

ФІНАНСОВИЙ РИНОК УКРАЇНИ В УМОВАХ ВІДКРИТОЇ ГОСПОДАРСЬКОЇ СИСТЕМИ

Анотація

Проаналізовано стан та динаміку функціонування фінансового ринку України, розвиток законодавчо-нормативного та інституційного забезпечення реалізації стратегії розвитку вітчизняного фінансового сектору в умовах відкритої господарської системи. Встановлено, що впродовж 2010 - 2016 рр. прийнято низку законодавчих та нормативних актів, що врегулювали проблемні питання реформування та розвитку фінансового ринку на засадах європейської інтеграції України. Запропоновано низку заходів для успішної реалізації євроінтеграції України у фінансовій сфері та в перспективі для забезпечення макроекономічної стабільності в Україні в умовах відкритої господарської системи.

ФІНАНСОВИЙ РИНОК УКРАЇНИ В УМОВАХ ВІДКРИТОЇ ГОСПОДАРСЬКОЇ СИСТЕМИ

Цивілізаційний розвиток засвідчує, що найефективнішою формою організації соціально-економічного життя суспільства є ринкова економіка, функціонування якої ґрунтується на тому, що питання господарського життя вирішуються через взаємодію попиту і пропозиції на різноманітних ринках. За всього розмаїття ринків і пропонованих ресурсів особливо важливим є стан розвитку фінансового ринку, який безпосередньо відображає ефективність функціонування всіх інших ринків та найбільшою мірою визначає рівень розвитку економічної системи держави. Фінансовий ринок постійно вдосконалюється, а перелік його інструментів розширюється. Учасниками фінансового ринку є всі без винятку господарські суб'єкти і фізичні особи національної економіки, а також держава та нерезиденти. Роль фінансового ринку в економіці країни є дуже важливою з огляду на забезпечення суб'єктів господарювання необхідними ресурсами та послугами без яких неможливий перебіг усіх бізнес-процесів.

Сьогодні в умовах глобалізаційних та інтеграційних процесів і, на жаль, значних дисбалансів у національній економіці України, спричинених, переважно, відсутністю стабільного фінансування, залучення іноземного капіталу дає змогу отримати необхідні ресурси на зовнішніх фінансових ринках. Однак можливості їх залучення та розвиток вітчизняної економіки в процесі глобалізації неможливий без інтеграції вітчизняних фінансово-кредитних структур у світову економіку. Динамічне формування відкритої господарської системи в Україні, активізація процесів кредитування та нарощення активів суб'єктами фінансового ринку з іноземним капіталом загострили актуальність вирішення питання розвитку вітчизняних фінансових інституцій та контролю за їхньою діяльністю у фінансовому секторі держави.

Розвинений фінансовий ринок є одним з необхідних атрибутів архітектури фінансово-економічних відносин, що значною мірою характеризують стан розвитку національної економіки. Сьогодні побудова в Україні високоліквідного фінансового ринку інтегрованого в світову фінансову систему є одним з ключових завдань, адже упродовж кількох останніх десятиріч роль та значення фінансового ринку у національних економіках усіх країн світу різко зросла. Фінансовий ринок став одним з найважливіших інструментів розвитку національних економік, за допомогою якого вирішуються фінансові, інвестиційні і соціальні питання.

Водночас незважаючи на те, що сьогодні в Україні питома вага фінансового сектору у ВВП становить близько 7%, що відповідає середньоєвропейському показнику, вітчизняний фінансовий ринок порівняно з ринками розвинених країн має певні недоліки, які потрібно усунути, але для цього необхідно ретельно дослідити сучасні тенденції розвитку, що склалися у межах вітчизняного фінансового ринку, а також у процесі його взаємодії з міжнародним фінансовим ринком. Формування ефективного фінансового ринку вимагає цілісного підходу та взаємозлагоджених рішень щодо стратегії та механізмів його розвитку.

Очевидно, що світова фінансова криза 2008-2010 рр., стала серйозним випробуванням для усіх сегментів вітчизняного фінансового ринку: девальвація гривні була однією з найбільших серед країн СНД, як і обсяги зниження міжнародних резервів та падіння національних фондових індексів. Унаслідок цієї кризи суттєво змінилось середовище і механізми функціонування сегментів фінансового ринку України: скоротились зовнішні джерела фінансування, банки зменшили обсяги кредитування, загострились проблеми з їхньою ліквідністю, посилились песимістичні очікування економічних агентів, а також зріс державний борг країни.¹ Водночас останніми роками порівняно з іншими країнами в Україні ситуація ще більше ускладнилася через агресію РФ.

За таких умов для розроблення заходів щодо нівелювання фінансових наслідків окупації частини території та подальшого розвитку сегментів фінансового ринку необхідно оцінити їх поточний стан. Нині вкрай необхідно глибоко осмислити події останніх років, оцінити реальний стан сегментів фінансового ринку та, уникаючи помилок минулого, визначити шляхи його подальшого розвитку. Загалом, як показує досвід розвинених країн світу, необхідність системно поглянути на розвиток усіх сегментів фінансового ринку в Україні є актуальною та дасть змогу сприяти виробленню “єдиної державної політики” щодо перспективних напрямів і стратегії його розвитку та вітчизняної фінансової системи в цілому.

Нині 94–95% активів фінансової системи України належать банкам². Трохи збільшились активи небанківських фінансових установ, зокрема страхових компаній та пенсійних фондів. Проте загалом пропорції співвідношення банківського і небанківського секторів зберігається. Проведений аналіз дав змогу визначити такі основні тенденції на **банківському сегменті** фінансового ринку:

1. Ознаки відновлення після світової кризи з’явилися у 2011 р. зі зростання доходів, обсягів депозитів та кредитів українських банків, проте фінансовий результат їхньої діяльності за 2009-2011 рр. негативний.³⁴ Після відновлення прибуткової діяльності протягом 2012-2013 рр., у 2014 р. банківська система знову відчула на собі радикальне погіршення макроекономічної ситуації, внаслідок чого збитки банківської системи в цілому за 2014 р. сягнули 53 млрд грн, за 2015 р. - 67 млрд грн. За підсумком 2016 р. 31 з 93 функціонуючих банків отримав збитки на загальну суму 169,3 млрд грн. З цієї суми майже 80 % (135,3 млрд грн) припадає на ПАТ КБ «ПРИВАТБАНК». Інші банківські установи, що завершили звітний період з додатнім результатом діяльності, отримали сукупно 10,82 млрд грн прибутку.⁵

