

УДК 336.761

JEL classification: E620

Олексій ЦЕЛУЙКО

К.н. з держ. управ., доцент кафедри публічного управління,

Класичного приватного університету

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-9782-5011>

ОСОБЛИВОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

***Анотація.** Визначено специфічні завдання регулюючих органів на ринку, що формується, відносяться наступні: підкріплення ринку державних зобов'язань; пошук економічно доцільної пропорції державних та корпоративних випусків; контроль за поступовістю проведення політики лібералізації ринку державних цінних паперів та необхідність її координації з валютною політикою, контроль за співвідношенням зовнішнього та внутрішнього боргу. Зазначено, що особливістю ринків, що формуються, є те, що національні банки виконують не тільки регулюючі та контрольні функції, а й виступають безпосередніми організаторами інфраструктури ринку державних цінних паперів. Будучи зацікавленим у розвитку вторинного ринку, національний банк відіграє головну роль у процесі формування та розвитку вторинного обороту держпаперів на ринках, що формуються. Національний банк як, що відповідає за проведення грошово-кредитної політики, вкрай зацікавлений у розвитку вторинного ринку державних цінних паперів, що дозволяє національним банкам здійснювати операції на відкритому ринку з метою грошово-кредитного регулювання.. Запропоновано удосконалення структури власників за рахунок активізації залучення коштів приватних вкладників. Хоча в сучасних умовах ринкові (вільно оборотні) випуски державних боргових зобов'язань абсолютно домінують як на розвинених, так і на ринках, що розвиваються, виходячи з досвіду розвинених країн (наприклад, США), не можна недооцінювати роль неринкових цінних паперів, призначених спеціально для роздрібного сектора. Зазначено, що на ринках, що формуються, недостатньо широким набором фінансових інструментів істотна увага повинна приділятися як випуску ринкових серій орієнтованих на великих інвесторів так і спеціальним (ринковим і неринковим) випускам держпаперів, розрахованим на роздрібний продаж. Таким чином, при побудові моделі ринку державних зобов'язань за умов перехідної економіки слід виходити з високого рівня ризику виникнення ситуації "боргової пастки". По-перше, при визначенні максимально можливих масштабів заборгованості слід пам'ятати про особливості організаційної моделі фінансового ринку (відсутність ємного фінансового ринку та скромні можливості його професійних учасників).*

Ключові слова ринок державних зобов'язань, економічна доцільність, державні цінні папери,

організатори інфраструктури ринку, грошово-кредитна політика, фінансові інструменти, державні зобов'язання, моделі фінансового ринку

Oleksii TSELUIKO

Ph.D. in State management, Associate Professor of the Department of the public administration,
Classical Private University

FEATURES OF THE FUNCTIONING OF THE GOVERNMENT SECURITIES MARKET

Abstract. *The specific tasks of regulatory bodies in the emerging market are defined, including the following: strengthening the market of government obligations; finding an economically feasible proportion of state and corporate issues; control over the gradual implementation of the policy of liberalization of the state securities market and the need for its coordination with currency policy, control over the ratio of external and internal debt. It is noted that a feature of emerging markets is that national banks perform not only regulatory and control functions, but also act as direct organizers of the infrastructure of the state securities market. Being interested in the development of the secondary market, the central bank plays the main role in the process of formation and development of the secondary circulation of government securities in emerging markets. The National Bank, which is responsible for conducting monetary policy, is extremely interested in the development of the secondary market of government securities, which allows national banks to carry out operations on the open market for the purpose of monetary regulation. It is proposed to improve the structure of owners due to the activation of the attraction of private funds depositors. Although in modern conditions market (freely negotiable) issues of government bonds absolutely dominate both in developed and in developing markets, based on the experience of developed countries (for example, the USA), the role of non-marketable securities designated specifically for the retail sector. It is noted that in emerging markets, there is not a sufficiently wide range of financial instruments, significant attention should be paid both to the issue of market series aimed at large investors and to special (market and non-market) issues of government securities designed for retail sale. Thus, when building a model of the market of government obligations under the conditions of a transitional economy, one should proceed from a high level of risk of a "debt trap" situation. First, when determining the maximum possible scale of indebtedness, one should remember the peculiarities of the organizational model of the financial market (the absence of a capacious financial market and the modest capabilities of its professional participants).*

