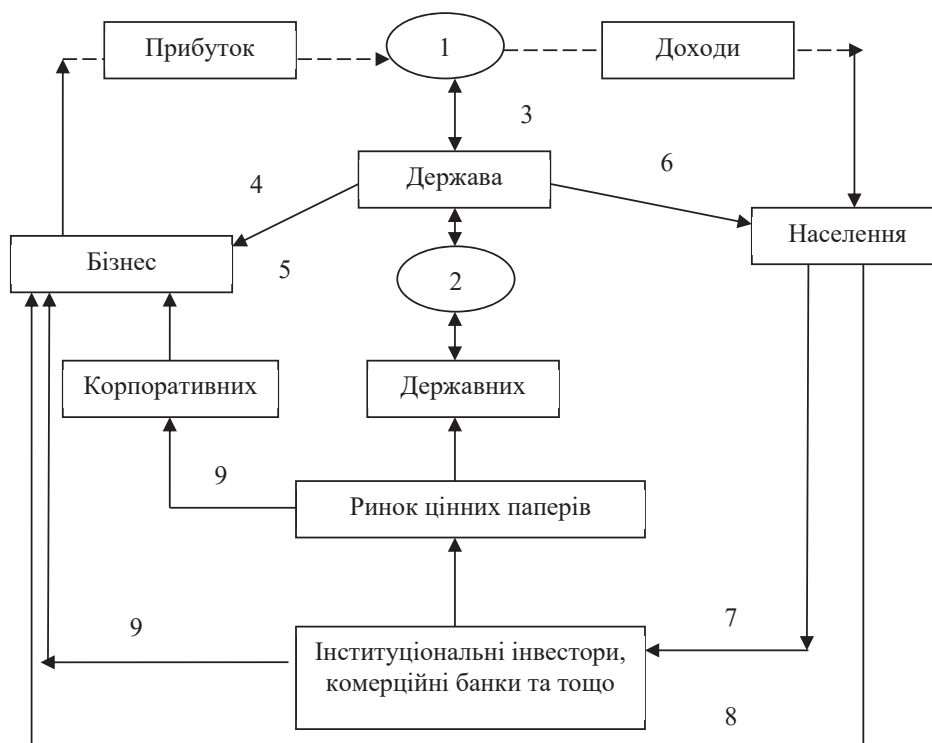
**Мета і завдання дослідження:** дослідити значення особливостей підвищення ролі банківських установ у розвитку ринку цінних паперів в Україні, визначити позитивні та негативні впливи на функціонування банківської системи в умовах глобалізації та транснаціоналізації світової економіки.

**Виклад основного матеріалу.** Бізнес акумулює вільні грошові ресурси (заощадження) населення через інституційних інвесторів (пенсійні фонди, страхові компанії), комерційні банки, інвестиційні інститути тощо, перетворюючи їх на інвестиції. Держава шляхом емісії державних цінних паперів здійснює свою кредитно-грошову політику. Фіскальна та кредитно-грошова політики, у свою чергу, є інструментами держави щодо регулювання взаємовідносин учасників фондового ринку. Загалом економічна політика держави, яка виражається в балансі державних інвестицій та державного споживання, визначенні рівня заробітної плати в державному секторі, впливає на інвестиційні можливості та потреби бізнесу, а також на рівень заощаджень населення.

Взаємодія бізнесу та населення відбувається в умовах регулюючої ролі держави. Публічна модель такої взаємодії представлена на рис. 1.

Поняття ліквідності ринку в сучасних дослідженнях розглядається по відношенню до ринку окремого випуску цінних паперів, а його сутність фокусується на можливості швидкого укладання великої угоди (угоди з великим обсягом цінних паперів) та її вплив на ринкову ціну цінних паперів цього випуску, що склалася [1]. У той самий час ліквідність ринку окремого випуску цінних паперів певною мірою взаємозалежна з ліквідністю цінних паперів, оскільки швидке укладання великої угоди з мінімальним впливом на ринкову ціну взаємозалежна з можливістю інвестора швидко і без істотних витрат продати цінний папір.

Розгляд ліквідності ринків окремих випусків цінних паперів найбільш доцільно на ринку корпоративних цінних паперів, оскільки на ньому випуски емітовані різними компаніями, а значить мають різні кредитні ризики. У той самий час над ринком державних цінних паперів зазвичай є один емітент – держава. Отже, при формуванні власного портфеля учасникам ринку державних облігацій не доводиться аналізувати та порівнювати фінансовий стан та кредитоспроможність різних емітентів, що дозволяє говорити про сукупність ринків різних випусків як про єдиний ринок.



**Рис. 1. Публічна модель взаємовідносин бізнесу, населення та держави на ринку цінних паперів в Україні**

Джерело: розроблено автором.