2. Основними причинами збиткової діяльності є вплив залучених коштів, протермінування платежів суб’єктами господарювання, відрахування

у страхові резерви. Необхідно зазначити, що темпи вилучення коштів населенням у 2015 р. дещо сповільнилися, частка протермінованої заборгованості зростала і перевищила 20%. Погіршення якості кредитного портфеля призвело до збільшення відрахувань у страхові резерви, за підсумком 2016 р. сума відрахувань у резерви склала 198,31 млрд грн (за підсумком 2015 р. – 114,54 млрд грн). Обсяг готівки поза банками станом на початок 2016 р - 282,9 млрд грн. (282,2 млрд грн станом на 01.01.2015 р.)⁶

Таблиця 1.
Основні показники результатів діяльності банківської системи України,
млн грн

Показник	01.01.2014	01.01.2015	01.01.2016	01.01.2017
Чистий процентний дохід	49 051	54 086	39 066	44 169
Чистий комісійний дохід	20 999	23 387	22 568	24 180
Результат від торговельних операцій	3 304	15 511	21 490	8 243
Чистий операційний дохід від основної діяльності	73 354	92 984	83 124	76 592
Чистий інший операційних дохід	-7 207	-5 486	-3 424	-1 315
Чистий операційний дохід	66 147	87 498	79 700	75 277
Інший дохід	5 566	5 064	4 577	5 674
Загальні адміністративні витрати	40 672	44 614	36 742	39 356
Відрахування в резерви	27 975	103 297	114 541	198 310
Податок на прибуток	1 630	-2 383	-406	-418
<i>Фінансовий результат поточного року</i>	<i>1 436</i>	<i>-52 966</i>	<i>-66 600</i>	<i>-159 387</i>
Коефіцієнт ефективності діяльності	138,43%	154,48%	167,14%	152,34%
Загальні адмін. витрати / валовий дохід	24,08%	21,22%	18,45%	20,64%
ROA	0,12%	-4,07%	-5,46%	-2,48%
ROE	0,81%	-30,46%	-51,91%	-26,56%

3. Основними причинами збиткової діяльності є вплив залучених коштів, протермінування платежів суб'єктами господарювання, відрахування у страхові резерви. Необхідно зазначити, що темпи вилучення коштів населенням у 2015 р. дещо сповільнилися, частка протермінованої заборгованості зростала і перевищила 20%. Погіршення якості кредитного портфеля призвело до збільшення відрахувань у страхові резерви, за підсумком 2016 р. сума відрахувань у резерви склала 198,31 млрд. грн. (за підсумком 2015 р. – 114,54 млрд грн). Обсяг готівки поза банками станом на початок 2016 р - 282,9 млрд грн (282,2 млрд грн станом на 01.01.2015 р.)⁷

4. Однією з ключових причин повільного виходу з банківської кризи є недовіра клієнтів до банківської системи в цілому. Третина домогосподарств, що мають заощадження, не довіряє комерційним банкам та зберігає власні кошти поза банками, оскільки заборона на обман споживачів фінансових послуг, на жаль, на практиці не завжди діє; Наприклад, банки вдалися до нового інструменту просування позикових продуктів – спільного кредитування.⁸ Комерційний банк пропонує беззаставні кредити готівкою, однак тут же дрібним шрифтом зазначає, що тільки оформляє кредит, видає ж готівку інша фінансова установа. Банки співпрацюють не з прямими конкурентами, а з фінансовими компаніями, які вже й ухвалюють рішення про видання кредиту, а банк у цьому разі є просто посередником. Інший приклад, банки “порохотяги” – залучають у регіонах країни депозити пропонуючи дещо вищі ринкових процентні ставки, при цьому майже не проводячи кредитування, а всі кошти скеровують у головний офіс, який кредитує фірми власників банку, що їх не повертають (безкоштовне фінансування власного бізнесу). З часом банк доводять до банкрутства, а відшкодування коштів перекладають на Фонд гарантування вкладів фізичних осіб.

5. Капіталізація банківської системи після кризи поступово відновлювалася, проте темпи були дуже низькі та не покривали зменшення власного та регулятивного капіталу банківської системи. Вітчизняні банки, на жаль, найслабші в Європі, за оцінкою експертів Fitch;⁹ тому події 2014-2016 рр. призвели до різкого зменшення кількості працюючих банків. Станом на 01 січня 2017 року ліцензію Національного банку України мали 96 банківських установ (у т.ч. 38 банків з іноземним капіталом). З початку 2016 року кількість функціонуючих банківських установ зменшилася на 21. Враховуючи затверджений НБУ графік збільшення мінімального обсягу статутного капіталу банків, в подальшому можна очікувати нових випадків самоліквідації комерційних банків в Україні.

6. Розрив між валютними кредитами і депозитами в банківському секторі за 2009-2011 р.р. зменшився на 20 млрд дол. США¹⁰, тобто банківська система зуміла в значній мірі зменшити валютні ризики. Подальшому зменшенню розриву мав сприяти закон про заборону валютного кредитування в Україні, що набув чинності 3 листопада 2011 р. Проте у 2014-2016 рр. рівень доларизації кредитів та депозитів перевищив 50 %; попри те, що 2015 р. обсяг депозитів, залучених в національній валюті, збільшився на 6,7 % (24,20 млрд грн), склавши 388,70 млрд грн станом на 01.01.2016 р. Обсяг депозитів, залучених в іноземній валюті, за цей же період скоротився на 32% (6,2 млрд. дол. США), склавши 13,2 млрд. дол. США станом на 01.01.2016 р. Варто зазначити, що тенденція поступового збільшення обсягів депозитів, залучених в національній валюті, збереглася і у 2016 р.