Keywords *government bond market, economic feasibility, government securities, market infrastructure organizers, monetary policy, financial instruments, government bonds, financial market models.*

Постановка проблеми. У країнах з перехідною економікою та фондовим ринком, що розвивається, коли державний сегмент ринку цінних паперів є домінуючим, питання про його регулювання набуває особливої актуальності. Характерні риси моделі ринку, що розвивається, пояснюють низький рейтинговий рівень державних зобов'язань країн з перехідною економікою. Найбільш істотною відмінністю розвинутого та ринків державних цінних паперів, що розвивається, є непорівнянний рівень політичних та економічних ризиків. В умовах ринку, що розвивається найважливіша інвестиційна якість держпаперів - відсутність кредитного ризику не є безперечним, а ринок реагує в першу чергу на зміну політичної обстановки, а не економічної ситуації.

В Україні її функціонування ринку держпаперів ускладнювалось незавершеністю розробки законодавчо-правової бази регулювання. По-перше, існує реальна проблема суперечливості законодавчо-правової бази регулювання ринку державних цінних паперів. Так, українські закони про внутрішній борг і зовнішні запозичення суперечать один одному. З розвитком фінансового ринку необхідно переходити до міжнародної класифікації поділу боргу на внутрішній та зовнішній. За такого підходу внутрішній борг - це борг резидентам, зовнішній - нерезидентам. Якщо слідувати логіці українських законів, то розподіл проводиться за критерієм гривня-долар (гривневі борги відносяться до внутрішнього боргу, а валютні до зовнішнього). Водночас за методологією Мінфіну борг по ОВВЗ віднесено до внутрішнього боргу, незважаючи на те, що зобов'язання деноміновані у валюті та сконцентровані переважно іноземні інвестори [1].

По-друге, крім об'єктивних протиріч між регуляторами ринку (Мінфін зацікавлений розмістити більшу кількість нових випусків, а національний банк має координувати політику управління державної заборгованості із забезпеченням стійкості грошової маси), виникають труднощі через відсутність законодавчого розмежування функцій та повноважень відомств-регуляторів ринку державних цінних паперів

Досвід розвинених країн показує, що чисельність органів, які беруть участь у регулюванні, не заважає роботі ринку. Швидше вікна здатність коректно розподіляти обов'язки та повноваження, які, щоб уникнути конфліктних ситуацій, повинні бути закріплені законодавчо. Дві об'єктивні тенденції перехідної економіки (з одного боку, збереження курсу незалежність національного банку, з іншого боку, його активна роль як професійного учасника ринку державних запозичень), вимагають детального уточнення повноважень Національного Банку України над ринком державних цінних паперів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Значну увагу проблемі функціонування ринку державних цінних паперів та розвитку фондового ринку присвячено велика кількість роботи зарубіжних та українських вчених-економістів. Серед них: В. Базилевич, І. Бланка, О. Василика, О. Василик, А. Гальчинського, В. Колесник, Дж. Кейнса, Ю. Лисенков, О. Мозговий, В. Оскольський, М. Паркін, В. Савченко, М. Самбірський, К. Форбс та ін.

Однак враховуючи швидкозмінюваність світових тенденцій та особливостей використання такого фінансового інструментарію як державних цінних паперів – актуальність їх дослідження не втрачається.

Формулювання цілей статті. Метою статті є визначення особливостей функціонування ринку державних цінних паперів в Україні та їх оцінка з позицій змісту та імперативів концепції удосконалення оцінки ефективності функціонування регуляторів на ринку державних цінних паперів на основі теорій ефективності фінансового ринку.

Виклад основного матеріалу дослідження. На ринку з неусталеної регулятивної структурою необхідність чіткого контролю та нагляду у процесі регулювання набуває особливої значущості. До специфічних завдань регулюючих органів на ринку, що формується, відносяться наступні: підкріплення ринку державних зобов'язань; пошук економічно доцільної пропорції державних та корпоративних випусків; контроль за поступовістю проведення політики лібералізації ринку державних цінних паперів та необхідність її координації з валютною політикою, контроль за співвідношенням зовнішнього та внутрішнього боргу.

У країнах, чий фінансові ринки класифікуються як такі, що розвиваються, на початковому етапі формування ринку сектор державних цінних паперів є домінуючим і його вплив на інвестиційні процеси, безумовно, буде вирішальним. Одна з причин довгого часу існуючого парадоксу - одночасно високої надійності та прибутковості державних облігацій полягає в тому, що ринок державних цінних паперів розвивався у неконкурентному середовищі.

