

Міністерство освіти і науки України
Державний біотехнологічний університет

Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису

ЛИТВИНОВ ЄВГЕНІЙ АНАТОЛІЙОВИЧ

УДК 336.647:336.76:502.131.1

ДИСЕРТАЦІЯ

ТРАНСФОРМАЦІЯ ІНСТРУМЕНТІВ ФІНАНСУВАННЯ ПОТРЕБ СТАЛОГО
РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВ В УМОВАХ ЦИФРОВІЗАЦІЇ ФІНАНСОВОГО
СЕРЕДОВИЩА

Спеціальність 072 Фінанси, банківська справа та страхування

Галузь знань 07 Управління та адміністрування

Подається на здобуття наукового ступеня доктора філософії

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей, результатів і текстів інших авторів мають посилання на джерело.

_____ Є.А. Литвинов

Науковий керівник:

Ставерська Тетяна Олександрівна, кандидат економічних наук, доцент

Харків - 2026

АНОТАЦІЯ

Литвинов Є.А. Трансформація інструментів фінансування потреб сталого розвитку підприємств в умовах цифровізації фінансового середовища. - Кваліфікаційна праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора філософії з галузі знань 07 Управління та адміністрування за спеціальністю 072 Фінанси, банківська справа та страхування.- Державний біотехнологічний університет, Харків, 2026.

Дисертаційну роботу присвячено питанням теоретико-методологічного обґрунтування напрямків трансформації інструментів фінансування потреб сталого розвитку підприємств в умовах цифровізації фінансового середовища через адаптацію наявних та розвиток інноваційних фінансових інструментів, зокрема шляхом інтеграції принципів ESG та цілей сталого розвитку ООН (SDG), на основі мобілізації внутрішнього фінансового потенціалу (включно з криптовалютними активами), гармонізації нормативно-правового поля з європейськими стандартами та формування інституційних преференцій для соціально-відповідальних і “зелених” проектів в умовах воєнних викликів та повоєнного відновлення.

Перший розділ дисертаційної роботи присвячено теоретико-методологічним аспектам питання фінансування потреб сталого розвитку підприємств через залучення фінансових ресурсів на ринках капіталу. У ньому розглянуто концептуальні засади сталого розвитку в контексті діяльності підприємств, проаналізовано роль фінансових ринків як джерела залучення коштів, а також досліджено механізми узгодження фінансових цілей бізнесу з принципами екологічної, соціальної та управлінської відповідальності (ESG). Особливу увагу приділено інноваційним фінансовим інструментам, таким як “зелені” облігації, SDG-орієнтовані кредити та цифрові активи. Також у розділі висвітлено проблему гармонізації національного законодавства з міжнародними нормативами, зокрема директивами ЄС, що регулюють екологічно орієнтоване фінансування.

В першому розділі роботи проаналізовано генезис концепції сталого розви-

тку. Досліджено еволюцію фінансових інструментів, спрямованих на виконання екологічно орієнтованих та соціально-відповідальних проектів, зокрема “зелених” фінансів. Проведено порівняльний аналіз міжнародного досвіду впровадження таких інструментів, зокрема практик ЄС, США та Китаю, де такі інструменти вже стали дієвими механізмами залучення капіталу для підприємницьких проектів відповідної спрямованості. Окремо опрацьовано питання адаптації традиційних фінансових механізмів (банківського кредитування, облігацій, акцій) до вимог сталого розвитку через інтеграцію ESG-критеріїв.

В ході роботи над першим розділом дослідження сформульовано авторське визначення “зелених фінансів”, яке враховує не лише фінансові інструменти, а й відповідну інфраструктуру та систему фінансових відносин, орієнтованих на забезпечення екологічної стійкості. Удосконалено класифікацію фінансових інструментів шляхом доповнення їх оцінкою потенціалу в контексті забезпечення потреб сталого розвитку та повоєнного відновлення підприємств. Показано, що інтеграція ESG-критеріїв у фінансову звітність підприємств не лише підвищує їхню інвестиційну привабливість, а й сприяє досягненню довгострокової фінансової стійкості. Отримані результати формують наукову основу для розробки практичних рекомендацій щодо адаптації фінансової системи України до вимог сталого розвитку в умовах воєнних викликів та повоєнного відновлення.

У другому розділі дисертаційної роботи опрацьовано питання аналізу сучасного стану та особливостей фінансового ринку України в умовах цифровізації. В ньому досліджено структуру фінансового ринку, проаналізовано динаміку його основних сегментів, зокрема боргових та інвестиційних фінансових інструментів, а також інноваційних цифрових рішень на основі криптовалютних технологій. Надано увагу питанням руйнівного впливу російської збройної агресії на стан фінансового ринку та його здатність обслуговувати потреби підприємств.

Встановлено, що структура фінансового ринку України наразі характеризується домінуванням державних боргових цінних паперів та фактичним згортанням сегменту недержавних фінансових інструментів. Це обмежує можливості підприємств

щодо залучення коштів для розвитку та стримує формування сталого фінансового середовища. Досліджено динаміку обсягів торгів на фондовому ринку, зокрема на ПФТС, де після різкого падіння у 2022 році спостерігається часткове відновлення. Проблемним моментом при цьому є те, що воно зумовлене переважно емісією державних боргових цінних паперів, а не нарощуванням фінансової активності в недержавному корпоративному секторі.

Також досліджено стан ринку боргових фінансових інструментів, таких як банківські кредити та облігації. Показано, що обсяги кредитування корпоративного сектору демонструють позитивну динаміку, незважаючи на воєнні виклики, що свідчить про його ключову роль у відновленні економіки. Проте ринок боргових цінних паперів, хоча й зріс удев'ятеро з 2010 року (до 2,7 трлн грн), характеризується нестабільністю в сегменті нефінансових корпорацій, де обсяги заборгованості після кожного спаду (2014, 2022 роки) відновлюються повільно. Це вказує на інституційні бар'єри та можливу дискримінацію цього сектору. Досліджено також динаміку індексу ПФТС, який не демонструє чіткого тренду зростання, що свідчить про обмежені можливості підприємств залучати довгостроковий капітал на організованих фінансових ринках.

Отримані результати свідчать про значний невикористаний потенціал фінансового ринку України для мобілізації ресурсів на потреби сталого розвитку підприємств. При цьому фактичне згортання сегменту недержавних фінансових інструментів та домінування на ринку цінних паперів боргових фінансових інструментів, емітованих державою, обмежують можливості підприємств залучати фінансування. Показано, що розвиток фінансового ринку в Україні має стати пріоритетом не лише в системі заходів, спрямованих на забезпечення сталого розвитку підприємств, але й на формування сталого типу розвитку на більш високих рівнях — громади, регіону, держави та глобальному.

Додатково досліджено перспективи використання інноваційних цифрових інструментів, таких як криптовалютні активи та застосування блокчейн технологій. Показано, що їх потенціал для залучення фінансових ресурсів наразі залишається

нереалізованим через відсутність належного нормативно-правового регулювання. Незважаючи на те, що обсяг криптовалютного ринку України оцінюється сумою в понад 100 млрд доларів США, що майже в 30 разів перевищує обсяг прямих іноземних інвестицій у передвоєнні роки, інвестування підприємств із цього напрямку стримується через правову невизначеність та високі ризики. Показано, що легалізація віртуальних активів та гармонізація законодавства з нормами ЄС відкриють доступ до значного фінансового потенціалу, який наразі залишається нереалізованим. Це дозволить розширити спектр інноваційних фінансових інструментів і створити умови для впровадження токенизації активів та технологій смарт-контрактів, що сприятиме підвищенню прозорості та ефективності фінансових операцій.

Також досліджено потенціал залучення фінансових ресурсів на зовнішніх ринках. Встановлено, що несприятливий інвестиційний клімат, обумовлений системними проблемами із забезпеченням верховенства права, захистом приватної власності та боротьбою з корупцією, стримує залучення іноземних інвестицій. Порівняння з країнами, такими як Польща, де капіталізація фондового ринку на душу населення значно вища, демонструє значний резерв для зростання, реалізація якого можлива за умови системних змін у нормативно-правовому полі, покращення захисту прав власності та формування рівних умов для всіх учасників ринку. Доведено, що поліпшення інвестиційного клімату сприятиме активізації як у зовнішньому, так і у внутрішньому інвестиційних векторах, формуючи синергетичний характер позитивного ефекту.

У третьому розділі дослідження проведено роботу над обґрунтуванням перспектив і напрямків трансформації інструментів фінансування потреб сталого розвитку підприємств в умовах цифровізації та сучасних викликів. Найбільш критичним з них є російська збройна агресія і її наслідки та завдання повоєнного відновлення України. Окреслено перспективи розвитку фінансового ринку, його адаптації до принципів сталого розвитку, а також приділено увагу розробці механізмів мобілізації фінансових ресурсів для підтримки соціально-відповідальних, екологічно орієнтованих та інноваційних проектів. Особливу увагу надано питанням інтеграції у практику

роботи з фінансовими інструментами цілей сталого розвитку ООН (SDG) та критеріїв ESG (екологічні, соціальні та управлінські аспекти). Обґрунтовано позитивний вплив даних питань в аспекті забезпечення довгострокової конкурентоспроможності та стійкості українських підприємств.

У ході виконання дослідження на основі аналізу сучасного стану фінансового ринку України визначено потенціал традиційних (банківські кредити, облігації, акції) та інноваційних фінансових інструментів (токенізовані активи, децентралізовані фінанси, SDG- та “зелені” облігації), оцінено їхню роль та перспективи у фінансуванні проектів, орієнтованих на принципи сталого розвитку. Вказано на бар’єри, що стримують розвиток фінансового ринку, зокрема недорозвинену інфраструктуру, токсичний інвестиційний клімат, відсутність належного законодавчого регулювання віртуальних активів та валютні обмеження. Розроблено концептуальну трьох-векторну модель трансформації фінансового ринку, яка передбачає інтеграцію принципів SDG та ESG, мобілізацію внутрішнього фінансового потенціалу, а також гармонізацію українського законодавства з нормами ЄС. Запропоновано диференційований підхід до формування преференцій для різних сегментів економіки — малих і середніх підприємств, виробничої сфери, торгівлі та фінансового сектору — із урахуванням їхніх специфічних потреб та ризиків. Особливу увагу приділено етичному фінансуванню, яке інтегрує не лише екологічні, а й соціальні та управлінські критерії, забезпечуючи прозорість, відповідальне управління та позитивний вплив на суспільство.