7. Частка іноземного капіталу у банківській системі за 2015 р. збільшилася з 32,5 % до 43,3 % та перевищила порогове безпечне значення у 40 %. Банки з іноземним капіталом проводять ребрендинг. Протягом 2016 р. у структурі власності банківської системи України (БСУ) відбувались значні перегрупування. Внаслідок переходу системного ПАТ КБ «ПРИВАТБАНК» у стовідсоткову власність держави частка державних банків в структурі активів БСУ значно зросла протягом IV кварталу 2016 року та станом на 01.01.2017 р. відповідала 52 %. Частка банків з приватним українським капіталом складала близько 13 %, банків іноземних банківських груп – 35 %.¹¹

8. Банки почали використовувати плаваючу ставку кредитування, завдяки змінам в Цивільному кодексі від 17.10.2011 р.; Позики під плаваючу ставку стали дорожчими, ніж під фіксовану (середня вартість позик на купівлю житла і авто перевищила 20%, а кількість банків, які їх надають зменшується).¹²

9. Рівень прозорості українських банків залишається низьким порівняно з міжнародною практикою. Так, середній рівень розкриття

інформації 30 найбільших українських банків становить 46,14 %.¹³ Попри те, що НБУ зобов'язав банки розкрити інформацію про реальних власників банків все ще багато установ не оприлюднюють дані про наглядову раду, менеджмент та про систему виплати винагород, бонусів тощо.

10. Збільшуються портфелі банків у дорогоцінних металах.¹⁴ Втім, металеві вклади сьогодні залишаються незахищеними, оскільки на них не поширюється компетенція Фонду гарантування вкладів фізичних осіб. Тому необхідно або поширити його повноваження на такі вклади, або створити аналогічну структуру у сфері операцій з банківськими металами. Водночас зазначимо, що середня ринкова ставка за “золотим” депозитом на 1 рік становить 2,5% річних.¹⁵

11. Лише трохи більше 25 % кредитного портфелю банків припадає на виробництво¹⁶. Таке кредитування не спроможне вивести економіку на нормальний рівень розвитку. За такої структури кредитного портфелю, коли лише до 30 % спрямовано у реальну економіку, а на кредитування торгівлі, населення та нерухомості припадає 65 %, то сучасні економічні проблеми країни, на думку О. Сугоняко,¹⁷ уряду буде вирішити дуже важко.

Загалом у 2014-2016 рр. банківська система України стикнулася із найбільш глибокою кризою за часи свого існування. До початку поточної кризи, станом на 01.01.2014 р., банківська система налічувала 180 установ. За 2014-2016 рр. НБУ визнав неплатоспроможними 81 банків (33 у 2014 р., 27 у 2015 р. та 21 у 2016 р.)¹⁸. Проте макроекономічні показники минулого року виявилися кращими за очікувані. У найближчі роки ймовірно вітчизняний банківський сектор в цілому помірно ставитиметься до кредитного ризику, концентруватиметься на роботі з проблемними кредитами і нарощуватиме депозитні портфелі. Зважаючи на це українська банківська система потребує перебалансування за рахунок помірного темпу зростання кредитного портфеля і випереджаючого збільшення портфеля депозитів.

Окремо зупинимось на проблемах функціонування в країні **валютного ринку**, зокрема, зазначимо, що:

1. За 2014 -2016 рр. офіційний курс національної валюти зменшився з 7,99 грн/ дол. США станом на 01.01.2014 р. до 15,77 на 01.01.2015 р., 24,00 - на 01.01.2016 р. та 27,19 - на 01.01.2017 р. Динаміка валютного курсу залежить від чистого припливу іноземної валюти. Водночас у структурі валютних надходжень з-за кордону на експорт припадає 50-54 %; Проте зовнішні умови функціонування економіки України в останні кілька років ускладнилися. Через несприятливу ситуацію для українських експортерів на зовнішніх ринках погіршувалися показники поточного рахунку платіжного балансу.

2. Для підтримання курсу гривні НБУ використовував валютні інтервенції. Так, за 2011-2012 рр. міжнародні резерви НБУ зменшилися на 10,0 млрд дол. США, що відображає хронічну незбалансованість пропозиції та попиту на іноземну валюту в Україні. Ситуація не поліпшилася навіть за рахунок Євро-2012 - у червні 2012 р. міжнародні резерви скоротилися на 1,44 млрд дол. США. Сукупний обсяг інтервенцій НБУ на міжбанківському валютному ринку за підсумком 2015 року (4 250,7 млн дол. США) є значно меншим, ніж аналогічний показник за 2014 рік (11 127,0 млн дол. США). На відміну від 2014 р., коли валютні інтервенції здійснювались переважно у формі продажу валюти з метою згладжування курсових коливань, в 2015 р. НБУ значно збільшив обсяги придбання валюти для поповнення власних резервів. Загальна сума інтервенцій з продажу протягом 2015 р. валюти на міжбанківському валютному ринку дещо перевищує обсяги її придбання, проте розрив між показниками не є великим (2 046,6 млн. дол. США та 2 204,1 млн дол. США відповідно станом на 01.01.2016 р.).

3. Обсяг валюти поза банками зростає починаючи з 2008 р. і на початок осені 2011 р. – це 194 млрд дол. США, що й було однією з причин запровадження контролю за готівковими валютними операціями з 23 вересня 2011 р. Введення паспортизації купівлі-продажу готівкової валюти за півтора тижні дало змогу регулятору заощадити близько 0,5 млрд дол. США золотовалютних резервів. 19 Тенденцією 2015-2016 р.р. є

значне переважання обсягів продажу валюти з боку населення над обсягами купівлі. НБУ, зі свого боку стимулює це явище, шляхом пом'якшення адміністративних обмежень на валютному ринку. В той же час така тенденція в значній мірі зумовлена вичерпанням фінансових ресурсів населення та вилученням валютних заощаджень для фінансування поточних витрат. Крім того, валюта поза банками використовується для розрахунків у тіньовому секторі економіки та збереження заощаджень населення.

4. Українці мало зацікавлені у депозитах в екзотичних валютах та мультивалютних вкладах. Загальний обсяг таких вкладів становить не більше 2 %, з них 1 % у російських рублях, решта у фунтах та франках.²⁰

5. За результатом 2015 р. обсяг золотовалютних резервів становив 13,3 млрд дол. США в еквіваленті, збільшившись упродовж року на 87 %, а за 2016 р. зріс на 17 % до 15,5 млрд доларів.²¹

Зауважимо, що сьогодні послабити національну валюту можуть як зовнішні, так і внутрішні чинники, найвагомим з-поміж перших є погіршення ситуації у світовій економіці, яке, за прогнозами, буде хоч і не катастрофічним, проте тривалим. Утім, серйозніші ризики для гривні можуть бути саме всередині країни, зокрема проблема дефіциту зовнішньоторговельного балансу України та втримання обсягів експорту, зростання державного боргу, дефіцити державного бюджету та пенсійного фонду.