Внутрішній ринок, який вступив у стадію формування, не може дозволити собі того ступеня відкритості для іноземних інвесторів, яка відрізняє розвинені ринки, тому на ринку, що розвивається, лібералізація повинна проводитися особливо обережно. Завдання контролю за поступовістю процесу лібералізації в країнах з перехідною економікою покладається на національні банки. Так в Угорщині нерезиденти не мають права конвертувати доходи та суми, отримані від погашення державних боргових зобов'язань в інвалюту, без спеціального дозволу Національного банку Угорщини [2].

Проведення лібералізації на ринку державних цінних паперів тісно пов'язане з проблемами валютного регулювання. Відповідно до «постулату відсоткового паритету» відсоткові ставки у різних країнах зрівнюються через механізм валютного курсу з допомогою міжкраїнного переливу капіталу. Як і в країнах з розвиненими ринками в Україні головна роль у регулюванні ринку державних цінних паперів належить державним органам: міністерству фінансів, казначейству, національному банку, комісії з цінних паперів.

Відмінною особливістю ринків, що формуються, є те, що національні банки виконують не тільки регулюючі та контрольні функції, а й виступають безпосередніми організаторами інфраструктури ринку державних цінних паперів.

Будучи зацікавленим у розвитку вторинного ринку, національний банк відіграє головну роль

у процесі формування та розвитку вторинного обороту держпаперів на ринках, що формуються. Національний банк як, що відповідає за проведення грошово-кредитної політики, вкрай зацікавлений у розвитку вторинного ринку державних цінних паперів, що дозволяє національним банкам здійснювати операції на відкритому ринку з метою грошово-кредитного регулювання [3].

На відміну від розвинених ринків, де успішно діють саморегулювні організації (СРО) сприяють чіткій і безперервній роботі ринку, в умовах ринку такі структури тільки формуються і зазвичай нечисленні. Серед них найбільш помітна роль біржових органів самоврядування (первинний і вторинний оборот державних цінних паперів на більшості ринках, що розвиваються, біржовий).

Саморегулювання є важливим чинником перетворення ринку державних цінних паперів на ефективний, тобто побудований на рівному та повному доступі до інформації.

Регулювання з боку професійних учасників дозволяє контролювати ситуації маніпулювання цінами, що ведуть до «розгойдування» ринку та отримання несправедливого прибутку за рахунок інших учасників ринку [4]. Маніпулюванням «визнаються дії будь-якого учасника, що ведуть до цілеспрямованої зміни курсової ціни фондового інструменту (в т.ч. розрахункової ціни дня), стосовно нормальної (адекватної) її величини».

Розрізняють одиничне (ситуаційне) маніпулювання цінами та маніпулювання ринком загалом. Ситуаційним маніпулюванням вважається виставлення заявок на купівлю/продаж цінних паперів одним або декількома учасниками (ситуація змови) організованого ринку цінних паперів (ОРЦП) за явного відриву цін від поточних ринкових цін.

Загальні риси, властиві ринкам урядових зобов'язань у країнах із перехідною економікою, визначають загальні напрями регулювання структури ринку державних цінних паперів.

По-перше, незважаючи на те, що в даний час інтернаціоналізація є загальносвітовою тенденцією, а лібералізація - об'єктивним фактором розвитку фінансових ринків, їх наслідки для розвинених і ринків, що формуються, неоднакові. Вироблення оптимальної стратегії лібералізації - один із найважливіших і неоднозначних напрямів регулювання ринку, що формується, допуск нерезидентів на який є хоч і необхідним, але дуже ризикованим. Істотна величина зовнішньої заборгованості, з одного боку, та об'єктивний процес лібералізації національних ринків, з іншого боку, ведуть до збільшення ролі зовнішнього фактору в регулюванні та його координації з внутрішнім.

По-друге, особливе значення має проблема реструктуризації ринку боргових зобов'язань (надання йому більш "довгострокового" характеру). Тільки в цьому випадку держава має можливість використовувати кошти ринку державних цінних паперів для фінансування окремих секторів економіки. Одним із напрямів реструктуризації є збільшення частки довгострокових випусків у первинній пропозиції. Інший цікавий напрямок був запропонований у Польщі [5]. Особливою формою викупу державних боргових зобов'язань стала конверсія їх в акції держпідприємств, що приватизуються: в обмін на погашені облігації та відсотки за ними Національний банк Польщі

пропонує інвесторам акції. З метою зацікавити інвесторів, їм надається 20% знижки з вартості акцій.