Показано, що недорозвиненість наявної фінансової інфраструктури може бути використана як перевага, завдяки можливості побудови нової, ефективнішої інноваційної системи без необхідності демонтажу застарілих механізмів. Визначено, що традиційні фінансові інструменти (банківські кредити, облігації, лізинг) збережуть свою актуальність, при цьому їхній потенціал може бути значно розширений через адаптацію до ESG-критеріїв та впровадження пільгових умов для “зелених” та SDG-проектів. Інноваційні інструменти, такі як токенізовані активи та децентралізовані фінанси, мають революційний потенціал для мобілізації мікроінвестицій та

прозорого фінансування. Але їх розвиток стримується відсутністю законодавчого врегулювання, зокрема податкового. Запропоновано систему диференційованих преференцій для різних секторів економіки. Зокрема, для МСП це програми часткового відшкодування процентних ставок за “зеленими” кредитами та державні гарантії; для виробничої сфери — податкові стимули та прискорена амортизація для інвестицій у екологічно чисті технології; для торгівлі — цільові кредитні лінії та грантові програми для просування соціально-відповідальних продуктів і впровадження “зеленої” логістики; для фінансового сектору — регуляторні пільги для установ, що впроваджують SDG-інструменти. Підкреслено, що етичне фінансування має стати фундаментом для побудови стійкої економіки, оскільки інтегрує моральні, соціальні та екологічні принципи, забезпечуючи гармонізацію фінансових цілей із довгостроковими потребами суспільства. Показано, що реалізація запропонованих заходів сприятиме мобілізації необхідних фінансових ресурсів, підвищенню інвестиційної привабливості України, формуванню прозорої та стійкої фінансової системи, а також створенню умов для ефективного повоєнного відновлення та сталого економічного зростання.

Ключові слова: сталий розвиток, принципи ESG, інвестиції, цифровізація, адаптація, фінансові інновації, віртуальні активи, токенизація активів, фінансова архітектура, фінансовий ринок, управління фінансами, фінансова стійкість, стратегія відновлення.

ABSTRACT

Lytvynov Y.A. Transformation of Financing Instruments for the Sustainable Development Needs of Enterprises in the Context of the Digitalization of the Financial Environment. - Qualifying Paper (Manuscript).

Thesis submitted for the degree of Doctor of Philosophy in the field of knowledge 07 Management and Administration, specialty 072 Finance, Banking, and Insurance. - State Biotechnological University, Kharkiv, 2026.

The dissertation is devoted to the theoretical and methodological substantiation

of the directions for transforming financing instruments for the sustainable development needs of enterprises within the context of the digitalization of the financial environment. This transformation is achieved through the adaptation of existing instruments and the development of innovative financial tools, specifically by integrating Environmental, Social, and Governance (ESG) principles and the United Nations Sustainable Development Goals (SDGs). The proposed approach is based on the mobilization of internal financial potential, including cryptocurrency assets, the harmonization of the regulatory framework with European standards, and the establishment of institutional preferences for socially responsible and "green" projects amidst wartime challenges and post-war reconstruction.

The first chapter of the dissertation is dedicated to the theoretical and methodological aspects of financing sustainable development needs of enterprises by raising financial resources on financial markets. It examines the conceptual foundations of sustainable development in the context of business activities, analyzes the role of financial markets as a source of attracting funds, and explores mechanisms for aligning business financial goals with the principles of environmental, social, and governance responsibility (ESG). Particular attention is paid to innovative financial instruments such as "green" bonds, SDG-oriented loans, and digital assets. The chapter also addresses the issue of harmonizing national legislation with international standards, in particular EU directives regulating environmentally oriented financing.

In the first chapter, the genesis of the sustainable development concept is analyzed. The evolution of financial instruments aimed at implementing environmentally oriented and socially responsible projects, particularly "green finance", is examined. A comparative analysis of international experience in implementing such instruments is conducted, including practices of the EU, USA, and China, where these instruments have already become effective capital mobilization mechanisms for entrepreneurial projects of corresponding orientation. Additionally, the adaptation of traditional financial mechanisms (bank lending, bonds, shares) to sustainable development requirements through ESG criteria integration is addressed.

In the course of work on the first chapter, the author's definition of "green finance"

has been formulated, which accounts not only for financial instruments but also for corresponding infrastructure and financial systems oriented toward ensuring environmental sustainability. The classification of financial instruments has been refined by supplementing it with an assessment of their potential in the context of meeting sustainable development needs and post-war reconstruction of enterprises. It has been demonstrated that the integration of ESG criteria into corporate financial reporting not only enhances investment attractiveness but also contributes to achieving long-term financial stability. The obtained results form the scientific basis for developing practical recommendations regarding the adaptation of Ukraine's financial system to sustainable development requirements under wartime challenges and post-war reconstruction conditions.

The second chapter of the dissertation examines the current state and specific characteristics of the Ukrainian financial market within the context of digitalization. The structure of the financial market is examined, and the dynamics of its key segments—including debt and investment financial instruments, as well as innovative digital solutions based on cryptocurrency technologies—are analyzed. Attention is given to the devastating impact of Russian armed aggression on the state of the financial market and its capacity to serve enterprises' needs.

It has been established that the structure of Ukraine's financial market is currently characterized by the dominance of state debt securities and the actual contraction of the non-state financial instruments segment. This limits enterprises' opportunities for raising funds for development and constrains the formation of a sustainable financial environment. The dynamics of trading volumes on the stock market, particularly at the PFTS (Ukrainian Stock Exchange), where a partial recovery is observed after a sharp decline in 2022, have been examined. A problematic aspect is that this recovery is predominantly driven by the issuance of state debt securities rather than by increased financial activity in the non-state corporate sector.

Also, the state of the market for debt financial instruments, such as bank loans and bonds, has been examined. It has been shown that corporate sector lending volumes demonstrate positive dynamics, despite wartime challenges, which indicates its key role

in economic recovery. However, the market for debt securities, although it has grown ninefold since 2010 (to 2.7 trillion UAH), is characterized by instability in the non-financial corporate sector, where debt volumes recover slowly after each downturn (2014, 2022). This indicates institutional barriers and possible discrimination against this sector. The dynamics of the PFTS index have also been examined, which does not demonstrate a clear growth trend, indicating limited opportunities for enterprises to attract long-term capital on organized financial markets.

Obtained results indicate significant untapped potential of Ukraine's financial market for mobilizing resources for sustainable development needs of enterprises. Meanwhile, the actual contraction of the non-state financial instruments segment and the dominance of state-issued debt financial instruments on the securities market limit enterprises' opportunities to attract financing. It is demonstrated that development of the financial market in Ukraine should become a priority not only within measures aimed at ensuring sustainable development of enterprises, but also in forming a sustainable development model at higher levels - community, region, state, and global.

Additionally, the prospects for utilizing innovative digital instruments, such as cryptocurrency assets and blockchain technology applications, have been examined. It has been shown that their potential for attracting financial resources currently remains unrealized due to the lack of appropriate regulatory frameworks. Despite the fact that Ukraine's cryptocurrency market volume is estimated at over \$100 billion USD — nearly 30 times larger than the volume of foreign direct investment in pre-war years — investment from enterprises in this direction is constrained by legal uncertainty and high risks. It is demonstrated that legalization of virtual assets and harmonization of legislation with EU standards will unlock access to significant financial potential that currently remains unrealized. This will expand the spectrum of innovative financial instruments and create conditions for implementing asset tokenization and smart contract technologies, which will enhance transparency and efficiency of financial operations.

Also, the potential for attracting financial resources on external markets has been examined. It has been established that an unfavorable investment climate, caused by

systemic problems regarding rule of law, protection of private property, and corruption, constrains foreign investment attraction. Comparison with countries such as Poland, where stock market capitalization per capita is significantly higher, demonstrates substantial growth potential, the realization of which is possible under conditions of systemic changes in the regulatory framework, improvement of property rights protection, and formation of equal conditions for all market participants. It is proven that improvement of the investment climate will activate both external and internal investment vectors, forming a synergistic nature of the positive effect.

The third chapter of the study focuses on substantiating the prospects and directions for transforming financing instruments for the sustainable development needs of enterprises amidst digitalization and contemporary challenges. The most critical of these challenges is the Russian armed aggression, its consequences, and the imperatives of Ukraine's post-war reconstruction. The chapter outlines the development prospects of the financial market and its adaptation to sustainable development principles, while also addressing the development of mechanisms for mobilizing financial resources to support socially responsible, environmentally oriented, and innovative projects. Particular emphasis is placed on integrating the United Nations Sustainable Development Goals (SDGs) and Environmental, Social, and Governance (ESG) criteria into the practical application of financial instruments. Furthermore, the positive impact of these integrations is substantiated in terms of ensuring the long-term competitiveness and resilience of Ukrainian enterprises.

In the course of conducting the research, based on an analysis of the current state of Ukraine's financial market, the potential of traditional (bank loans, bonds, shares) and innovative financial instruments (tokenized assets, decentralized finance, SDG- and "green" bonds) has been determined; their role and prospects in financing projects oriented toward sustainable development principles have been evaluated. Barriers impeding the development of the financial market have been indicated, including underdeveloped infrastructure, a toxic investment climate, the absence of appropriate regulatory legislation for virtual assets, and currency restrictions. A conceptual three-vector model for transforming the financial market has been developed, which envisages the integration of SDG and ESG prin-

ciples, the mobilization of internal financial potential, and the harmonization of Ukrainian legislation with EU norms. A differentiated approach to forming preferences for different segments of the economy—small and medium-sized enterprises, the production sphere, trade, and the financial sector—has been proposed, taking into account their specific needs and risks. Special attention has been paid to ethical financing, which integrates not only environmental but also social and governance criteria, ensuring transparency, responsible management, and a positive impact on society.

It has been demonstrated that the underdevelopment of existing financial infrastructure can be leveraged as an advantage, owing to the possibility of constructing a new, more efficient innovative system without the need to dismantle outdated mechanisms. It has been determined that traditional financial instruments (bank loans, bonds, leasing) will retain their relevance, while their potential can be significantly expanded through adaptation to ESG criteria and implementation of preferential terms for “green” and SDG projects. Innovative instruments, such as tokenized assets and decentralized finance, possess revolutionary potential for mobilizing micro-investments and transparent financing. However, their development is constrained by the absence of legislative regulation, particularly tax regulation. A system of differentiated preferences for various economic sectors has been proposed. Specifically, for SMEs, this includes programs of partial interest rate reimbursement for “green” loans and state guarantees; for the production sphere — tax incentives and accelerated depreciation for investments in environmentally clean technologies; for trade — targeted credit lines and grant programs for promoting socially responsible products and implementing “green” logistics; for the financial sector — regulatory privileges for institutions implementing SDG instruments. It is emphasized that ethical financing should become the foundation for building a sustainable economy, as it integrates moral, social, and environmental principles, ensuring alignment of financial goals with society’s long-term needs. It has been shown that implementation of the proposed measures will spur mobilization of necessary financial resources, enhance Ukraine’s investment attractiveness, foster a transparent and resilient financial system, and create conditions for effective post-war reconstruction and sustainable economic growth.

Keywords: sustainable development, ESG principles, investment, digitalization, adaptation, financial innovations, virtual assets, asset tokenization, financial architecture, financial market, financial management, financial resilience, recovery strategy.

ПУБЛІКАЦІЇ, ЩО ВІДОБРАЖАЮТЬ НАУКОВІ РЕЗУЛЬТАТИ ДИСЕРТАЦІЇ

СТАТТІ У НАУКОВИХ ВИДАННЯХ, ВКЛЮЧЕНИХ ДО НАУКОМЕТРИЧНИХ БАЗ SCOPUS ТА WEB OF SCIENCE

1. Галич О., Федірець О., Литвинов Є., Чопик О., Мироненко В., Квіта Г. Фінансовий менеджмент ІТ-інновацій у зовнішньоекономічних маркетингових проєктах підприємств-інвесторів. *Financial and credit activity problems of theory and practice*. 2025. Т. 4, № 63. С. 582–598. DOI: 10.55643/fcaptp.4.63.2025.4917.