- 1 – фіскальна політика держави;
- 2 – кредитно-грошова політика;
- 3 – податки;
- 4 – державні інвестиції;
- 5 – державне споживання;
- 6 – заробітна плата державним службовцям;
- 7 – заощадження;
- 8 – споживання;
- 9 – інвестиції.

Понад те, на ринках державних цінних паперів розвинених країн часто використовується механізм взаємозамінності фінансових інструментів (fungibility) [2, с. 173]. Він надає учасникам можливість укладання угоди на зазначену у заявці суму коштів із державними облігаціями із групи взаємозамінних випусків, а чи не з певним випуском цінних паперів. При цьому учасник ринку наперед не знає, державні облігації яких саме випусків із групи взаємозамінних випусків будуть предметом угоди. Той самий механізм також застосовується під час укладання угод на зворотній основі, зокрема угод РЕПО, де як забезпечення (general collateral) використовуються взаємозамінні державні облігації [3]. Таким чином, формуються цілі ринки взаємозамінних фінансових інструментів, які є сегментами ринку державних цінних паперів. Отже, вивчення ліквідності ринку загалом найактуальніше на ринку державних цінних паперів.

У зв'язку з цим можна сформулювати таке визначення ліквідного ринку державних цінних паперів: «Ліквідний ринок державних цінних паперів – це ринок, де учасники можуть швидко укласти угоди з великими обсягами державних цінних паперів різних випусків без значного впливу на ринкові ціни, що склалися». При цьому оцінка впливу укладених угод береться стосовно не до ціни облігацій одного випуску, а до ринкових цін різних випусків державних цінних паперів, що склалися.

Відповідно до сучасних теорій, дослідження ліквідності ринку окремого випуску цінних паперів відбувається за такими напрямками: аналіз глибини (depth), щільності (tightness) та стійкості (resiliency) ринку [4, с. 89]. Глибина ринку окремого випуску цінних паперів відбиває кількість цінних паперів цього випуску, з яким можуть бути укладені угоди за поточною ціною. Розрахувати її можна одним із двох способів:

- як обсяг укладених угод із цінними паперами цього випуску;



- як кількість заявок щодо цього випуску цінних паперів у торговій системі у певний момент часу.

Обидва способи визначення глибини ринку певного випуску цінних паперів характеризують ступінь легкості укладання великої угоди, і навіть її на ринкову ціну. Ринки, що мають більшу глибину, як правило, є більш ліквідними. Отже, щодо глибини ринку слід розглядати як укладені угоди, а й потенційні потреби учасників, які знаходять свій відбиток обсягом виставлених заявок.

Щільність ринку певного випуску цінних паперів показує, наскільки ціни попиту та пропозиції (поточні котирування) цінних паперів цього випуску відхиляються від середньої ринкової ціни. На ліквідному ринку спостерігається незначне відхилення цін попиту та пропозиції, а значить укладання великих угод не робить сильного впливу на зміну ринкової ціни. При визначенні щільності ринку найчастіше використовуються спреди між цінами попиту та пропозиції – різниця між цінами пропозиції (продажу) та попиту (купівлі) цінних паперів певного випуску (ціна пропозиції вища за ціну попиту) [5, с. 118]. Загалом, що менше спред між цінами попиту та пропозиції, то ліквідніше ринок (за наявності значного обсягу виставлених заявок).

Стійкість ринку певного випуску цінних паперів є індикатором швидкості відновлення нормальних ринкових умов (таких як ціни, обсяги угод та спреди) після здійснення угоди, що викликала зміну ринкової ціни в процесі торгів стосовно середньозваженої ціни на поточний час. Отже, вона відображає вплив укладених угод на ринкову ціну та здатність ринку до абсорбування їх результатів. Крім того, стійкість ринку дає уявлення про потенційну глибину ринку цього випуску цінних паперів, яке не може бути отримане лише з розрахунку обсягу виставлених заявок та торгових оборотів. Стійкість ринку певного випуску цінних паперів визначається:

– або як швидкість усунення зміни в цінах, які були викликані укладанням угоди;

– або як швидкість, з якою дисбаланс у потоках заявок на купівлю та продаж цінних паперів буде усунена.

Отже, швидкість скорочення спреду між цінами попиту та пропозиції та волатильність спреду між цінами попиту та пропозиції можуть бути інтерпретовані як стійкість ринку окремого випуску цінних паперів. Очевидно, що висока швидкість відновлення нормальних ринкових умов після укладання великої угоди є атрибутом ліквідного ринку.

Результати досліджень глибини, щільності та стійкості ринків різних випусків цінних паперів можуть сильно відрізнятися від ринку до ринку. Вони можуть бути дуже інформативними на одному ринку, але не повністю відбивати ситуацію на іншому [6]. Крім того, не завжди спостерігається їхня односпрямована зміна: збільшення глибини ринку певного випуску цінних паперів може супроводжуватися погіршенням його щільності тощо.