Розроблені НБУ заходи, які спрямовані на підтримання пропозиції іноземної валюти у спосіб підвищення спроможності контролювати кон'юнктуру валютного ринку, були вкрай необхідні для збереження валютної стабільності у кризовий період. Проте системну проблему доларизації економіки України та девальвації її валюти неможливо вирішити у спосіб виключно адміністративних заходів, покликаних ускладнити реалізацію права власності на валютні цінності. Короткостроковий позитивний ефект зміниться стійкими викривленнями на валютному ринку і результативними диспропорціями розміщення ресурсів і структури

економічної системи, виправлення яких вимагатиме тривалого часу та значних коштів. Саме тому програми співпраці з МВФ передбачають поступову лібералізацію валютного ринку.

На **ринку цінних паперів** простежуються такі тенденції:

1. Частка організованого ринку (рис.1) зростала до 2014 р. (близько 25 % порівняно з 10% у 2010 р.), у торгівлі цінними паперами, проте зберігається його інституційна розпорошеність, хоча 97,62 % за підсумками 2016 р. (94,7 % за 2014 р.) біржових контрактів з цінними паперами було зосереджено на двох фондових біржах: "Перспектива" та "ПФТС".



Рис. 1. Обсяг торгів на ринку цінних паперів у 2011 – 2016 роках²²

2. За результатами 2014 р., обсяг виконаних біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі збільшився, порівняно з 2013 р., на 35,82 % (або на 166,00 млрд грн) і становив 629,43 млрд грн. Кількість угод, що укладаються на організаторах торгівлі, істотно зросла у зв'язку із запровадженням з 1 січня 2013 р. податку на операції з цінними паперами та деривативами, що здійснюються поза біржею.²³ Однак у 2015 р. обсяг біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі зменшився на 53,08 % (або на 328,92 млрд грн) порівняно з 2014 р., а за результатами 2016 р. становив 236,95 млрд грн²⁴ У зв'язку із підвищенням вимог до перебування цінних паперів у біржовому реєстрі, значна кількість

емітентів була делістингована протягом останніх двох років (загалом 330). Цей факт вплинув на загальний обсяг торгів, адже в учасників зникла необхідність підтримувати торги з цінними паперами, що пройшли делістинг.

3. На фондовому ринку практично відсутній інтерес до акцій публічних акціонерних товариств у зв'язку з їхньою низькою ліквідністю, високою волатильністю, недостатнім захистом прав міноритаріїв.²⁵ Обсяг торгів з акціями, за підсумками 2014 р., становив 26,7 млрд.грн (або 4,2 % загального обсягу), а обсяг операцій з облігаціями сягнув 587,1 млрд.грн (або 93,4 % загального обсягу, у тому числі 88% ОВДП). Приблизно така ж структура торгів за фінансовими інструментами збереглася і в 2016 р. – операції з державними облігаціями України становили 89,16% від загального обсягу біржових контрактів. Домінування угод з державними цінними паперами за останні роки відповідає загальносвітовим тенденціям: у період кризи зростає попит на низько-ризиковані надійні цінні папери, якими є державні. Разом з тим розміщення ОВДП було важливим джерелом наповнення бюджету України.

4. Упродовж 2010-2016 рр. загалом зростає обсяг зареєстрованих випусків цінних паперів²⁶, однак 2015р. цей обсяг становив 155,77 млрд грн, що менше на 49,08 млрд грн. порівняно з відповідним періодом 2014 р. (204,85 млрд грн). Загальний обсяг випусків емісійних цінних паперів за 2016 р., становив 232,41 млрд грн, що більше на 83,91 млрд грн. порівняно з попереднім роком. Найбільше емісій реєструють компанії фінансового сектору.

5. Простежується значна чутливість до змін на світовому ринку цінних паперів,²⁷ а вітчизняні компанії продовжують виводити свої акції за межі країни.. Поки що українські емітенти віддають перевагу створенню холдингів в іноземних юрисдикціях і розміщенню саме через їхні акції на біржі. Однак з початку агресії РФ вітчизняні компанії не мають змоги залучати кошти на зарубіжних фондових ринках.

6. Різке зниження цін під час кризи на вітчизняному фондовому ринку призвело до того, що кілька іноземних компаній поставили акції, які входять до лістингу “Української біржі”, в заборонений список, що фактично не дозволяє інвестувати в цінні папери з лістингом в Україні.

7. У 2010-2016 рр. розпочалась торгівля новими інструментами, зокрема опціонами на індексний ф'ючерс на УБ (обсяг торгів за перший день, 26.04.2011 р. склав понад 2 млн грн²⁸). Біржа також затвердила специфікацію ф'ючерсного контракту на сиру нафту марки Brent та планує запуск ф'ючерсів на золото.²⁹ Крім того, уряд почав випускати валютні ОВДП з прив'язкою до долара США.³⁰ Зазначимо, що для зростання ліквідності вітчизняний ринок цінних паперів потребує нових інструментів.

8. Незахищеність прав власників цінних паперів та низька корпоративна культура.³¹ У результаті чого, нині фондовий ринок недостатньо популярний як серед інвесторів, так і серед більшості компаній, які не надто поспішають ставати публічними. З огляду на що, вірити в їхню інвестиційну привабливість у потенційних покупців цінних паперів просто немає підстав, зокрема, за оцінками експертів, вкладати свої кошти в акції сьогодні не готові до 90 % інвесторів.³² Саме неналагоджені комунікації – ключова проблема українського фондового ринку. З одного боку, пакети акцій сконцентровані в одних руках, тобто маємо гуртову структуру капіталу. З іншого, маємо офшорну структуру власників, які не схильні до розкриття інформації. Тому для залучення інвестицій першочерговим завданням стає запровадження європейських принципів публічності, прозорості та відкритості. Необхідно також знижувати регуляторне й податкове навантаження, а решта ж засобів підвищення ліквідності у руках самого бізнесу.