У країнах з ринками, що розвиваються, необхідним напрямом удосконалення структури власників є активізація залучення коштів приватних вкладників. Хоча в сучасних умовах ринкові (вільно оборотні) випуски державних боргових зобов'язань абсолютно домінують як на розвинених, так і на ринках, що розвиваються, виходячи з досвіду розвинених країн (наприклад, США), не можна недооцінювати роль неринкових цінних паперів, призначених спеціально для роздрібного сектора. На ринках, що формуються, недостатньо широким набором фінансових інструментів істотна увага повинна приділятися як випуску ринкових серій орієнтованих на великих інвесторів так і спеціальним (ринковим і неринковим) випускам держпаперів, розрахованим на роздрібний продаж [6].

Механізм держпозик працює ефективно при поєднанні двох умов. По-перше, приплив нових коштів на ринок має перевищувати розміри погашення, щоб різниця могла використовуватись у бюджетних цілях. По-друге, кошти від погашення, які отримують інвестори, повинні хоча б частково вкладатися в нові випуски, а не виводитися з ринку. У протилежному випадку система держпозик перетворюється на тягар для держави: замість джерела доходів з'являються додаткові витрати на погашення зобов'язань, а щодо нерезидентів потрібні ще й валютні витрати для переведення їх коштів за кордон.

Таким чином, при побудові моделі ринку державних зобов'язань за умов перехідної економіки слід виходити з високого рівня ризику виникнення ситуації "боргової пастки" [7]. По-перше, при визначенні максимально можливих масштабів заборгованості слід пам'ятати про особливості організаційної моделі фінансового ринку (відсутність ємного фінансового ринку та скромні можливості його професійних учасників).

Очевидно, що критично допустима величина (менше 60% ВВП згідно з маастрихтськими угодами), встановлена для розвиненого ринку, не є економічно обґрунтованою в умовах перехідної економіки, що характеризується низьким рівнем розвитку фінансового ринку та його інфраструктури, неконкурентними умовами обігу правильних зобов'язань (в силу значного переважання державного сегмента у структурі фондового ринку), кризовим станом економіки та фінансів.

Подальше неінфляційне обслуговування державного боргу України стало неможливо. В економічній літературі широко обговорюється правова та економічна обґрунтованість дій українського Уряду, ультимативна заява якого завдала величезної шкоди вітчизняному ринку. На думку багатьох експертів фінансового ринку, більш доцільним варіантом вирішення проблеми було б проведення дозованої емісії національним банком обслуговування внутрішнього боргу та термінових переговорів про реструктуризації зовнішнього боргу [8].

Порівняльний аналіз моделей регулювання державних зобов'язань різних країн показав, що розвинені ринки є більшими та ліквідними, характеризуються значною ємністю і високим рівнем капіталізації, мають ретельно розроблену нормативно-правову базу.

Орієнтація на сучасні закономірності розвитку ринку державних цінних паперів та облік конкретного країнового досвіду розвинених ринків є найважливішою умовою успішного розвитку ринку держпаперів в Україні.

До універсальних рис регулювання розвинених і формуються державних зобов'язань в даний час відносяться: конкурсні методи первинного розміщення, використання інституту первинних дилерів, перехід від концепції періодичного до постійно діючого вторинного ринку, електронні методи організації торгівлі та розрахунків, збільшення ролі зовнішнього фактору в регулюванні та необхідність його координації з внутрішнім.

Розглянуті вище корінні відмінності моделі ринку державних цінних паперів, що розвивається (підвищений рівень ризиків, недостатня інтегроване органів-регуляторів ринку, суперечливість нормативно-правової бази регулювання, низький рівень розвитку термінового ринку, нераціональна тимчасова структура ринку, домінування короткострокових зобов'язань, високий ступінь монополізації порушує пропорції роздрібною і оптового сегментів українського ринку держпозик) зумовлюють його нестабільність та сильну залежність від поведінки нерезидентів [9].