СТАТТІ У ФАХОВИХ ВИДАННЯХ УКРАЇНИ

2. Литвинов Є.А. Імплементация SDG у систему фінансової архітектури соціально відповідального підприємства. *Економічна стратегія і перспективи розвитку сфери торгівлі та послуг: зб. наук. пр.* Харків: ДБТУ, 2024. №2(36). С. 19–26. DOI: 10.5281/zenodo.14633944.
3. Litvinov A., Lytvynov Y. The financial implications of digital instrument adoption in Ukraine: regulatory uncertainty and corporate strategies. *Економічна парадигма*. 2026. No. 5(109). С. 357–365. DOI: 10.25313/3083-7782-2026-5-36
4. Lytvynov Y.A., Anichkin V.O. Ethical Finance as a Driver of Corporate Sustainability: Perspectives for Ukraine. *Business Inform.* 2026. Vol. 3, No. 578. P. 435–443. DOI: 10.32983/2222-4459-2026-3-435-443.
5. Lytvynov Y. A Multi-Dimensional Framework of ESG Indicators for Aligning Financial Efficiency with Sustainable Development Goals. *Actual Problems of Economics*. 2026. No. 5 (299). P. 460–468. DOI: 10.32752/1993-6788-2026-1-299-460-468.

МОНОГРАФІЇ

6. Litvinov A., Lytvynov Y. P2P mechanisms to finance the developmental needs of commercial entities. *Mechanisms for ensuring innovative development of entrepreneurship. Monograph.* / eds. Staverska T., Mandych O. Tallinn: Teadmus OÜ, 2022. P. 153–158.

ІНШІ ПУБЛІКАЦІЇ АПРОБАЦІЙНОГО ХАРАКТЕРУ

7. Литвинов А.І., Литвинов Є.А. Ризики використання іноземного комерційного програмного забезпечення для вирішення фінансово-економічних завдань підприємства. *Збірник матеріалів II Міжнародної науково-практичної конференції “Використання інформаційних технологій для оптимізації процесів виробництва сільськогосподарської продукції та управління підприємствами” (Агро-ІТ), (м. Слов’янськ/м. Дніпро, 11-12 березня/09-10 червня 2022 р.).* Дніпро: ЛугНАУ, 2022. С. 177–179.
8. Литвинов Є.А. Фінансування потреб сталого розвитку підприємств за допомогою залучень на фінансових ринках. *Фінансова архітектура та сценарії конкурентних моделей розвитку: тези доповідей Міжнар. наук.-практ. конф., 17 листопада 2023 р.* Харків: ДБТУ, 2023. С. 57–58.
9. Литвинов Є.А., Солодовнікова А.Л. Зовнішні залучення в системі формування сталого розвитку та фінансової безпеки підприємств. *Фінансова архітектура та сценарії конкурентних моделей розвитку: тези доповідей Міжнар. наук.-практ. конф. 17 листопада 2023 р.* Харків: ДБТУ, 2023. С. 58–60.
10. Литвинов А.І., Литвинов Є.А. Використання Публічних Інтернет-Сервісів в Практиці Викладання Дисциплін, Пов’язаних Із Фінансовими Технологіями, Трейдингом, Криптовалютами. *Модернізація вищої освіти та забезпечення якості освітньої діяльності в умовах європейської інтеграції: матеріали Міжнар. наук.-метод. конф., 18 жовтня 2024 р.* Харків: ДБТУ, 2024. Р. 421–423. DOI: <https://doi.org/10.5281/zenodo.13970808>.

11. Литвинов Є.А. Боргові фінансові інструменти та сталий розвиток підприємств АПК. *Інформаційні технології в сучасному світі: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції здобувачів вищої освіти і молодих учених, 29 квітня 2025 р.* Харків: ДБТУ, 2025. С. 230–231.

ЗМІСТ

Вступ	18
Розділ 1. Сталий розвиток підприємств та джерела його фінансування: теоретичні основи	28
1.1. Концепція сталого розвитку в контексті функціонування підприємства	28
1.2. Залучення на фінансовому ринку в системі інструментів фінансування	44
1.3. Узгодження фінансових цілей підприємства із положеннями концепції сталого розвитку	57
Висновки до розділу 1	68
Розділ 2. Сучасний стан та особливості фінансового середовища в умовах цифровізації	71
2.1. Структура та поточний стан фінансового ринку в Україні	71
2.2. Боргові фінансові інструменти та їх використання підприємствами	80
2.3. Інвестиційні фінансові інструменти	97
2.4. Інноваційні цифрові інструменти (віртуальні активи) та їх використання підприємствами	102
2.5. Потенціал залучення фінансових ресурсів на зовнішніх ринках	110
Висновки до розділу 2	118
Розділ 3. Обґрунтування напрямків трансформації інструментів фінансування в умовах цифровізації	122
3.1. Адаптація і розвиток фінансового ринку та фінансових інструментів на основі принципів сталого розвитку	122
3.2. Перспективи етичного фінансування в системі забезпечення сталого розвитку підприємств	132
3.3. Формування преференцій для ефективного розвитку соціально-відповідальних та зелених проектів	139

3.4. Перспективні фінансові інструменти та ринки для фінансування потреб стабілізації та відновлення потенціалу підприємств	147
Висновки до розділу 3	156
Висновки	160
Перелік використаних джерел	167
Додатки	185

ВСТУП

Актуальність теми дослідження.

Актуальність проведеного дослідження обумовлюється комплексом викликів, що повстали перед фінансово-економічною системою України в умовах тривалої російської збройної агресії. Сучасна ситуація характеризується не тільки безпосередніми руйнівними наслідками війни — втратою людського капіталу, знищенням інфраструктури, окупацією територій та систематичним знищенням і грабіжками активів, але й глибокими структурними дисбалансами фінансового ринку. Все це своїми наслідками має обмеження можливості підприємств, зокрема малих і середніх, залучати необхідні ресурси для потреб відновлення своєї діяльності, в тому числі на засадах сталого розвитку. Невизначеність щодо механізмів реституції та компенсації збитків, завданих російською агресією, додатково ускладнює планування довгострокових інвестицій та змушує бізнес шукати альтернативні джерела фінансування та фінансові інструменти, здатні забезпечити не лише відновлення, але й трансформацію економіки в сторону стійкості, сталості та відповідальності.

Не менш важливим є питання інтеграції українського фінансового ринку в глобальні ланцюги переміщення капіталу, що вимагає гармонізації національного законодавства з міжнародними стандартами, зокрема директивою ЄС щодо “зелених” облігацій, та створення сприятливого інвестиційного клімату. Порівняння з країнами, такими як Польща, де капіталізація фондового ринку на душу населення значно вища, демонструє значний резерв для зростання, реалізація якого можлива за умови системних змін у нормативно-правовому полі, покращення захисту прав власності та формування рівних умов для всіх учасників ринку. Особливої уваги потребує розвиток інфраструктури, здатної підтримувати інноваційні фінансові інструменти, включаючи токенизацію активів та використання блокчейн-технологій, потенціал яких в Україні залишається нереалізованим через відсутність належного регулювання.

Викладене вище обумовлює актуальність обраної теми а проведене дослідження сприятиме соціально-економічному та фінансовому відновленню формуванню умов для довгострокового зростання та сталого розвитку в умовах постійної невизначеності.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.

Дисертаційне дослідження виконано у відповідності до плану науково-дослідних робіт Державного біотехнологічного університету та кафедри фінансів, банківської справи та страхування. Зокрема, за темами: “Теоретичні та методологічні засади фінансово-кредитного забезпечення інноваційного розвитку аграрного сектора” (ДР №0121U109406), де було опрацьовано напрямки розвитку фінансових інновацій в аграрному секторі, зокрема, в частині поширення використання інноваційних фінансових інструментів; “Фінансова архітектура і архітектоніка в умовах інноватизації та диджиталізації бізнес процесів” (ДР №0123U100366), в межах якої удосконалено фінансово-аналітичне забезпечення інноваційного розвитку суб'єктів підприємницької діяльності; “Архітектура сталого розвитку: механізми економічної та фінансової інтеграції” (ДР №0124U001077), в процесі виконання якої було удосконалено методологічні підходи щодо використання інноваційних фінансових інструментів у досягненні цілей сталого розвитку.

Постановка завдань дослідження. Метою дисертаційного дослідження визначено опрацювання теоретичних та методичних підходів щодо напрямків трансформації інструментів фінансування потреб сталого розвитку підприємств в умовах цифровізації фінансового середовища, а також практичних рекомендацій з цього приводу. Для досягнення поставленої мети необхідно забезпечити вирішення наступних завдань:

- дослідити теоретичні аспекти функціонування фінансових ринків та їх адаптації до умов роботи в поточній ситуації в Україні із акцентом на обслуговування потреб фінансування підприємствами проектів, які передбачається реалізовувати із врахуванням принципів сталого розвитку, а також відповідних фінансових інструментів;

- на основі аналізу історичних, географічних та соціально-культурних аспектів виявити особливості, характерні для інноваційних форм та видів фінансування та фінансових інструментів, орієнтованих на забезпечення дотримання принципів сталого розвитку при залученні фінансових ресурсів підприємствами;
- опрацювати підходи до формування наукового базису для розробки комплексних фінансових інструментів та продуктів, що поєднують різні види фінансування але засновуються при цьому на принципах сталого розвитку та орієнтуються на фінансування проектів із позитивним впливом на екологічні та соціальні аспекти та є при цьому економічно доцільними і фінансово ефективними;
- розробити пропозиції щодо актуалізації класифікації фінансових інструментів стосовно до сучасних умов із пріоритетом на врахування потреб забезпечення відновлення потенціалу українських підприємств та формування перспектив їх розвитку за сталими сценаріями, із надання пріоритету проектам, які імплементують SDG у свої рамки вимог;
- провести аналіз доступних джерел інформації на предмет виявлення системних проблем, які є перешкодою для розвитку фінансування потреб сталого розвитку українських підприємств і потребують вирішення;
- обґрунтувати перспективи впровадження інноваційних фінансових інструментів, що можуть бути застосовані для фінансування потреб сталого розвитку українських підприємств, окреслити перспективи впровадження таких інструментів, в тому числі - можливості їх функціонування в умовах поєднання традиційних механізмів залучення капіталу із інноваційними технологічними рішеннями;
- опрацювати міжнародний досвід та визначити перспективні напрямки інтеграції до європейської та глобальної фінансової систем з метою сприяння залученню інвестицій для фінансування потреб розвитку бізнесу;
- дослідити перспективи розвитку фінансових інструментів на основі крипто-валютних технологій та використання криптовалютних активів, вказати на

- потенційні проблемні ланки та запропонувати підходи до їх нівелювання;
- розробити обґрунтування раціонального вибору фінансового інструменту при пошуку зовнішніх джерел фінансування МСП (малими та середніми підприємствами), який поєднував простоту і доступність використання та допускав можливість імплементації принципів сталого розвитку та SDG.

Предметом дослідження є сукупність теоретичних та методичних положень щодо трансформації інструментів фінансування потреб сталого розвитку підприємств.