9. Удосконалюється законодавче та нормативне регулювання ринку цінних паперів, зокрема:

- змінено умови торгівлі, тепер при купівлі акцій у розмірі від 10 % фізична або юридична особа має повідомляти та погоджувати це з НКЦПФР;³³

- з 1 січня 2012 р. дозволені емісії облігацій лише в бездокументарній формі. Таким чином, дематеріалізація тепер буде стосуватися не тільки акцій, а й облігацій;³⁴

- заборонено інститутам спільного інвестування (ІСІ) бути акціонерами банків. Це суттєво звужує можливості диверсифікації вкладень ІСІ і викреслює фінансовий сектор з галузей для інвестування, за винятком страхових компаній, яких на ринку обмаль. За оцінками, у портфелях ІСІ є папери 25 емітентів-банків на 492 млн грн, що становить 5–10% загального обсягу. Водночас на біржах зараз котируються акції більше 60 банків. Зважаючи на зниження котирувань акцій банків, деякі ІСІ вже виконали нові вимоги законодавства. У зв'язку з чим фонди втратили майже 10 % вартості (28,4 млн грн), а інвестори вилучили з них 13,6 млн грн;

- за використання інсайдерської інформації НКЦПФР каратиме учасників ринку;

- у парламенті зареєстровано законопроект про створення централізованої депозитарної системи.³⁵

Необхідно зазначити, що головним показником розвитку фондового ринку та фінансової системи країни є частка капіталізації лістингових компаній у ВВП країни. Для прикладу, акціонерний капітал найбільш розвинений у США та Великобританії (понад 100 %), у Франції (понад 60 %), тоді як в Україні ця цифра наразі невелика і сягає лише 20% (рис.2). Станом на 31.12.2015 капіталізація лістингових компаній фондового ринку склала 63,49 млрд грн., а станом на 31.12.2016 р. знизилася до 19,64 млрд грн.³⁶

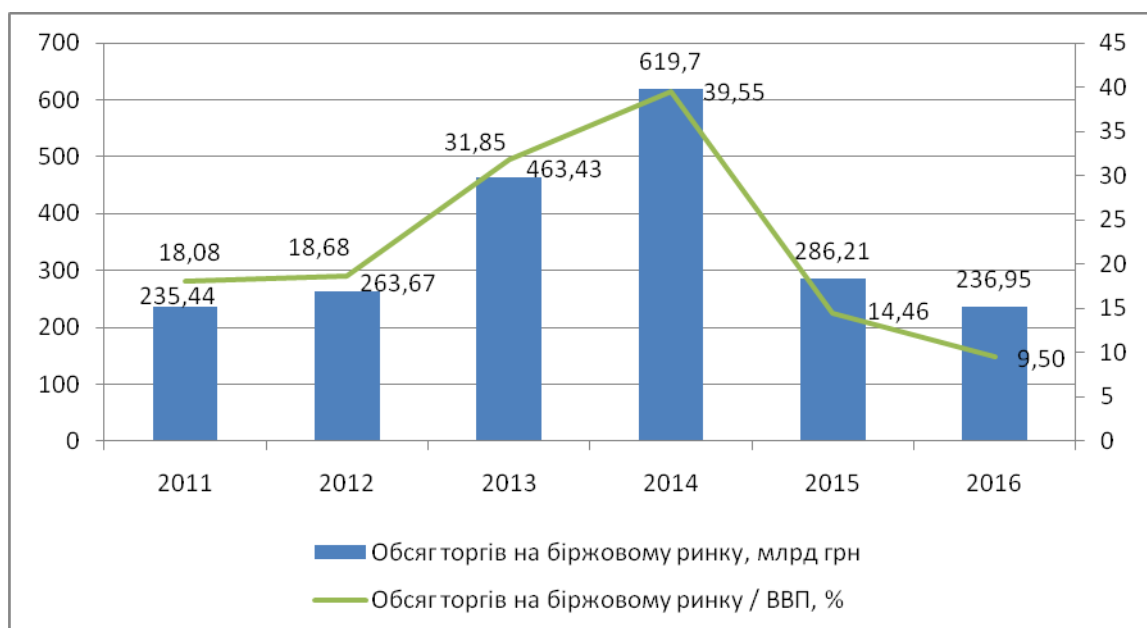


Рис. 2. Обсяг біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі у 2011 – 2016 роках³⁷

Виходячи з досвіду країн, де ринок цінних паперів успішно розвивається, можна здійснити низку заходів, що можуть дати поштовх до швидкого зростання цього ринку в Україні уже в короткотерміновому періоді.³⁸ Такими є заходи, що спрямовані на підвищення ліквідності ринку та зростання пропозиції і попиту на ньому, зокрема проведення приватизації через первинне розміщення пакетів акцій, спрямування іпотечних сертифікатів на організований ринок, лібералізації руху капіталу та ін.

У забезпеченні соціально-економічного розвитку сучасної держави важливу роль відіграє і **страховий ринок**, який є ваговою складовою у реалізації її економічної політики. Основні показники страхової діяльності в Україні за роки незалежності набули певних якісних змін і їхня динаміка свідчить про такі тенденції:

1. З 2008 р. зменшується кількість страхових компаній (у 2016 р. ліквідовано 51 компанію), проте зростають активи, кількість укладених договорів страхування та обсяги надходжень валових страхових премій, що свідчать дані табл. 2;³⁹

Таблиця 2.

Основні показники діяльності страхового ринку України, млн грн⁴⁰

Показники	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Активи	20920,1	45234,6	48122,7	56224,7	66387,5	70261,2	60729,1	56075,6
Валовістраховіпремії	12853,5	23081,7	22693,5	21508,2	28661,9	26767,3	29736,0	35170,3
Валовістраховівиплати	1894,2	6104,6	4864,0	5151,0	4651,8	5065,4	8100,5	8839,5
Сформованістраховірезерви	5045,8	11371,8	11179,3	12577,6	14435,7	15828,0	18376,3	20936,7
Рівеньчистихвиплат,%	20,7	44,2	26,2%	24,5%	21,2%	26,3%	34,0%	32,3%

Джерело: https://nfp.gov.ua/files/sk_%202016.pdf

2. Зростає частка іноземного капіталу у страховому секторі, зокрема ЄБРР придбав додаткову емісію у розмірі 85 млн грн та володіє 23 % акцій страхової компанії “Універсальна”, що стала першим страховиком, акції якого котируються на фондовій біржі;

3. Ринок розвивається головно за рахунок зовнішніх чинників – зростання обсягів кредитування (авто⁴¹ та іпотечного^{42,43});

4. Зберігається низька платоспроможність потенційних споживачів страхових послуг і їх недовіра до інституту страхування;

5. Нерозвиненість ринку страхування життя та інших видів особистого страхування, оскільки не створені інституційно-правові основи для впровадження інвестиційного та обов’язкового медичного і пенсійного страхування, і, як наслідок, рівень капіталізації більшості страхових компаній залишається вкрай низьким.