Це вимагає особливих підходів при побудові моделі регулювання вітчизняного ринку державних цінних паперів, а саме: на чільне місце повинні ставитися специфічні закономірності регулювання ринків, що розвиваються.

По-перше, в умовах ринку, що формується, на державні органи покладається не тільки завдання регулювання ринку державних цінних паперів, але і його підтримки в умовах нестабільної економічної ситуації.

По-друге, за умов відсутності економічного зростання надзвичайно велика загроза виникнення боргової пастки. Тому економічно обґрунтовані межі відносини накопиченої державної заборгованості до ВВП, прийнятні для розвиненого та розвиваючого ринку істотно відрізнятимуться. В Україні максимально можливий рівень державного боргу стосовно ВВП був перевищений. В умовах ринку, що формується, ефективне регулювання ринку державних цінних паперів і повноцінне виконання ним своїх функцій можливе при суворому контролі за рівнем державної заборгованості.

Крім того, для українського ринку доцільно встановлення стелі держпозик не в абсолютному, а в відносному вираженні (наприклад, прив'язка стелі українських державних позик, що затверджується законом про Бюджет, до їхньої частки у ВВП). Необхідний суворий контроль, з одного боку, за збалансованістю доходних джерел бюджету, з іншого - за абсолютним рівнем, напрямками використання та структурою видаткової частини бюджету.

По-третє, складність процесу глобалізації фінансових ринків у країнах із перехідною економікою накладається на проблеми валютного регулювання. Абсолютно правильні кроки в регулювання ринку річних зобов'язань, відповідні світовим тенденціям регулювання фінансових ринків (проведення лібералізації), в Україні сильно випередили зміни в інших сферах економіки, що

призвело до суттєвих труднощів. При формуванні ідеї регулювання валютного ринку не було достатньо враховано рівень розвитку ринкових відносин у вітчизняній економіці відсутність сприятливого інвестиційного клімату та надійного хутра капіталовкладень.

По-четверте, український досвід ще раз підтвердив необхідність всебічного обліку загальноекономічної ситуації Під час вироблення стратегії регулювання ринку держпаперів. При побудові моделі регулювання ринку в умовах перехідної економіки слід враховувати, що розширення попиту на кредит з боку держави в умовах розвиненого ринку, що розвивається, матиме принципово різні можливості та наслідки (інфляційний потенціал та інвестиційний ефект) в залежності від досягнутого рівня розвитку національної економіки та ємності фінансового ринку

Створення сучасної інфраструктури над ринком державних цінних паперів і конструктивні зусилля регулюючих органів є необхідними, але недостатніми умовами для перерозподілу фінансових ресурсів із спекулятивних ринків у сфері матеріального виробництва.

На ринках, що розвиваються, існує реальний вододіл між довгостроковим ринком виробничих інвестицій і ринком фінансових інструментів. Зусилля органів, що регулюють ринок державних цінних паперів (контроль за рівнем прибутковості та середньої терміновості зобов'язань! спрямовані на витіснення фінансового капіталу з ринку урядових зобов'язань, впливають на одну категорію інвесторів -спекулятивних та будуть успішними, лише у разі створення привабливих умов діяльності для іншої категорії інвесторів -стратегічні.

При первинному розміщенні неринкових зобов'язань переважають неконкурсні способи: індивідуальне розміщення, відкритий продаж, синдикат. Основними рисами неконкурсного розміщення є: встановлення ціни та прибутковості державних зобов'язань самим емітентом, або емітентом за погодженням з найбільшими учасниками ринку, та виплата емітентом винагороди або комісійному синдикату, відповідальному за розміщення випуску, або найбільшим посередникам, які займаються розміщенням держпаперів.

При індивідуальному розміщенні цінних паперів уряд (в особі міністерства фінансів) безпосередньо проводить переговори з одним чи декількома великими інвесторами, під час яких обумовлюються умови отримання державою кредиту під випуск боргових зобов'язань.

При реалізації ринкових випусків можливі такі форми первинної торгівлі: неконкурсне розміщення за фіксованою дохідністю (синдикат, рефінансування, підписка) та конкурсні (аукціонні) методи.

Домінування неконкурсних методів первинного розміщення як ринкових, і неринкових випусків у Німеччині, на відміну більшості країн із розвиненими ринками держпаперів, пояснюється особливостями фінансової системи Німеччини (див. главу 1). Активний перехід до конкурсного розміщення спостерігається лише останні два роки. Німецький досвід цікавий спробами поєднання конкурсних і неконкурсних способів розміщення держпаперів, тобто вбудовування аукціонних

принципів розміщення в традиційно модель синдикату, що історично склалася (розміщення держпаперів на аукціонних засадах серед учасників синдикату).