Об'єктом дослідження є процес трансформації інструментів фінансування потреб сталого розвитку підприємств в Україні в сучасних умовах.

Методи дослідження. В ході виконання дисертаційного дослідження було використано загальнонаукові та спеціальні методи досліджень. Зокрема, теоретичну основу дослідження сформовано із використанням монографічного методу, методів аналізу та синтезу, за допомогою яких здійснено аналіз літературних та інших інформаційних джерел; широкий спектр загальнонаукових методів було використано при формуванні методологічних аспектів дослідження. Зокрема, для аналізу та виявлення закономірностей використано методи динаміки часових рядів, сукупність математико-статистичних методів, також було використано методи статистичного моделювання і засоби спеціалізованого статистичний комплекс програмного забезпечення *R*; для обґрунтування структурних характеристик та взаємозв'язків між різними видами фінансування та їх відображення використано методи систематизації та узагальнення, а також метод моделювання; для візуалізації закономірностей та одержаних результатів використано графічні методи; для формування висновків використано сукупність абстрактно-логічних методів та методів індукції та дедукції.

Дослідження в цілому виконане на основі системного підходу, використання якого дозволило забезпечити структурну цілісність роботи при широкому колі досліджуваних питань та значній кількості взаємозв'язків між ними і великому обсязі гетерогенної вхідної інформації.

Інформаційна база дослідження є сформованою з використанням широкого

кола інформаційних джерел. До їх складу увійшли нормативні документи України загального характеру та за тематикою дослідження; нормативні джерела ЄС та інших країн щодо питань, пов'язаних із тематикою дослідження; літературні джерела та ресурси інформаційних платформ, зокрема (але не виключно): Crossref, DOAJ, Clarivate, Research Gate, Scopus, USSIF, Hacken.io; офіційна інформація та звітність із сайтів ООН, Верховної Ради України, Національного банку України, УкрСиббанку; матеріали власних досліджень.

Наукова новизна отриманих результатів визначається опрацюванням автором теоретико-методологічних засад та концептуальних положень ефективності фінансування потреб сталого розвитку підприємств за допомогою залучень на фінансових ринках. Найбільш вагомими результатами, які визначили наукову новизну проведеного дослідження стали наступні:

вперше:

- запропоновано концептуальну модель трансформації фінансового ринку України із пріоритетом на фінансування потреб сталого розвитку підприємств. Модель передбачає три вектори трансформації: мобілізацію наявного внутрішнього потенціалу, розвиток перспективних фінансових інструментів, трансформацію законодавства;
- на основі обґрунтування генезису концепції сталого розвитку стосовно до фінансового домену та на основі дослідження питання в історичній, географічній та соціально-культурній ретроспективі запропоновано авторське визначення зелених фінансів як сукупності фінансових інструментів, відповідних їм інфраструктури та фінансових відносин, що обслуговують завдання збереження навколишнього середовища й відповідають принципам сталого розвитку.

удосконалено

- теоретичні підходи до обґрунтування взаємозв'язків між різними видами фінансування в частині визначення співвідношень та взаємозв'язків між різними видами фінансування. Зокрема, “зеленим” фінансуванням, соціально-відповідальним та етичним фінансуванням. Показано складові ESG концепції,

де E означає навколишнє середовище (Environment), S - сталість (Sustainability), G - керованість (Governance) та їх значення для кожного із вказаних видів фінансування. Показано, що етичне фінансування виходить за межі ESG концепції та доповнює їх ширшими моральними та ціннісними аспектами;

- основні положення класифікації фінансових інструментів в частині доповнення їх оцінкою перспектив та потенціалу відповідних інструментів у контексті забезпечення потреб сталого розвитку підприємств та їх повоєнного відновлення. Зокрема, визначено зростаючий потенціал для “зелених” та SDG кредитів банківського кредиту, обмеженого потенціалу векселів для фінансування проектів, здійснюваних із врахуванням принципів сталого розвитку, оцінки потенціалу облігацій, SDG та “зелених” облігацій для цільового фінансування підприємствами екологічних складових повоєнного відновлення та інших проектів, орієнтованих на формування соціально-економічного розвитку за типом сталого розвитку;

дістали подальшого розвитку

- дослідження стану фінансового ринку України. На доповнення до наявних досліджень основними проблемами, що стримують нарощування обсягів фінансування підприємствами із залученням інструментів фінансового ринку визначено фактичне згортання сегменту недержавних фінансових інструментів та домінування на ринку цінних паперів боргових фінансових інструментів, емітованих державою;
- обґрунтування перспектив впровадження інноваційних фінансових інструментів в частині поширення практики використання таких узгоджених із принципами сталого розвитку інструментів і практик, як “зелені” та SDG-орієнтовані облігації, цільові кредити та цінні папери для фінансування проектів, узгоджених із принципами сталого розвитку, децентралізовані мережі фінансів та фінансові інструменти, що використовують технології смарт-контрактів, віртуалізації та токенизації активів;
- опрацювання перспективних напрямків щодо інтеграції в глобальну та європей-

ську фінансові системи з метою активізації механізмів залучення глобальних фінансових ресурсів на фінансування потреб відновлення та сталого розвитку українських підприємств, найбільш перспективними напрямками визначено Польщу, США та Сполучене Королівство. При цьому встановлено, розвиток в даному напрямку стримується недолугим станом фінансового ринку в Україні, нестачею надійних та ефективних фінансових інструментів.

- обґрунтування перспектив розвитку фінансових інструментів та технологій на основі криптовалютних інструментів та віртуальних активів. Підтверджено підвищений рівень ризиків для підприємств при роботі з даними інструментами, показано, що мінімальні ризики для корпоративного сектору несе використання криптовалютних інструментів, пов'язане із виконанням завдань технічного та технологічного характеру, таких як облік, ведення реєстрів тощо. При цьому фінансовий потенціал, який оцінюється лише в Україні сумою в понад 100 млрд дол. США. У глобальному вимірі потенціал даного сегменту ринку перевищує 3 трлн дол. США в еквіваленті.
- обґрунтування використання банківського кредиту як фінансового інструменту першого вибору при пошуку зовнішніх джерел фінансування для МСП, зокрема в частині імплементації SDG критеріїв (на доповнення до традиційних критеріїв фінансової ефективності, а не на заміну їм) в практику кредитування та запровадження програми державних гарантій кредитів для МСП на проекти, що відповідають SDG критеріям

Практичне значення отриманих результатів.

Представлені напрацювання у сфері трансформації інструментів фінансування потреб сталого розвитку підприємств, а також їх вплив на формування інноваційного інструментарію та фінансову архітектуру ринку мають важливе значення для впровадження у практичну діяльність суб'єктів господарювання та регуляторних органів. Особливості дослідження сформовані саме для умов повоєнного відновлення економіки України та необхідності забезпечення сталого зростання через інтеграцію ESG-принципів у фінансові процеси, що є критично важливим для інтеграції

національного ринку в європейський фінансовий простір.

Рекомендації щодо моделювання сценаріїв трансформації фінансового ринку, що базуються на поєднанні традиційних та інноваційних цифрових інструментів (зокрема токенизації активів та використання технології блокчейн), можуть бути використані підприємствами при розробці стратегій залучення капіталу та управлінні фінансовою стійкістю. Запропонована трьохвекторна модель трансформації дозволяє бізнесу ефективно адаптувати свої фінансові механізми до умов цифровізації, забезпечуючи перехід від стандартного фінансування до використання сучасних SDG-орієнтованих інструментів.

На основі отриманих результатів запропоновано розширення використання цифрових технологій, зокрема смарт-контрактів та децентралізованих фінансових механізмів, для підвищення прозорості та ефективності фінансових операцій. Практичні пропозиції щодо впровадження механізмів токенизації активів та використання віртуальних активів як засобів фінансування сталого розвитку можуть бути застосовані фінансовими менеджерами для диверсифікації джерел капіталу та оптимізації витрат на обслуговування боргових зобов'язань.

Пропоновані підходи до формування інституційної бази та гармонізації національного законодавства з міжнародними стандартами ESG та правилами цифрових активів можуть використовуватись органами державного регулювання при розробці нормативно-правових актів, що спрямовані на створення сприятливого середовища для інноваційного фінансування. Отримані результати щодо оцінки ризиків цифрових активів та механізмів забезпечення стійкості фінансової системи в умовах високої волатильності мають цінність для розробки систем управління фінансовими ризиками та стратегій економічного відновлення економічних суб'єктів.

Практична значущість отриманих результатів також підтверджується відповідними довідками про впровадження: ДПДГ ІР ім. В.Я. Юр'єва НААНУ Харківського району Харківської області; Федерація аудиторів, бухгалтерів і фінансистів АПК України (ФАБФ), м. Київ; АТ "Східно-Український банк "Грант", м. Харків.

Також отримані в ході виконання дослідження результати використовуються

в навчальному процесі, що підтверджено відповідними документами. Зокрема, в Державному біотехнологічному університеті (м. Харків) використовуються напрацювання щодо напрямів практичних застосунків технології блокчейн та віртуальних активів як таких. У Харківському національному економічному університеті ім. Семе́на Кузне́ця використовують результати досліджень щодо ідентифікації ризиків.

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійним завершеним науковим дослідженням. Отримані автором та наведені у дисертації наукові положення, сформувані висновки та пропозиції отримані автором особисто. Із наукових праць, опублікованих у співавторстві, в роботі використано лише положення, ідеї та наукові результати, отримані автором особисто.

Апробація результатів дослідження. Найбільш значущі напрацювання та результати за темою дослідження були представлені автором на наступних конференціях: II Міжнародна науково-практична конференція “Використання інформаційних технологій для оптимізації процесів виробництва сільськогосподарської продукції та управління підприємствами” (Агро-ІТ), (м. Слов’янськ/м. Дніпро, 11-12 березня/09-10 червня 2022 р.);

Фінансова архітектура та сценарії конкурентних моделей розвитку: Міжнародна науково-практична конференція, 17 листопада 2023 р. ДБТУ. Харків;

Модернізація вищої освіти та забезпечення якості освітньої діяльності в умовах європейської інтеграції: Міжнародна науково-методична конференція, 18 жовтня 2024 р. Харків: ДБТУ;

Інформаційні технології в сучасному світі: Міжнародна науково-практична конференції здобувачів вищої освіти і молодих учених, 29 квітня 2025 р. Харків: ДБТУ.

Публікації. Результати дисертаційного дослідження опубліковано у 11 наукових працях. В тому числі - одна у виданні, включеному у Web of Science, чотири статті у фахових виданнях, 1 колективна монографія, п’ять матеріалів конференцій. Загальний обсяг складає 6,25 ум. друк. арк., з яких автору належить 3.27 друк. арк. Опубліковані праці належним чином висвітлюють результати дисертаційного

дослідження.

Структура та обсяг дисертації. Структурно, дисертаційна робота включає в себе вступ, три розділи, 12 підрозділів, висновків, списку використаних джерел, додатків. Загальних обсяг роботи склав 191 сторінку. Робота містить 7 таблиць та 36 рисунків. Список використаних джерел нараховує 148 позицій і займає 18 сторінок. П'ять додатків розміщено на шести сторінках.