6. Страхові послуги, на жаль, продовжують використовуватися підприємцями з метою ухилення від сплати податків.

7. Недобросовісна конкуренція (надмірне завищення комісійних винагород), зокрема й демпінг щодо тарифікації окремих видів страхових послуг, шахрайство та факти нехтування правами страхувальників з боку окремих страховиків.

8. Недостатня прозорість у діяльності спеціально уповноваженого органу у сфері регулювання фінансових послуг, а також відсутність

належного регулювання посередництва і допоміжної діяльності у сфері страхування.⁴⁴

9. Відсутність кваліфікації правопорушень, що дає змогу Держфінпослуг застосовувати максимальні штрафні санкції та відкликати ліцензії за будь-яке правопорушення.

10. Розширились повноваження наглядових органів, збільшилась кількість різних форм звітності та нетипових зобов'язань (надання інформації мільйонам клієнтів про оподаткування платежів та виплат, розкриття комерційної інформації про розміри комісійної винагороди тощо), що збільшить витратність страхового бізнесу.

11. Зберігається недосконалість нормативно-правового регулювання у сфері страхування.

Цілком очевидно, що за умов посилення відкритості української економіки щораз більшої актуальності набувають питання конкурентоспроможності вітчизняного страхового ринку та реформування страхової галузі. Водночас, рівень її розвитку не відповідає зростаючим потребам національної економіки та масштабам реформ у соціальній сфері. У структурі ВВП частка страхового ринку є невиправдано малою і становила 2010-2016 рр. близько 1 %, у той час як середньосвітовий показник – 7%.⁴⁵ Така ситуація є наслідком недооцінювання вагомості суспільної ролі, яку може і повинно відігравати страхування в Україні, і яку воно відіграє в розвинених країнах.

За висновками МВФ⁴⁶ світова криза позначилася на Україні сильніше, ніж на інших країнах, які отримували допомогу в рамках програми stand-by. Тим не менше, програма допомогла уникнути погіршення макроекономічних змін в короткостроковій перспективі. Аналогічно співпраця з МВФ після російської агресії запобігла фінансовому колапсу та стабілізувала банківську систему. Проте, рекапіталізація банків відбувається повільніше, ніж це було передбачено програмою. Україні рекомендують посилити регулювання,

нагляд та контроль за діяльністю фінансового сектора і поліпшити законодавство.

Проведений аналіз засвідчує, що зараз вітчизняний фінансовий ринок та система бюджетного менеджменту, на жаль, також є мало ефективними і не повністю виконують свої функції. Окрім цього нерозвиненість фінансового ринку України створює низку перешкод для проведення економічної політики і є фактором стримування подальшого економічного розвитку. Через практичну відсутність високоліквідних інструментів з низькими ризиками, суттєво обмежені наявні інструменти монетарної політики. НБУ здебільшого покладається на використання резервних вимог, що не є гнучким і ефективним інструментом. Проблема ще більше загострилася з переходом до таргетування інфляції. Середньо- і довгострокова бюджетна політика також сильно залежить від розвитку фінансового сектору, зокрема фондового ринку – ефективна пенсійна та інші реформи неможливі без розвинених небанківських установ, як приватних, так і державних. Уже зараз нестача надійних інструментів на внутрішньому ринку цінних паперів є серйозним стримуючим фактором для розвитку інституційних учасників та гальмує розвиток усього фінансового ринку. Це стримує можливості інвестиційної та інноваційної діяльності в Україні.

Сучасні економічні тенденції й наслідки російської агресії та світової фінансової кризи показали необхідність удосконалення фінансово-бюджетної політики, зміцнення фінансової системи України й розроблення заходів спрямованих на розвиток фінансового ринку⁴⁷, які мали б полягати зокрема у:

- підготовці довгострокової цілісної стратегії реформування та розвитку фінансового ринку України з налагодженням механізму системної та ефективної співпраці між фінансовими регуляторами з метою скоординованості їхніх дій або утворення єдиного мегарегулятора для фінансового ринку;

- вдосконаленні та взаємоузгодженні як рамкового, так і спеціального законодавства в сфері діяльності сегментів фінансового ринку та подальша його адаптація до європейського законодавства;
- поетапному впровадженні міжнародновизнаних стандартів бухгалтерського обліку, фінансової звітності, аудиту, розкриття інформації та корпоративного управління як у фінансовому, так і інших секторах національної економіки;
- формуванні умов для утворення компенсаційних механізмів на усіх сегментах фінансового ринку;
- проведенні просвітницької роботи щодо функціонування фінансового ринку серед споживачів фінансових послуг;
- подальшому вдосконаленні регулювання діяльності суб'єктів фінансового ринку.

За умов глобалізації, тимчасової нестабільності на світових фінансових ринках та водночас невизначеності й непослідовності трансформаційних змін у вітчизняній економіці подальший розвиток фінансового сектору потребує стратегічних заходів щодо його оздоровлення, визначення на державному рівні єдиної політики розвитку фінансового ринку, переорієнтації на створення внутрішніх інвестиційних джерел, підвищення прозорості прийняття регуляторних рішень та ролі об'єднань суб'єктів ринку тощо.⁴⁸ Також необхідно удосконалити законодавство у сфері ліцензування, реєстрації і здійснення контролю діяльності фінансових установ.

Отже, тенденції суспільного розвитку свідчать, що в умовах глобалізації економіки майбутній розвиток фінансового ринку України фактично неможливий без його реформування. На наш погляд, це мають бути суттєві кроки, спрямовані на розвиток інституційної структури ринку, розвиток його інфраструктури, захист прав акціонерів, збільшення прозорості (запровадження європейських принципів і стандартів розкриття

інформації) та впровадження ефективної й відкритої регуляторної політики і відповідного нагляду.