У теоретичній літературі виділяють такі види первинного розміщення на ринкових умовах: тендер (первинне розміщення на постійній основі - continuous primary auction) відкритого і закритого типу і періодично проведені первинні аукціони (periodic primary auctions). Тендер означає емісію нових траншів вже існуючих випусків у міру необхідності (у міру виникнення ринкового попиту) та продаж їх на вторинному ринку за ринковими цінами шляхом приєднання до вторинної торгівлі (двостороннього аукціону). Проведення закритого тендеру передбачає, що до торгів допускаються не всі охочі, а лише обрані (первинні дилери). У деяких джерелах тендерне розміщення має назву дозованого випуску (tap issuance) Процедура тендерного розміщення характерна для Данії, Ірландії за деякими випусками для Великобританії, де практикуються як відкриті, так і закриті тендерні форми. ході аукціону та відкритих тендерів.

Об'єктивна необхідність розвитку термінових ринків стала одним із факторів, що зумовили перехід до американської моделі організації первинного ринку державних цінних паперів у європейських країнах. Збільшення потреб фінансового ринку в базових активах для хеджування змусувало казначейство проводити періодичне та регулярне розміщення зобов'язань на аукціонній основі.

У більшості країн при первинному розміщенні використовується третій спосіб ринкового розміщення первинного аукціону, що періодично проводиться, в той же час зберігаються певні національні особливості аукціонної практики. Основна мета політики регуляризації спрямовано збільшення терміновості боргових зобов'язань. Регуляризація випуску державних цінних паперів дозволила приватним емітентам краще планувати свої фінансові графіки, а чітка періодичність емісії значно зменшила витрати на рефінансування боргу. Внаслідок можливості ринку абсорбувати нові випуски збільшилися.

За підсумками проведення аукціону в низці країн існує практика заохочення емітентом учасників аукціону або фіскального агента, який відповідає за проведення аукціону (виплата фіксованих комісійних національному банку у Франції та Туреччині).

У США казначейство не сплачує комісійні дилерам ринку державних цінних паперів. Дилерські прибутки та збитки за операціями визначаються як різниця між ціною, яку дилер платить казначейству, та ціною, яку дилер отримує від покупця. Дилерський капітал є ризиковим у кожній операції, оскільки дилери торгують власним коштом.

При виборі формату аукціону казначейство має враховувати і короткострокові та довгострокові завдання регулювання ринку державних зобов'язань.

Висновки. У короткостроковому плані головна мета казначейства під час проведення первинного розміщення держпаперів (аукціонів) полягає у максимізації прибутку чи зменшенні

витрат запозичень від конкретного аукціону. Проте, якщо певний аукціонний формат забезпечує отримання максимальної прибутку під час проведення найближчого аукціону, але є недосконалим у довгостроковому плані (дозволяє більш поінформованим учасникам отримувати переваги), тобто. вразливим з погляду цінових маніпуляцій, він може бути визнаний оптимальним. У перспективі це призведе до зменшення кількості потенційних учасників аукціону та зменшення попиту на казначейські зобов'язання.

В даний час більшість розвинених ринків практикують американський аукціон множинної ціни (крім Фінляндії, Греції, Нідерландів, Норвегії та Швейцарії). Хоча на практиці казначейство не завжди може отримати максимальну виручку за свої випуски, аукціонна система, що діє, полегшує проведення грошової політики і забезпечує глибокий і активний вторинний ринок урядових зобов'язань. У той же час наукові дискусії та практичні експерименти щодо максимально ефективного способу первинного розміщення держпаперів продовжуються, а серед американських дослідників стає все більше прихильників аукціону другої ціни.