РОЗДІЛ 1. СТАЛИЙ РОЗВИТОК ПІДПРИЄМСТВ ТА ДЖЕРЕЛА ЙОГО ФІНАНСУВАННЯ: ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ

1.1. Концепція сталого розвитку в контексті функціонування підприємства

Основні принципи концепції сталого розвитку було започатковано та оприлюднено на конференції ООН (Earth Summit) в Ріо де Жанейро у 1992 р. Сам термін “сталий розвиток” було вперше введено до вжитку Комісією ООН з навколишнього середовища та розвитку (UN Comission on Environment and Development) у 1987 році [1]. Головною ідеєю коцепції сталого розвитку на етапі її започаткування стало збереження тих переваг, що принесла суспільству індустріальна ера та запобігання тим проблемам, які супроводжують індустріалізацію та сучасний суспільно-економічний розвиток. Разом із тим, на думку П. Новачека [1] чітке визначення того, що саме слід розуміти під сталим розвитком відсутнє і досі. А сам термін в його сучасному розумінні є надто всеохоплюючим і нечітким.

Згідно з матеріалами вже згаданої конференції ООН у Ріо де Жанейро 1992 р., запропоновано наступні принципи [2]¹:

1. Людська істота знаходиться у фокусі розвитку та має вести здорове і продуктивне життя в гармонії з природою.
2. Держави мають право користуватись своїми ресурсами і мають це робити у такий спосіб, щоб не наносити шкоду іншим державам або за межами своїх юрисдикцій.
3. Розвиток має здійснюватись у такий спосіб, щоб не обмежувати можливості для розвитку та не погіршувати навколишнє середовище для нинішнього та прийдешніх поколінь.
4. Захист навколишнього середовища має стати невід’ємною частиною процесу розвитку і не розглядатись окремо.

¹скорочена інтерпретація

5. Всі люди та держави мають співпрацювати з тим, щоб позбавлятися злиднів, зменшувати розшарування у стандартах життя та краще задовольняти потреби більшості населення світу.
6. Особливі пріоритети мають надаватись потребам країн, що є найменш розвиненими та найбільш вразливими загрозам, пов'язаним із навколишнім середовищем, а дії на міжнародному рівні мають відповідати інтересам всіх країн.
7. Задля збереження, захисту і відновлення цілісної екосистеми Землі держави мають співпрацювати у дусі глобального партнерства, при цьому розвинені країни визнають та приймають на себе відповідальність відповідно до навантаження, яке вони здійснюють на навколишнє середовище та обсягу фінансових ресурсів, що є в їх розпорядженні.
8. Сталий розвиток і підвищення якості життя для всіх забезпечується шляхом зменшення та виключення несталих ланцюжків виробництва та споживання і сприяння відповідним демографічним політикам.
9. Держави співпрацюють задля створення кращих умов для сталого розвитку через поліпшення наукового розуміння шляхом обмінів науковою та технологічною інформацією, розвитку, адаптацією, взаємопроникненням та трансфером технологій, в тому числі – нових та інноваційних.
10. Питання щодо навколишнього середовища вирішуються із залученням всіх зацікавлених громадян, кожного на відповідному рівні, відповідна інформація є відкритою, а необхідні процедури, в тому числі - адміністративні та судові - є доступними.
11. Держави створюють ефективне природоохоронне законодавство.
12. Держави співпрацюють з метою формування сприятливої та відкритої світової економічної системи, яка стимулюватиме економічне зростання та сталий розвиток у всіх країнах для того, щоб краще справлятися з проблемою деградації навколишнього середовища.
13. Держави розробляють національне законодавство з питань відповідальності та компенсації жертвам забруднень та нанесеної навколишньому середовищу

шкоди.

14. Держави співпрацюють з метою запобігання переміщенню до інших країн такої діяльності або речовин, що наносять шкоду навколишньому середовищу або здоров'ю людини.
15. З метою захисту навколишнього середовища держави застосовують попереджувальні заходи, при цьому недостатня наукова дослідженість питання не може бути виправданням незастосування або відкладення застосування таких заходів.
16. Національні уряди докладають зусиль до глобалізації витрат на захист навколишнього середовища та використання економічних інструментів із допущенням, що забруднювач має приймати на себе пов'язані витрати не перекладаючи їх на інших.
17. Для діяльності, яка може спричинити суттєвий шкідливий вплив на навколишнє середовище здійснюється оцінка такого впливу і відповідним державним органом приймається рішення про надання дозволу на таку діяльність.
18. В разі стихійного лиха або інших надзвичайних обставин, що можуть спричинити шкоду навколишньому середовищу, держави повідомляють інші держави про такі обставини а міжнародна спільнота докладає зусиль, щоб допомогти країнам, що зазнали шкоди.
19. Держави заздалегідь і в розумний термін повідомляють інші держави про свою діяльність, яка може здійснити транскордонний вплив на їх навколишнє середовище, проводять консультації на основі добросусідства і добропорядності.
20. Жінки відіграють важливу роль в розвитку і управлінні навколишнім середовищем і тому необхідне їх широке залучення.
21. Для формування глобального партнерства, досяжності сталого розвитку і кращого майбутнього для всіх необхідна мобілізація творчого потенціалу молоді, їх ідеалів та насаги.
22. Корінне населення та їх спільноти відіграють провідну роль, держава має їх визнавати та підтримувати ідентичність, культуру, інтереси, забезпечувати їх

участь у вирішенні завдання забезпечення сталого розвитку.

23. Мають бути захищені природні ресурси та навколишнє середовище людей, що зазнають репресій, утисків або знаходяться в окупації.
24. Війни наносять значної шкоди навколишньому середовищу і тому держави мають поважати міжнародне право, а в разі конфліктів – вживати заходів щодо захисту навколишнього середовища.
25. Мир, розвиток та захист навколишнього середовища є взаємопов'язаними та неподільними.
26. Країни розв'язують свої питання щодо навколишнього середовища мирно та у відповідності зі статуттом ООН.
27. Держави та люди добросовісно співпрацюють в дусі партнерства задля виконання цих принципів та розвитку міжнародного права в частині сталого розвитку.

Зазначені принципи були підписані представниками урядів 170 країн [3]. Вони формують рамку орієнтирів, які застосовуються на глобальному, міжнародному рівні, національному рівні та навіть на рівні окремої людини. Разом із тим, їх універсальний характер не дає можливості чітко визначити, що саме є сталим розвитком. Хоча і формується певна уява про це. Принаймні, стає зрозумілим, що сталим розвиток є не зовсім в розумінні “стабільним”. Але стабільність розвитку при цьому також стає і ознакою його сталості. Це, принаймні, впливає із принципа 3, згідно з яким, розвиток на сучасному етапі має здійснюватись у такий спосіб, що це не зашкодило потенціалу розвитку майбутніх поколінь. Також наріжним каменем концепції сталого розвитку є її людиноцентричність. Першим принципом проголошується право людини вести здоровий та продуктивний спосіб життя і перебувати в гармонії з природою.

Увагу до необхідності формування ефективної глобальної концепції розвитку свого часу було привернуто звітом Римського Клубу “Про обмеження зростання” (The Limits to Growth) [4] ще на початку 1970-х років. Своєрідним продовженням розвитку наукової думки в цьому напрямку стали праці Джеймса Лавлока, в яких від спочатку обґрунтував існування Геї (Gaia) як адаптивної динамічної системи,

що забезпечує існування на Землі життя [5]. У свою чергу, концепція Геї Джеймса Лавлока має багато спільного із розробленим першим президентом Української академії наук академіком В. Вернадським та його послідовниками вченням про ноосферу [6]. Але Д. Лавлок у своїх міркуваннях пішов далі і на заміну ідеї сталого розвитку висунув ідею сталого згорання (Sustainable retreat). Вона полягає в тому, що людство вже перейшло межу, за якою можливо підтримувати сталий розвиток і єдиним способом забезпечити майбутнє людства є самообмеження у використанні ресурсів та зменшення антропогенного навантаження на навколишнє середовище [7].

Таким чином, концепція сталого розвитку є спробою знайти відповідь на питання забезпечення соціально-економічного розвитку і в глобальному, планетарному аспекті, і в аспекті кожної людини. І, оскільки однією із найбільш поширених форм організації спільної економічної діяльності є підприємство, то і аспект підприємств не залишається осторонь концепції сталого розвитку. Як не залишається осторонь і фінансова сторона діяльності підприємств, без якої їх існування взагалі не представляється можливим.

В документі “Agenda 21” [8] зроблено спробу на основі принципів сталого розвитку окреслити перспективний план дій на майбутнє за основними напрямками. Це, зокрема, соціально-економічний розвиток, збереження та управління необхідними для розвитку ресурсами, посилення ролі основних соціальних груп, інструменти впровадження сталого розвитку.

І першим в переліку інструментів визначено фінансові ресурси та механізми. На наш погляд це є закономірним. Адже за допомогою фінансових ресурсів опосередковується рух будь-яких інших ресурсів та цінностей. Фінансова оцінка має найбільш загальний характер і дає можливість порівняти речі, які за іншими параметрами залишаються непорівнюваними. В обмін на фінансові ресурси можна отримати у своє розпорядження будь-які інші ресурси (за невеликим виключенням). І навпаки, якщо є надлишок певного ресурсу, то його можна обміняти на фінансовий ресурс. А фінансовий ресурс, у свою чергу, може бути обмінаний на той ресурс, що його не вистачає. В такий спосіб суттєво спрощується проблема перерозподілу та оптимізації

використання ресурсів. А отже, фінансовий механізм стає важливою складовою забезпечення сталого розвитку.

Дискусійною, на наш погляд, точкою зору є концепція сталого згортання, яку популяризує низка дослідників: П. Новачек [1], Д. Лавлок [7] та інші. В цьому контексті, зокрема, можна згадати Д. Даймонда із його “Коллапсом...” [9]. Втім, як пише П. Новачек [1], людина має свободу вибору і тому майбутнє людства не закарбовано у камені. А отже, апокаліптичні ідеї можна розцінювати як своєрідне попередження, максимально песимістичний сценарій розвитку подій. І маємо низку інструментів, щоб йому запобігти. Але, є точка зору, що основним викликом наразі є неспроможність ключових установ до конкретних дій на шляху забезпечення сталого розвитку. На цьому наголошують, зокрема, Р. Гуімарес та Ю. Фонтур [10]. І хоча неспроможність інституцій до реальних дій практично не викликає сумнівів, апокаліптичні прогнози Д. Даймонда, наприклад, Д. Моріс вважає непереконливими [11].

Важливою віхою на шляху розвитку концепції сталого розвитку стала конференція ООН “Rio+20”, яка також зібралась у Ріо де Жанейро. У ній прийняло участь 45 тис. учасників із різних країн світу. Зібрались представники урядів, приватного сектору, недержавних організацій та ін. [12] За підсумками роботи форуму було прийнято резолюцію “Майбутнє, якого ми прагнемо” (“The Future We Want” [13]). Разом із тим, дослідники вважають що за своєю суттю ця резолюція лише декларує раніше надані обіцянки та не містить конкретних кроків по їх досягненню. Такої точки зору, зокрема, дотримується Р. Клеменсон [12].