Напрями дослідження ліквідності ринку окремого випуску цінних паперів можна інтерпретувати стосовно ринку державних цінних паперів загалом чи окремим його сегментам.

І тут глибина ринку державних цінних паперів відбиває загальна кількість державних облігацій різних випусків, із якими може бути укладено угоди при поточному рівні ринкових цін. Чим більша глибина цього ринку, тим ліквідними він, як правило, є.

Щільність ринку державних цінних паперів показує, наскільки в середньому ціни попиту та пропозиції (поточні котирування) щодо державних облігацій різних випусків відхиляються від середніх ринкових цін. На ліквідному ринку спостерігається незначне середнє відхилення цін попиту та пропозиції, а значить укладання великих угод не надає сильного впливу на ринкові ціни, що склалися.

Стійкість ринку державних облігацій аналогічно стійкості ринку певного випуску цінних паперів є індикатором швидкості відновлення нормальних ринкових умов після вчинення правочину, проте не по одному фінансовому інструменту, а в середньому по ринку [7, с. 129]. Отже, вона відображає вплив укладених угод на ринкові ціни, що склалися, і здатність ринку до абсорбування їх результатів. Очевидно, що висока швидкість відновлення нормальних ринкових умов після укладання великих угод є атрибутом ліквідного ринку державних цінних паперів.

У зв'язку з тим, що оцінка ліквідності ринку державних цінних паперів або окремих його сегментів може здійснюватися за напрямками, закладеними при аналізі ліквідності ринку окремого випуску цінних паперів, кількісні показники, що вимірюють глибину, щільність та стійкість ринку окремого випуску цінних паперів, можна використовувати стосовно ринку державних цінних паперів загалом чи окремим його сегментам.

В цей час існує чимало кількісних показників, що характеризують глибину, щільність та стійкість ринку окремого випуску цінних паперів. Однак жоден з них не в змозі повністю відобразити його існуючу ліквідність, оскільки вона охоплює безліч різноманітних аспектів стану ринку.

Кількісні показники можна віднести або до статичних, або динамічних. Багато досліджень здебільшого були сфокусовані на статичних аспектах і розглядали такі показники як торговельний оборот, кількість укладених угод та спреди між цінами попиту та пропозиції. Проте де вони відбивають ні ступінь впливу укладання великої угоди ринкові ціни, ні швидкість відновлення нормальних ринкових умов після її укладання.

На відміну від них, динамічні показники можуть дати більш чітке уявлення про вплив ліквідності на цінову функцію ринку окремого випуску цінних паперів (функцію визначення ринкової ціни). До них належать коефіцієнт впливу на ринок, коефіцієнт стійкості ринку та волатильність спреду між цінами попиту та пропозиції. Ці показники відбивають вплив укладених угод ринку.

**Висновки.** В результаті проведеного дослідження можна зробити такі основні висновки:

1. З низки особливостей, властивих ринку державних цінних паперів, досить актуальним є розгляд ліквідності не ринків окремих випусків цінних паперів, а ринку державних цінних паперів загалом. У зв'язку з цим сформульовано визначення ліквідного ринку державних цінних паперів, суть якого полягає в тому, що учасники ринку можуть швидко укласти угоди з великими обсягами державних цінних паперів різних випусків без значного впливу на ринкові ціни, що склалася, при цьому оцінка впливу укладених угод береться стосовно не до ціни облігацій одного випуску, а до ринкових цін різних випусків державних цінних паперів, що склалася.

2. Оцінюючи ліквідності ринку державних цінних паперів, є доцільним аналіз таких показників глибини, щільності та стійкості ринку:

- ✓ глибина ринку:
  - торговий обіг;
  - кількість укладених угод;
  - обсяг (ємність) ринку;
  - коефіцієнт оборотності;
  - сума зарезервованих коштів;
  - обсяг виставлених заявок;
- ✓ щільність ринку:
  - спред між цінами попиту та пропозиції;
- ✓ стійкість ринку:
  - коефіцієнт впливу на ринок;
  - коефіцієнт стійкості ринку;
  - волатильність спреду між цінами попиту та пропозиції.

3. Уточнено в частині агрегування даних методи розрахунку таких показників, як обсяг виставлених заявок, спред між цінами попиту та пропозиції, коефіцієнт впливу на ринок та коефіцієнт стійкості ринку стосовно ринку державних цінних паперів загалом. На основі економічного змісту глибини, щільності та стійкості ринку пропонується розраховувати:

- обсяг виставлених заявок як сумарний обсяг виставлених заявок з усіх випусків державних облігацій, що відбиває сукупний попит та пропозицію над ринком;
- спред між цінами попиту та пропозиції як середнє арифметичне спредів між цінами попиту та пропозиції по всіх випусках державних облігацій, що показує середні витрати учасника під час укладання угоди з державними цінними паперами;
- коефіцієнт на ринок і коефіцієнт стійкості ринку як середнє арифметичне цих коефіцієнтів за всіма випусками державних облігацій, що відбиває середню швидкість відновлення над ринком нормальних ринкових умов після вчинення угоди.