ВИСНОВКИ ТА РЕКОМЕНДАЦІЇ

Виходячи з переліку окреслених проблем, притаманних фінансовому ринку України, головними напрямками його активізації, відновлення та інвестиційного спрямування мають бути наступні:

➤ перехід до агрегованого регулювання і пруденційного нагляду за суб'єктами фінансового ринку для послаблення регулятивного арбітражу, удосконалення його інфраструктури, синхронізації регулювання та функціонування всіх його секторів шляхом подолання розриву між діями різних фінансових регуляторів;

➤ підвищення організаційної ефективності регуляторів фінансового ринку – визначити цільову модель функціонування та дорожню карту трансформації регуляторів;

➤ посилення процесу комунікації регуляторів із зовнішнім середовищем та суспільством на основі використання рекомендацій суб'єктів фінансового ринку, науковців та експертів щодо розвитку фінансового регулювання, а також своєчасне відображення на сайті НБУ інформації щодо статистичних показників банківської системи та окремих комерційних банків, грошово-кредитної політики, платіжного балансу тощо; за несвоєчасність передбачити відповідальність посадових осіб регуляторів;

➤ удосконалення чинних і розроблення нових нормативно-правових актів банківського нагляду і регулювання на основі врахування сучасних рекомендацій Базельського та Європейського комітету в частині запровадження ризик-орієнтованого нагляду та контролю за відповідністю внутрішніх банківських систем управління ризиками новим вимогам;

➤ налагодження автоматичного обміну інформацією між вітчизняними державними фінансовими органами (інтеграція баз даних), а

також між ними та органами інших країн, передусім митними, податковими тощо;

➤ внесення змін до Закону України «Про банки і банківську діяльність» у частині встановлення додаткової майнової відповідальності власників істотної часті банку належним їм майном у разі віднесення банку до категорії неплатоспроможних;

➤ посилення захисту майнових прав кредиторів при ліквідації банків шляхом проведення обов'язкових загальних зборів кредиторів, крім пов'язаних з банком осіб і структур, створення комітету кредиторів з наданням йому права контролю за діяльністю ліквідатора банку;

➤ стимулювання збільшення частки угод з фінансовими інструментами на організованому сегменті ринку;

➤ запровадження податку на короткотермінові інвестиції в країну або інших м'яких обмежень відповідно до міжнародної практики;

➤ обмеження практики випуску державних цінних паперів(як боргових облігацій уряду, так і сертифікатів НБУ) для зниження ринкових ставок за кредитами і стимулювання таким чином економічного розвитку реального сектору економіки;

➤ запровадження ефективної системи контролю за витрачанням бюджетних коштів та реформування сектору державних підприємств з метою зменшення втрати бюджетних коштів, а також збільшити доходи уряду від державного сектору шляхом продажу лише збиткових компаній (продаж державних компаній, які приносять прибутки заборонити);

➤ розміщення річних звітів про результати використання коштів за проектами міжнародних фінансових організацій та незалежну експертну оцінку ефективності виконання відповідних програм у цілому на інтернет-сторінці МФУ;

➤ розробити й запровадити заходи, спрямовані на заохочення грошових переказів трудових мігрантів на Батьківщину, та стимулювати їхнє інвестиційне використання. Для цього провадити політику здешевлення

послуг з переказу коштів, розглянути можливість випуску спеціальних державних облігацій для діаспори й мігрантів.

Впровадження описаних вище заходів має сприяти розвитку вітчизняного фінансового ринку, стабілізації фінансової системи країни як ключового елемента макроекономічної стабільності у державі.

Удосконалення підходів до організації функціонування фінансового ринку в Україні має відбуватися з урахуванням того факту, що держава повинна регулювати економіку, як наочно довела глобальна фінансова криза, але процес державного втручання не повинен зводитись лише до регулювання – держава має визначати пріоритети її розвитку (у тому числі фінансового ринку). На сьогодні в Україні, як і в цілому світі, головне завдання – це розроблення та запровадження постійно діючого механізму вдосконалення й розвитку фінансового ринку з урахуванням світових тенденцій сучасної епохи.

Відділ регіональної політики

(А.О. Двігун, І.М. Крупка)

¹Шелудько Н. М. Фінансові ринки України і Росії: уроки кризи та перспективи розвитку // Економіка і прогнозування. – 2010. – № 3. – С. 7–26.

² У фінансовому секторі України 94-95% активів належать банкам[Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.rbc.ua/ukr/newsline/show/v-finansovom-sektore-ukrainy-94-95-aktivov-prinadlezhat-bankam--23112011121200>

³ Банки у 2011 р. скоротили збитки на 40%[Електронний ресурс] – Режим доступу: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?banki_u_2011_r_skorotili_zbitki_na_40&objectId=183777

⁴ Українські банки все ще залишаються збитковими[Електронний ресурс] – Режим доступу: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?ukrayinski_banki_vse_shhe_zalishayutsya_zbitkovimi&objectId=183426

⁵ Аналітичний огляд банківської системи України за результатами 2016 року [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://urik.com.ua/documents/research/bank_system_4_kv_2016.pdf

⁶ Річний звіт 2016 / Офіційна інтернет-сторінка НБУ.[Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=49064031>

⁷ Річний звіт 2016 / Офіційна інтернет-сторінка НБУ.[Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=49064031>

⁸ Банки вдалися до спільного кредитування[Електронний ресурс] – Режим доступу: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?banki_vdalisya_do_spilnogo_kredituvannya&objectId=149331

⁹ Fitch: Українські банки стабілізувались, але все одно слабкі[Електронний ресурс] – Режим доступу: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?fitch_ukrayinski_banki_stabilizували_ale_vse_odno_slabki&objectId=152464<http://www.fitchratings.ru/financial/banks/news/newsrelease/index.wbp>

¹⁰ Розрив між валютними кредитами і депозитами в банках на сьогодні становить 17 млрд дол., - НБУ [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.rbc.ua/ukr/newsline/show/razryv-mezhdvalyutnymi-zaumami-i-depozitami-v-bankah-na-17112011143400>

¹¹ Річний звіт 2016 / Офіційна інтернет-сторінка НБУ.[Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=49064031>

¹² Споживчі кредити дорожчають[Електронний ресурс] – Режим доступу: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?spozhivchi_krediti_dorozhchayut&objectId=168212

¹³ Рівень прозорості українських банків менший 50%[Електронний ресурс] – Режим доступу: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?riven_prozorosti_ukrayinskih_bankiv_menshiy_50&objectId=152381<http://www.credit-rating.ua/ua/ratings>

¹⁴ Попит на банківські метали у 2011 р. зріс удвічі[Електронний ресурс] – Режим доступу: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?popit_na_bankivski_metali_u_2011_r_zris_udvichi&objectId=191253