Але, не зважаючи на декларативний характер резолюції, вона містить значний прогрес для країн, що розвиваються. Адже злидні та бідність визнаються першочерговим викликом для сталого розвитку [12]. Це також надає нам можливість перекинути місток від цілей сталого розвитку до фінансової системи і фінансових взаємовідносин держави, підприємств, їх власників та працівників. Насправді, фінансові ланцюжки обслуговують весь шлях руху вартості. Починаючи від видобування природних ресурсів і завершуючи споживанням продукту кінцевим споживачем. І тому дотримання принципів сталого розвитку забезпечується на кожному відповідному рівні

соціально-економічних систем: наднаціональному (глобальному), національному (державному), на рівні підприємств та домогосподарств. При цьому, взаємодії між суб'єктами різних рівнів носять складний та комплексний характер. А принципи сталого розвитку застосовуються в межах, наскільки це можливо на кожному конкретному рівні.

Подальшим продовженням руху в напрямку сталого розвитку стали збори Генеральної асамблеї ООН 25 вересня 2015 р. На них було прийнято низку документів і, зокрема, резолюцію про “Порядок денний 2030 для забезпечення сталого розвитку” (“The Agenda 2030 for Sustainable Development” [14], надалі – Порядок денний 2030). Порядок денний 2030 серед іншого містить у своєму складі перелік із 17 цілей сталого розвитку (17 Sustainable development goals, надалі – SDG). Ці цілі полягають в наступному:

1. Відсутність злиднів.
2. Відсутність голоду.
3. Гарне здоров'я і добробут.
4. Якісна освіта.
5. Гендерна рівність.
6. Чиста вода і гігієна.
7. Доступна і чиста енергія.
8. Достойна робота і економічне зростання.
9. Промисловість, інновації та інфраструктура.
10. Зменшення нерівності.
11. Сталі міста та громади.
12. Відповідальне споживання та виробництво.
13. Запобігання кліматичним загрозам.
14. Збереження життя у водному світі.
15. Збереження життя на суходолі.
16. Мир, справедливість і правосуддя та потужні інституції.
17. Партнерство заради досягнення цілей.

Також Організацією Об'єднаних Націй розроблено практичні рекомендації [15] щодо імплементації підприємствами стандартів SDG у свою практичну діяльність.

Наступним важливим кроком в напрямку конкретизації дій, які мають сприяти забезпеченню дотримання принципів сталого розвитку, є розробка і поширення для практичного використання системи показників ESG. Це відбулось у 2012 р. ESG (Environmental, Social and Governance) індекс є комплексним показником. Його основна ідея полягає в тому, щоб інтегрувати фінансові метрики з ключовими показниками екологічних, соціальних та управлінських ризиків і можливостей. Через включення у звітність разом із фінансовими показниками ESG індикаторів стає можливим цілісний підхід і залучення керівництва вищих рівнів до запобігання проблемам, пов'язаним із ESG і виявленням та використанням відповідних можливостей [16, р.31].

Що стосується резолюції “Майбутнє, якого ми прагнемо” (“The Future We Want” [13]), то вона містить низку орієнтирів які мають бути враховані при обґрунтуванні фінансових рішень. І, зокрема, в царині зеленої економіки. При цьому країнам, що розвиваються, шлях зеленої економіки пропонується як єдиний можливий напрямок руху до сталого розвитку.

Історичний процес генезису концепцій сталого розвитку в світлі його ключових подій наведено на рис. 1.1

Важливе теоретичне значення, на нашу думку, має концепт зелених фінансів. Його однозначне і несуперечливе визначення наразі ще потребує свого доопрацювання. Разом із тим, існують різні точки зору щодо того, що саме вважати зеленими фінансами. Зокрема, в Організації Економічного Співробітництва та Розвитку (ОЕСР/OECD) під зеленими фінансами розуміють фінансування, спрямоване на досягнення економічного зростання у поєднанні зі зниженням забруднень, викидів, зокрема, тепличного газу та поліпшенням ефективності використання природних ресурсів. Влада Китайської народної республіки вважає, що зелені фінанси мають сприяти інвестиціям за такими напрямками, як захист навколишнього середовища, збереження енергії та розвиток технологій чистої енергії через такі фінансові інструменти, як кредитування, приватні інвестиційні фонди, облігації, акції та програми

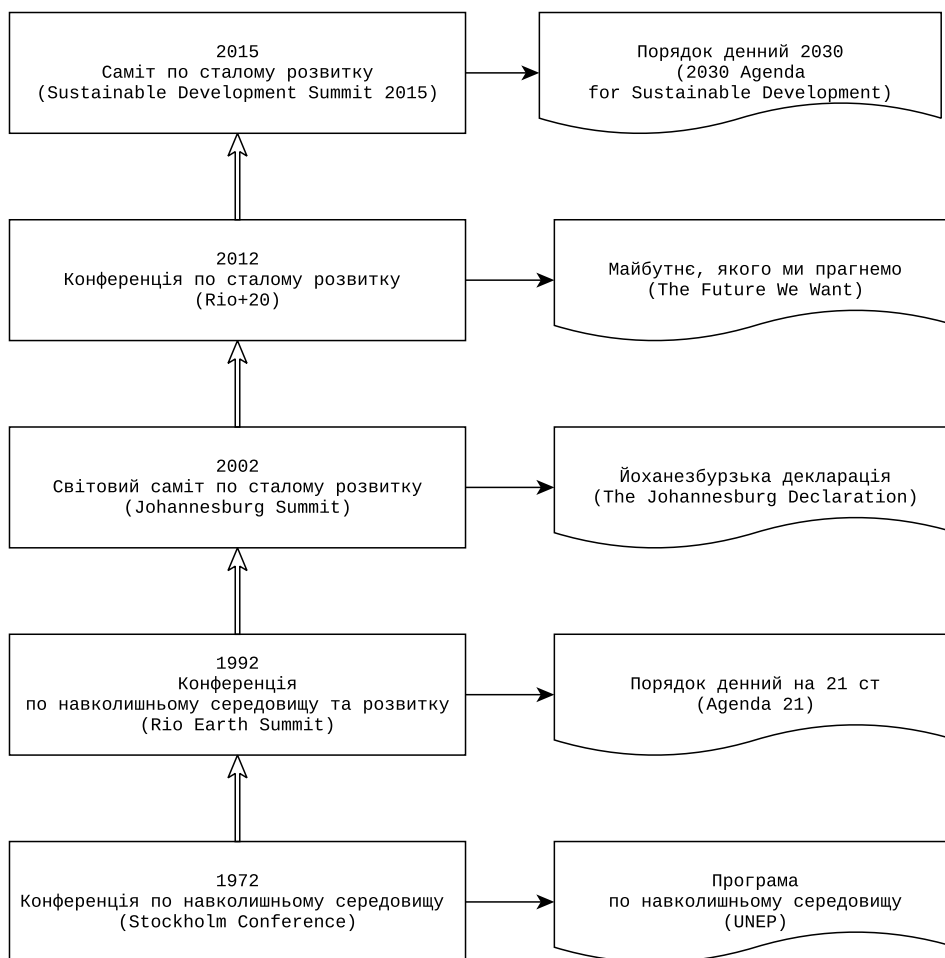


Рис. 1.1 – Генезис концепції сталого розвитку

Джерело: узагальнено нами на основі власних даних та джерел [17, 18]

страхування. В Німеччині вважають, що зелені фінанси є стратегічним підходом для включення фінансового сектору до процесів трансформації в напрямку низько вуглецевої та ресурсоефективної економіки в контексті адаптації до кліматичних змін. Колектив дослідників на чолі із У. Вольц під зеленими фінансами розуміє всі види інвестицій або кредитування, що здійснюються із врахуванням наслідків для навколишнього середовища та сприяють покращенню ситуації із екологією [19, 20].

М. Карлін та О. Івашко ставлять знак тотожності між зеленими фінансами та екологічними фінансами. Та зазначають, що вони мають широке і вузьке розуміння. В широкому розумінні вони рекомендують трактувати зелені або екологічні фінанси як сукупність фінансових продуктів і послуг, що мають сприяти зниженню рівня екологічних і кліматичних ризиків, а також – механізми фінансового стимулювання, фінансові установи та ефективне управління щодо екологічних ризиків. А у вузькому – лише сукупність фінансових продуктів і послуг. При цьому дещо дивує їх твердження що, хоча поняття “зелені фінанси” та “екологічні фінанси” є тотожними, екологічні фінанси при цьому є дещо ширшими [21]. В такому разі точніше буде казати не про тотожність, а про подібність. Це схожі категорії. Але тотожність означає повну відповідність. А подібність – часткову. Тобто, дві тотожні сукупності є повністю однаковими. А подібні - мають багато спільного але можуть відрізнятись. Наприклад, одна сукупність може включати до свого складу більше елементів за іншу. І при цьому більшість елементів в обох сукупностях може бути однаковою.

За свідченням Д. Олійник, Дослідницька група зелених фінансів (GFSG, Green Finance Study Group) під зеленими фінансами розуміє інвестування заходів, які формують екологічні переваги та вкладаються в парадигми сталого розвитку [22]. Але слід відмітити, що інвестування не є єдиним способом залучення фінансових ресурсів, існують також й інші фінансові інструменти та механізми. І вони також можуть бути використані для формування екологічних переваг в контексті формування передумов для сталого розвитку. А отже, наведене вище визначення є неповним.

Українські дослідниці Н. Трушкіна та І. Боярко визначають зелені фінанси як ефективний інструмент глобального характеру, який забезпечує функціонування

екосистем та відповідає умовам формування сталого розвитку [23]. Але вірне у своїй основі визначення концентрується на меті зелених фінансів. А їх фінансова природа потребує доповнення та уточнення.

Приймаючи до уваги різнобій у визначеннях сутності зелених фінансів, можемо запропонувати визначення, яке дозволить поєднати спільне у різних тлумаченнях та виключити суперечності. Таким визначенням, на нашу думку, є наступне. Зелені фінанси – це сукупність фінансових інструментів, відповідної інфраструктури та фінансових відносин, що обслуговують завдання збереження навколишнього середовища й відповідають принципам сталого розвитку.

Наразі існує низка причин через які концепції зелених фінансів наразі не набули широкого поширення в Україні. Також дискусійною є доцільність впровадження даного підходу в умовах збройної агресії та необхідності мобілізації ресурсів для її відсічі. Разом із тим, проблема забезпечення високої економічної ефективності функціонування економічної системи суспільства та її фінансової підсистеми як важливої складової, набуває особливої актуальності. Адже в через втрату ресурсів внаслідок окупації агресором частини території, їх знищення внаслідок воєнних дій виникає проблема їх заміщення. І одним із способів її вирішення є підвищення ефективності використання наявних ресурсів, в тому числі – фінансових.

Руйнування об'єктів, що формують економічний потенціал разом із завданням їх відновлення створює можливість для переосмислення перспектив розвитку та їх визначенню у відповідності до нових викликів та соціально-економічних умов. Зокрема, дослідники зазначають на тому, що розвиток інклюзивних та зелених фінансів має позитивний вплив на сталий розвиток як в бідних так і в багатих країнах [24]. Разом із тим, сприяння формуванню та підтримці процесів сталого розвитку з одного боку має бути включеним до переліку соціально-економічних пріоритетів на рівні державних політик. І це обумовлюється глобальним характером дії принципів сталого розвитку. А з іншого боку, їх практична імплементація здійснюється на практичному рівні. І тут вже оперують підприємства і підприємці як базові ланки соціально-економічної системи. Особливо, в тому що стосується фінансів, зелених

фінансів та фінансових технологій.