Список літератури

1. Макаренко Ю.П., Сагач Т.О. Проблеми формування депозитного портфеля банків в умовах нестабільності депозитної бази та шляхи їх вирішення [Електронний ресурс] / Ю.П. Макаренко, Т.О. Сагач — 2016. — Режим доступу: http://www.investplan.com.ua/pdf/1_2016/5.pdf (дата звернення 11.12.2020).
2. Колупаєв Ю.Б. Обґрунтування напряму перспективного розвитку фондового ринку України / Ю.Б. Колупаєв, С.С. Залюбовська, М.А. Яковенко // Ефективна економіка. — 2018. — № 8.
3. Майорова Т.В. Інвестиційна діяльність: навчальний посібник. — К.: Центр навчальної літератури, 2017. — 376 с.
4. Гончар Т.Г. Еволюція портфельної теорії та сучасні реалії фінансових відносин // Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія: Економіка і менеджмент. — 2016. — № 16. — 131—135 с.
5. Andriushchenko K., Kovtun V., Shergina L., Rozhko O., Yefimenko L., Agro-based Clusters: A tool for effective management of regional development in the ERA of globalisation, TEM J. 9 (2020) 198–204. [https://doi.org/10.18421/TEM91š\]28](https://doi.org/10.18421/TEM91š]28).
6. Buriachenko A., Zakhzhay K., Liezina A, Lysak V., Sustainability and Security of Public Budget of the Visegrad Group Countries, Acta Innov. 2022 (2022) 71–88. <https://doi.org/10.32933/ActaInnovations.42.6>
7. Liezina A., Lavruk A., Matviienko H., Ivanets I, Tseluiko O., Kuchai O. Impact of econometric modeling and perspectives of economic security of the cross-industry complex. Acta Innovations. (2023). 47.

73-83. <https://doi.org/10.32933/ActaInnovations.47.7>

8. Kondarevych V., Andriushchenko K., Pokotylska N., Ortina G., Zborovska O., Budnyak L., Digital Transformation of Business Processes of an Enterprise, TEM J. 9 (2020) 1800–1808.

<https://doi.org/10.18421/TEM94-63>

9. Kovtun V., Andriushchenko K., Horbova N., Lavruk O., Muzychka Y., Features of the management process of ambidextrous companies, TEM J. 9 (2020) 1–6.

<https://doi.org/10.18421/TEM91§31>

References

1. Makarenko, Yu.P. and Sagach, T.O. (2016), "Problems of formation of the deposit portfolio of banks in the conditions of instability of the deposit base and ways of their solution", Investytsiyi: praktyka ta dosvid, vol. 1, available at: http://www.investplan.com.ua/pdf/1_2016/5.pdf (Accessed 11 December 2020)

2. Kolupaiev, Yu. B. Zaliubovs'ka, S. S. and Yakovenko, M. A. (2018), "Substantiation of the direction of perspective development of the stock market of Ukraine", Efektyvna ekonomika, vol. 8, available at: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/8_2018/49.pdf (Accessed 17 January 2021).

3. Majorova, T.V. (2017), Investytsijna diial'nist' [Investment activity], Tsentr navchal'noi literatury, Ukraine, Kyiv

4. Honchar, T. H. (2016), "Evolution of portfolio theory and modern realities of financial relations", Naukovyj visnyk Mizhnarodnoho humanitarnoho universytetu. Serii: Ekonomika i menedzhment, vol. 16, pp. 131—135

5. Andriushchenko K., Kovtun V., Shergina L., Rozhko O., Yefimenko L., (2020) Agro-based Clusters: A tool for effective management of regional development in the ERA of globalisation, TEM J. 9 198–204. <https://doi.org/10.18421/TEM91§28>.

6. Buriachenko A., Zakhochay K., Liezina A, Lysak V., (2022) Sustainability and Security of Public Budget of the Visegrad Group Countries, Acta Innov. 71–88. <https://doi.org/10.32933/ActaInnovations.42.6>

7. Liezina A., Lavruk A., Matviienko H., Ivanets I, Tseluiko O., Kuchai O. (2023). Impact of econometric modeling and perspectives of economic security of the cross-industry complex. Acta Innovations. 47. 73-83. <https://doi.org/10.32933/ActaInnovations.47.7>

8. Kondarevych V., Andriushchenko K., Pokotylska N., Ortina G., Zborovska O., Budnyak L., (2020) Digital Transformation of Business Processes of an Enterprise, TEM J. 9 1800–1808.

<https://doi.org/10.18421/TEM94-63>

9. Kovtun V., Andriushchenko K., Horbova N., Lavruk O., Muzychka Y., (2020) Features of the management process of ambidextrous companies, TEM J. 9. 1–6.

<https://doi.org/10.18421/TEM91§31>