¹⁵ Українці активно відкривають “золоті” депозити[Електронний ресурс] – Режим доступу: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?ukrayintsi_aktivno_vidkrivayut_zoloti_depoziti&objectId=163721

¹⁶ Обсяги кредитування за 8 місяців зросли на 7% [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?obsyagi_kredituvannya_za_8_misyatsiv_zrosli_na_7&objectId=142539

¹⁷ Банки за 10 місяців видали 830 млрд. грн.[Електронний ресурс] – Режим доступу: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?banki_za_10_misyatsiv_vidali_830_mlrd_grn&objectId=164232

¹⁸ Річний звіт 2016 / Офіційна інтернет-сторінка НБУ.[Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=49064031>

-
- ¹⁹ Українці продовжують запасатися валютою[Електронний ресурс] – Режимдоступу: <http://www.epravda.com.ua/news/2011/11/10/304980/>
- ²⁰ Експерт: Українці мало зацікавлені у депозитах в екзотичних валютах [Електронний ресурс] – Режимдоступу: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?ekspert_ukrayintsi_malo_zatsikavleni_u_depozitah_v_ekzotichnih_valyutah&objectId=190320
- ²¹ Міжнародні резерви України за 2016 рік зросли на 17% до 15,5 млрд доларів[Електронний ресурс] – Режимдоступу: https://dt.ua/ECONOMICS/mizhнародni-rezervi-ukrayini-za-2016-rik-zrosli-na-17-do-15-5-mlrd-dolariv-229372_.html
- ²² Аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку[Електронний ресурс] – Режимдоступу: <https://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>
- ²³ Петик Л.О. Сучасний стан фондового ринку в Україні // Науковий вісник НЛТУ України. – 2015. – Вип. 25.1 - С. 344-350.
- ²⁴ Аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку[Електронний ресурс] – Режимдоступу: <https://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>
- ²⁵ Петик Л.О. Сучасний стан фондового ринку в Україні // Науковий вісник НЛТУ України. – 2015. – Вип. 25.1 - С. 344-350.
- ²⁶ Рубаха М.В. Ринок цінних паперів: сучасний стан, проблеми і перспективи розвитку /Рубаха М.В., Голович О.Б. // Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету.[Електронний ресурс] – Режимдоступу: <http://www.vestnik-econom.mgu.od.ua/journal/2015/13-2015/47.pdf>
- ²⁷ Фондовий ринок продовжує падіння[Електронний ресурс] – Режимдоступу: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?fondoviy_rinok_prodivzhuye_padinnya&objectId=142753
- ²⁸ На Українській фондовій біржі почали торгувати опціонами[Електронний ресурс] – Режимдоступу: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?na_ukrayinskiy_fondoviy_birzhi_pochali_torguvati_optsionami&objectId=89330
- ²⁹ "Українська біржа" запустить нафтові ф'ючерси[Електронний ресурс] – Режимдоступу: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?ukrayinska_birzha_zapustit_naftovi_fyuchersi&objectId=152542
- ³⁰ Уряд погодився на випуск валютних ОВДП[Електронний ресурс] – Режимдоступу: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?uryad_pogodivsya_na_vipusk_valyutnih_ovdp&objectId=142491
- ³¹ Squeeze-out можуть закріпити на законодавчому рівні[Електронний ресурс] – Режимдоступу: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?zsqueeze_out_mozhut_zakripiti_na_zakonodavchomu_rivni&objectId=156515
- ³² Неналагоджені комунікації – ключова проблема фондового ринку[Електронний ресурс] – Режимдоступу: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?nenalagodzheni_komunikatsiyi__klyuchova_problema_fondovogo_rinku&objectId=181770
- ³³ Відтепер покупці акцій у розмірі від 10% мають погоджувати це з комісією[Електронний ресурс] – Режимдоступу: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?vidteper_pokuptsi_aktsiy_u_rozmiri_vid_10_mayut_pogodzhuвати_tse_z_komisiyeyu&objectId=142235
- ³⁴ Поритко А., Веремко В. Топ-10 законодавчих змін, які запрацюють у січні 2012 року[Електронний ресурс] – Режимдоступу: <http://news.finance.ua/ua/~2/30/all/2012/01/05/264859>
- ³⁵ В Україні буде створена централізована депозитарна система[Електронний ресурс] – Режимдоступу: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?v_ukrayini_bude_stvorena_tsentralizovana_depозитарна_sistema&objectId=157112

-
- ³⁶ Аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>
- ³⁷ Аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>
- ³⁸ Розвиток ринку фінансових послуг в Україні / Міжнародна експертна група [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.case-ukraine.kiev.ua/>
- ³⁹ Левченко В.П. Ринок небанківських фінансових послуг України: поточний стан та перспективи розвитку [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/prbsu/2010_29/10_29_43.pdf
- ⁴⁰ Підсумки діяльності страхових компаній за 2016 рік [Електронний ресурс] – Режим доступу: https://nfp.gov.ua/files/sk_%202016.pdf
- ⁴¹ В Україні зростає попит на авто [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?v_ukrayini_zrostaye_popit_na_avto&objectId=148087
- ⁴² НБУ: У банків достатньо ресурсів для дешевшої іпотеки [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?nbu_u_bankiv_dostatno_resursiv_dlya_deshevs_hoyi_ipoteki&objectId=147994
- ⁴³ Іноземні банки ідуть на ринок іпотечного кредитування [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://24tv.ua/home/showSingleNews.do?inozemni_banki_idut_na_rinok_ipotechnogo_kredituvannya&objectId=152463
- ⁴⁴ Ліга страхових організацій України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://uainsur.com/our-news/21958/>
- ⁴⁵ Стратегія розвитку страхового ринку України на 2011-2020 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://ufu.org.ua/ua/about/activities/strategic_initiatives/5257
- ⁴⁶ Звіт МВФ: Україна впоралася лише з короткостроковими цілями [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bbc.co.uk/ukrainian/business/2011/11/111119_imf_ukraine_report_dt.shtml
- ⁴⁷ Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.dfp.gov.ua/743.html>
- ⁴⁸ АУБ надала пропозиції до проекту Урядової «Стратегії розвитку фінансового сектору України до 2015 року» [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://aub.org.ua/index.php?option=com_content&task=view&id=4769&menu=119&Itemid=113