Згідно з низкою досліджень доцільність поширення фінансових моделей та інструментів, заснованих на концепції зелених фінансів обґрунтовується в розрізі необхідності запобігти несприятливим кліматичним змінам, контролю над викидами вуглецю тощо [25–27]. Дослідники, зокрема, зазначають на тому, що завдання забезпечення економічного розвитку не повинні виконуватись ціною руйнування екології [25]. І, на перший погляд, ця теза виглядає дуже слушною. Але при більш глибокому розгляді стає очевидним неможливість ведення будь-якої господарської діяльності без здійснення помітного впливу на екологічні системи і цей вплив не завжди буде позитивним. Наприклад, ведення сільського господарства, необхідне для забезпечення населення продовольством є життєво необхідним видом діяльності. Але в його процесі руйнуються природні екологічні системи та на заміну ним створюються нові, штучні. Або для безперебійного функціонування фінансової системи потрібна інфраструктура інформаційних комунікацій, формування і забезпечення безперебійного функціонування якої також здійснює руйнівний вплив на навколишнє середовище. Наприклад, виробництво і виведення на орбіту супутників зв'язку потребує значних витрат енергії та природних ресурсів і супроводжується великим обсягом викидів. Негативні ефекти мають і наземні комунікації та інші інфраструктурні об'єкти.

Разом із тим, ефективна фінансова система є необхідною умовою для забезпечення соціально-економічного розвитку як суспільства в цілому, в його глобальному та національних контекстах, так і для розвитку кожного конкретного підприємства. І ми погоджуємось із дослідниками [25] в тому, що концепція зелених фінансів є найбільш практичним способом забезпечення гармонізованих економічного та соціального розвитку. Також заслуговує на увагу пропозиція щодо удосконалення нормативної бази. Зокрема, у [27] пропонується формування такої нормативної бази, яка б спонукала економічних агентів до прийняття рішень. Але при цьому не приймаються до уваги корупційні ризики. А вони з високою ймовірністю виникатимуть в умовах, коли суб'єкти фінансово-економічних відносин змушені приймати рішен-

ня, які призводять до втрати ефективності або навіть до збитків. Шляхом виходу із такої ситуації має стати переведення проблеми в етичну площину, коли шкідливі для навколишнього середовища рішення та кроки отримують засудження широкого загалу. А це, у свою чергу здійснює негативний вплив на репутацію підприємства, знецінює ринкову вартість її капіталу (зокрема, за рахунок Goodwill) та зменшує обсяги продажів і грошових надходжень.

Теоретичні дослідження, спрямовані на практичну імплементації концепції зелених фінансів у діяльність українських підприємств не є чисельними. Разом із тим, в цьому напрямку ведеться робота. Про це, зокрема, свідчать публікації наукових пошуків В. Дорошенко [20] та інших дослідників. В. Дорошенко [20], зокрема, доводить актуальність запровадження в Україні такого інноваційного фінансового інструменту як “зелені облігації”. Їх суть полягає у випуску фінансового боргового інструменту для мобілізації коштів які будуть спрямовані для фінансування “зелених” проектів. При цьому до таких проектів поряд із “зеленими” критеріями також застосовують вимоги фінансового та економічного характеру. Зокрема, окупності інвестицій та економічної ефективності. У такий спосіб досягається балансування екологічних, фінансових та економічних цілей.

Концепція “зелених” облігацій знайшла поширення в країнах ЄС, про що свідчить прийняття відповідного регулятивного документу Європарламентом (Директива 2023/2631) [28]. До речі, поряд із “зеленими” облігаціями він приділяє увагу також облігаціям, пов’язаним із фінансуванням проектів пов’язаних із сталістю та сталим розвитком, а також спрямованих на забезпечення сталості навколишнього середовища.

Подальшій розробці та практичній реалізації даної ідеї, на жаль, завадила російська збройна агресія. Внаслідок неї пріоритети із екологічних напрямків та завдань сталого розвитку зараз зміщено на потреби виживання та забезпечення базових функцій підприємств. Разом із тим, вимоги сталого розвитку залишаються актуальними з тією лиш особливістю, що в надзвичайних умовах на перший план виступає умова забезпечення виживання підприємства або бізнесу. Тобто, горизонти планування

Таблиця 1.1 – Класифікація основних типів “зелених” облігацій

Тип	Особливості
Стандартні (звичайні) Proceeds Bond	Стандартні або звичайні (традиційні) інструменти боргових зобов’язань, емітент погашає боргові зобов’язання по настанню терміну
Забезпечені доходами Proceeds Revenue Bond	Інструмент боргових зобов’язань, залучення по якому мають цільовий (проектний) характер і погашення якого в повному обсязі здійснюється виключно за рахунок отримуваних доходів за відповідним проектом (напрямком діяльності) без права регресу до емітента, є більш ризиковими та потенційно мають вищу дохідність ніж стандартні (звичайні) облігації
Проектні Project Bond	Інструмент боргових зобов’язань, залучення за яким мають цільовий характер і мають бути спрямовані на реалізацію відповідного проекту, за яким інвестор приймає на себе фінансові ризики. Застосування права регресу при цьому залежить від умов конкретної емісії
Сек’юритизовані Securitized Bond	Боргові інструменти, забезпечені активами одного або декількох проектів, в тому числі – облігаціями та іншими фінансовими інструментами

Джерело: доопрацьовано нами на основі джерел [20, 29, 30]

скорочуються. А в частині фінансових резервів замість їх формування може виникати потреба у використанні. А прийняття рішень про їх використання також має обґрунтовуватись і з точки зору забезпечення сталого розвитку підприємства в стресових умовах. Або, принаймні, про збереження потенціалу для такого розвитку.

На основі дослідження літературних джерел нами доопрацьовано класифікацію “зелених” облігацій за їх основними видами (табл. 1.1)

Отже, “зеленими” облігації робить цільовий характер використання мобілізованих за їх допомогою коштів. А саме – відповідні фінансові ресурси мають бути використані на цілі, пов’язані із заходами, спрямованими на поліпшення навколишнього середовища, екологічного стану тощо. Такі цілі також відповідають критеріям сталого розвитку. Разом із тим, поряд із “зеленими” облігаціями є доречним

Таблиця 1.2 – Класифікація “зелених” фінансових інструментів

Сфера застосування	Фінансові інструменти
Роздрібні фінанси	Іпотечне кредитування, кредитування на будівництво житла, карткові фінансові продукти, автокредитування
Корпоративні та інвестиційні фінанси	Пряме фінансування і фонди, венчурне фінансування і фонди, іпотечне кредитування, кредитні лінії, кредитування на будівництво комерційної нерухомості, лізингові продукти
Управління активами	Трастові фонди, акції, облігації, похідні фінансові інструменти
Страховання	Майнове страхування, страхування відповідальності

Джерело: розроблено та узагальнено на основі даних [23, 31, 32]

запровадити в практичну діяльність також і SDG облігації. При цьому їх поділ за основними критеріями може бути здійснений аналогічно “зеленим” облігаціям. Єдиною різницею при цьому буде цільовий характер фінансових ресурсів, залучений за допомогою фінансового інструменту, який пропонується. Також слід зазначити, що вибірка “зелених” цілей не суперечить SDG, а радше є її складовою частиною. І “зелені” облігації тому можна класифікувати як органічну частину більшої за своїм обсягом сукупності SDG облігацій. На рівні підприємства цей підхід дозволяє створити додаткові джерела для фінансування не лише “зелених” проектів, а і всіх проектів, які відповідають вимогам SDG. При цьому використання фінансових інструментів власного боргу дозволяє запобігти неконтрольованим ризикам недружніх поглинань та втрати контролю за підприємством.

Поряд із “зеленими” облігаціями також існують концепції інших фінансових інструментів схожого спрямування. Наприклад, “зелені” акції, які досліджував свого часу колектив авторів на чолі з М. Войка [31] та інші дослідники [32, 33].

Результати узагальнення точок зору дослідників щодо класифікації фінансових інструментів, що обслуговують сферу “зелених” фінансів, опрацьовано в наступній таблиці (табл. 1.2).

Разом із тим, слід зазначити, що “зелені” фінанси і відповідна екосистема, що формується навколо них, перебуває в Україні зараз на етапі свого формування і свого початкового розвитку. А отже, запропонована таблиця пропонує розуміння поточного стану справ в системі “зелених” фінансів.

Стосовно переліку інструментів, наведених у таблиці, інструменти роздрібних фінансів спрямовані на задоволення потреб кінцевих споживачів. Тобто, осіб, що не є підприємцями, не використовують дані інструменти з метою виробництва продукції чи надання послуг. “Зелений” характер наведених в таблиці фінансових інструментів забезпечується їх цільовим спрямуванням. Наприклад, іпотечні кредити мають забезпечити такий цільовий характер свого використання, який узгоджується із “зеленим” напрямком. Наприклад, утеплення житла, встановлення для потреб забезпечення будинку енергією сонячних батарей, систем нагріву води, вітряків тощо. В частині автокредитування це може бути фінансування придбання автомобілей, які мають нижчі рівні викидів та визнані такими, що найменше шкодять навколишньому середовищу.

Аналогічні критерії застосовуються також для фінансових інструментів, що використовуються у корпоративних та інвестиційних фінансах, а також у сфері управління активами. При цьому похідні фінансові інструменти засновуються на базових фінансових інструментах “зеленого” спрямування.

І в частині страхових продуктів в “зелений” кошик потрапляють фінансові інструменти майнового страхування та страхування відповідальності, пов’язані із “зеленими” об’єктами. Наприклад, будівлями, спорудами, машинами, обладнанням та іншим майном, створеним відповідно до високих екологічних стандартів. Ризиками нанесення надмірної шкоди навколишньому середовищу тощо.

Для підприємств формування та розвиток екосистеми “зелених” фінансів та відповідних фінансових інструментів означає додаткові можливості. Ці можливості полягають у залученні фінансових ресурсів для реалізації проектів, пов’язаних із забезпеченням сталого розвитку підприємств, зменшенням навантаження на навколишнє середовище, підвищенням якості життя працівників підприємств та жителів громад, де вони працюють.

1.2. Залучення на фінансовому ринку в системі інструментів фінансування

Ведення підприємницької та, в більш широкому розумінні, господарської діяльності пов'язане із здійсненням заходів, які потребують фінансування. Так, фінансування потребує діяльність, спрямована на формування активів. Також фінансування необхідне для проведення поточних витрат. Згідно із НПСБО 1 “Загальні вимоги до бухгалтерської звітності” [34], до активів відносять ресурси, що їх контролює підприємство із очікуванням отримання від них у майбутньому економічних вигод. До витрат при цьому відносять зменшення економічних вигод, яке відбувається в результаті збільшення зобов'язань або зменшення активів, яке призводить до зменшення власного капіталу. При цьому, витратами не вважається зменшення капіталу, яке здійснюється як результат його розподілу або вилучення власниками.