4. Точний розрахунок показників ліквідності може бути здійснений лише на основі даних про основний режим торгів на ринку без розгляду періоду закриття та позасистемної сесії, що спричинено особливостями ціноутворення на цьому ринку.

#### Література:

1. Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України: Наказ Міністерства економічного розвитку та торгівлі України від 29.10.2013 р. №1277. URL: [http://cct.com.ua/2013/29.10.2013\\_1277.htm](http://cct.com.ua/2013/29.10.2013_1277.htm) (дата звернення: 16.08.2023).

Pro zatverdzeny metodychnyh rekomendacij chodo rozrahynky rivnya ekonomichnoi bezpeky Ukrainy: Nakaz Ministerstva ekonomychnogo rozvytku ta torgivli Ukrainy vid 29.10.2013 #1277. URL: [http://cct.com.ua/2013/29.10.2013\\_1277.htm](http://cct.com.ua/2013/29.10.2013_1277.htm) (2023, August, 16).

2. Мозговий О. М., Оболенська Т. Є., Мусієць Т. В. Міжнародні фінанси : навчальний посібник. КНЕУ, 2005. 557 с.





Мозговуї, О.М., Оболєнска, Т.Ує., Мучиєс, Т.У. (2005). Mizhnarodni financy [International finances]. Navchal'nyi posibnyk KNEU [Tutorial KNEU], 557. [in Ukrainian]

3. Муравська Н. Кредитні канікули під час війни: умови та хитрощі банків. *Юридична газета online*. 2022. URL: <https://yur-gazeta.com/dumka-eksperta/kreditni-kanikuli-pid-chas-viyni-umovi-ta-hitroshchi-bankiv.html> (дата звернення: 14.08.2023).

Muravs'ka, N. (2022) Kredytни kanikuly pid chas viyny: umovy ta khytroshchi bankiv [Credit holidays during the war: conditions and tricks of banks]. Yurydychna hazeta online [Law newspaper online], 13.05. < <https://yur-gazeta.com/dumka-eksperta/kreditni-kanikuli-pid-chas-viyni-umovi-ta-hitroshchi-bankiv.html> > [in Ukrainian] (2023, August, 14)

4. Моделювання економічної безпеки: держави, регіону, підприємства : монографія / Геєць В. М., Кизим М. О., Клебанова Т. С., Черняк О. І. та ін. Харків : ВД «Інжек», 2006. 240 с.

Modeliuvannya ekonomichnoi bezpeky: derzhavy, rehionu, pidpriemstva: monohrafiia [Modeling economic security: state, region, enterprise: monograph]. Kharkiv: VD «Inzhek», 2006. 240 p. [in Ukrainian]

5. Калач Г. М. Фінансова безпека держави в умовах глобалізації. *Науковий вісник Національної академії державної податкової служби України*. 2004. № 4 (26). С. 115–120.

Kalach, H.M. (2004). Finansova bezpeka derzhavy v umovakh hlobalizatsii. [Financial security of the state in the conditions of globalization]. Naukovyi visnyk Natsionalnoi akademii derzhavnoi podatkovoi sluzhby Ukrainy. [Scientific Bulletin of the National Academy of the State Tax Service of Ukraine], 4 (26), 115-120. [in Ukrainian]

6. Миколайчук А. Б. Методичний підхід до прогнозування рівня фінансової безпеки держави в системі моніторингу. *Вісник економіки транспорту і промисловості*. 2012. № 38. С. 32.

Mykolaichuk, A.B. (2012). Metodychnyi pidkhid do prohnnozuvannya rivnia finansovoi bezpeky derzhavy v systemi monitorynhu. [Methodical approach to forecasting the level of financial security of the state in the monitoring system]. Visnyk ekonomiky transportu i promyslovosti. [Herald of the economy of transport and industry], 38, 32. [in Ukrainian]

7. Онищенко С. В. Фінансова глобалізація як складний інтегрований об'єктивний процес. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2016. № 4 (48). С. 126–135.

Onyshchenko, S.V. (2016). Finansova hlobalizatsiia yak skladnyi intehrovanyi obiektyvnyi protses. [Financial globalization as a complex integrated objective process]. Problemy i perspektyvy ekonomiky ta upravlinnia. [Problems and prospects of economics and management], 4(48), 126-135. [in Ukrainian].