З фінансової точки зору сутність діяльності підприємства полягає у формуванні активів та управлінні ними. При цьому, чим вищим є питома дохідність активів в цілому, тим підприємство є ефективнішим. А зростання вартості активів і підприємства в цілому є фінансовою метою інвесторів (власників). Це також не суперечить принципам сталого розвитку та SDG. Так, наприклад, SDG 8 означає достойну роботу і економічне зростання (див. с. 8). А перший принцип сталого розвитку проголошує його людиноцентричність (див. с. 1). Тобто, формування активів підприємства та управління ними мають здійснюватись у такий спосіб, щоб це сприяло розвитку людини і більш глибокому задоволенні її потреб.

У свою чергу, формування активів та управління ними пов'язано із здійсненням витрат. Склад і характер таких витрат визначається особливостями підприємства: галуззю в якій воно веде свою діяльність, складом і структурою товарної продукції та послуг, які надаються і так далі. Фінансування витрат при цьому здійснюють за рахунок власних та залучених коштів. Під власними коштами ми розуміємо частину коштів, які належать підприємству або надходять із джерел, які йому належать. А під залученими – решту інших. В сучасних умовах провідної ролі як джерела надхо-

джень залучених коштів набувають фінансові ринки. Прикладами таких залучень є банківське кредитування, залучення опосередковані цінними паперами та іншими борговими інструментами. Дещо дискусійний характер має класифікація фінансових ресурсів інвестиційної спрямованості. Наприклад, залучених в результаті емісії акцій. Залучені в такий спосіб фінансові ресурси збільшують обсяг власного капіталу. А отже, є підстави відносити їх до складу власних джерел фінансування. З іншого боку, такі залучення відбуваються посередництвом фінансового ринку і відповідного фінансового інструменту, яким є акції. А отже, є підстави розглядати такі кошти також і як залучення. До того ж, тисячолітній досвід розвитку людства підтверджує ефективність ринкової системи розподілу ресурсів та продуктів. І фінансовий ринок не є в цьому виключенням.

Що стосується фінансового ринку як такого, то тут також існує певне різноманіття точок зору на визначення сутності цього феномену. Серед різних тлумачень сутності фінансового ринку є як спільне, так і відмінне. Зокрема, то як сукупність фінансових інституцій фінансовий ринок визначають І. Чуницька та Р. Квасницька. Як систему економічних відносин фінансовий ринок визначають М. Дубина, В. Кремень, Д. Тарасюк. Як механізм фінансовий ринок визначають М. Дубина, Р. Квасницька, Д. Тарасюк [35]. При цьому, в якості основних компонентів, якими формується тлумачення фінансового ринку Л. Гаряга [35] пропонує вважати фінансові активи (в тому числі інструменти та ресурси), систему або сукупність відносин, фінансові інститути в розумінні посередників, попит і пропозицію або кон'юнктуру, складову фінансової системи як окремої сфери та економіки як більш широкого розуміння економічного простору.

Коли мова йде про ринок взагалі, то головною характеристикою його сутності є те, що на ринку відбувається зустріч попиту (покупців) та пропозиції (продавців) на певний товар або послугу, формується ціна та укладається угода. І тоді тлумачення ринку набуває низку аспектів. Це, зокрема, просторовий аспект. Або ринок, як певна локація, місце де відбуваються відповідні угоди. Наразі просторовий аспект ринків відходить на другий план, оскільки розвиток інформаційних, телекомуні-

каційних технологій та логістики дозволяє покупцю та продавцю знаходитись на різних континентах і при цьому успішно укласти угоди і виконувати їх. Наступним аспектом є інфраструктурний. Тобто, ринок розглядається як певна інфраструктура, за допомогою якої відбувається обмін інформацією між продавцями та покупцями, укладаються та виконуються угоди. Також ринок можна розглядати в інституційному аспекті. А саме, як систему усталених практик та установ, які ці практики реалізують. Ще одним аспектом є відносини, тобто ринок розглядають як економічні відносини між відповідними суб'єктами з приводу купівлі-продажу певних об'єктів - товарів або послуг. Також існує механістичний аспект ринку, коли ринок розглядають як певний механізм, або послідовність взаємодій, за допомогою яких формуються ціни та реалізуються угоди. На нашу думку, механістичне розуміння ринку є дещо застарілим. А в більшій мірі даний аспект розкривається через системність. Тим більше, що механізми за своєю сутністю також є різновидами систем. А отже, ринок можна розглядати як систему, яка забезпечує формування цін та укладання угод. При цьому можуть бути виділені окремі підсистеми, які забезпечують виконання різних завдань, необхідних для забезпечення функціонування ринку як цілісної системи. Наприклад, в структурі фінансового ринку можна окремо виділити банківську систему, фондовий ринок, страхову галузь, валютний ринок і так далі. Кожний із цих секторів функціонує із притаманною їм специфікою. Але всі разом вони перебувають у взаємодії та формують єдину цілісну систему фінансового ринку.

В системі сучасного фінансового ринку провідна роль належить центральним банкам. Вони визначають правила роботи на фінансовому ринку та стежать за їх дотриманням. І, в такий спосіб, виконують на ринку системоутворюючу функцію, структурують його та задають напрямки розвитку. Разом із тим, також існує концепція побудови фінансової системи, в якій центральні банки відсутні. В якості головного аргументу на користь однорівневої банківської системи висувається теза про принципову неспроможність держави адекватно регулювати ринкові процеси, що є причиною обмеження конкуренції, виникнення в економіці структурних диспропорцій, інфляції та інших негативних явищ. На цьому, зокрема, наголошують

Д. Селджин [36, 37], Л. Вайт [37, 38], А. Еванс [39]. Втім, є в них і опоненти. Зокрема, К. Хансен [40] та інші [41]

Але на практиці у світі превалюють банківські та фінансові системи, де присутні або центральні банки (як наприклад, в Україні, Японії, Сполученому Королівстві), або подібні до них організації, які формально не є центральними банками але виконують їх функції (наприклад - Система федерального резерву США). Окремо слід виділити Європейський центральний банк (European Central Bank, ECB), який забезпечує стабільність євровалюти та узгоджене виконання фінансової політики країнами ЄС. При цьому власні центральні банки в країнах ЄС також працюють.

На процеси, що відбуваються на сучасних фінансових ринках значний вплив здійснює розвиток інформаційних технологій та цифровізація фінансових інструментів. Розвиток мережі інтернет поєднується із розвитком фінансових технологій, зокрема, транскордонних платежів та криптовалют. Результатом такого поєднання стають нові можливості для інвесторів та підприємств. Зокрема, на другий план відходять валютні обмеження та інші перешкоди для руху коштів і перетоку капіталів. Для країн Європейського Союзу вільне переміщення капіталу є ключовим елементом їх економічної системи, як зазначають Л. Фалалієва та Б. Стрілець [42]. При цьому вільне переміщення капіталу тісно пов'язується із свободою переміщення товарів і трактується як заборона створення обмежень [43].

Але Україна отримала у спадщину від тоталітарного комуністичного режиму СРСР суворі валютні обмеження, від яких і досі не змогла повністю позбавитись. Це, зокрема, підтверджується змістом таких нормативів, як Закон України “Про валюту і валютні операції” [44], згідно з яким Національний банк України (НБУ) отримує право встановлювати граничні строки розрахунків за експортно-імпортними операціями (ст. 13, п. 1 закону [44]). Цим же нормативним документом забороняється використовувати такі форми розрахунків із нерезидентами, коли кошти не надходять на рахунки резидентів в Україні (ст. 16, п. 15 закону [44]). Закон України “Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового

знищення” [45] вимагає від фінансових установ збирання інформації про всі платежі своїх клієнтів, що відбуваються, включаючи валютні та навіть з використанням віртуальних активів (ст.14). Постановою НБУ №18 від 24.02.2022 [46] введено низку обмежень щодо видачі клієнтам готівкою валюти з рахунків, в тому числі – клієнтам, які перебувають за кордоном (п.5 та п.5²), запроваджено численні обмеження за видами та сумами транскордонних валютних розрахунків для фізичних та юридичних осіб (п.14). Ці обмеження більшою мірою спрямовані на заборону платежів із України. Разом із тим, виплата дивідендів іноземним інвесторам є можливою (п. 46), а от для репатріації інвестицій нам виключень знайти не вдалось.

Такий стан речей може стати перешкодою для залучення коштів іноземних інвесторів. Оскільки до воєнних ризиків додаються ще потенційні проблеми з виведенням інвестованих коштів в разі, коли проект вийшов невдалим. Також подібний стан речей може спонукати підприємства-експортери залишати частину валютної виручки за кордоном з тим, щоб зменшити валютні ризики та забезпечити собі можливість реалізації своєї зовнішньоекономічної діяльності без додаткових пояснень та погоджень із НБУ та іншими державними органами. Але при цьому виникають ризики, пов’язані із порушенням валютного законодавства України. Тож такі рішення потребують оцінки та вибору варіанту, який буде найменш шкідливим для підприємства та інвесторів. Мова йде про недоотримані доходи та іншу шкоду, заподіяну валютними обмеженнями у порівнянні із можливими втратами внаслідок застосованих до підприємства санкцій за порушення валютного законодавства, якщо такі буде виявлено.

Перспективним напрямком розвитку фінансових технологій і мобілізації фінансових ресурсів із їх використанням є поява і розвиток криптовалютних інструментів. Спочатку вони появились та набули популярності в першу чергу, завдяки сприйняттю громадськістю криптовалют як інструменту, який дозволяє повністю виключити негативний вплив держави в особі будь-яких її органів на грошову систему. Перша і найбільш популярна криптовалюта, біткоїн, функціонує в глобальному інформаційному просторі і не надає жодних технологічних можливостей обмежувати в будь-який

спосіб її обіг. Єдиною умовою для забезпечення її обігу є функціонування мережі “Інтернет” та наявність принаймні однієї ноди (або вузла), який веде облік операцій в особливому реєстрі – блокчейні. Але, на відміну від банківських операцій, збереження операцій з біткоїнами в блокчейні робить всю інформацію про них доступною. З одного боку це забезпечує незмінність записів, їх захист та достовірність. А з іншого – робить контроль за рухом коштів дуже простим. Достатньо знати лише номерний код гаманця і можна відстежити як його поточний залишок, так і всі транзакції. Автор концепції біткоїну, С. Накамото, називав такий стан речей “псевдонімність” [47]. Тобто, інформація про код гаманця зберігається в блокчейні, а про його особу - ні. За рахунок цього забезпечується певний рівень конфіденційності розрахунків. Але у своїй основі біткоїн вирішує лише проблему вираження вартості та проведення розрахунків. І, хоча з функцією проведення розрахунків у біткоїна ситуація виглядає досить непогано, як для першої ітерації створення такого інструмента в цифровому просторі. То як носій вартості, біткоїн має дуже велику проблему, пов’язану із її нестабільністю.

Наступним етапом розвитку цифрових фінансових інструментів є також заснований на технології блокчейн інструмент ефір, або етерум (ETH). Його головною інновацією стала можливість включення до блокчейну спеціальних процедур, які отримали назву смарт-контрактів. Ці смарт-контракти за своєю сутністю є невеликими програмами, які вбудовуються в блокчейн та виконуються в ньому спеціальною віртуальною обчислювальною машиною. Це відкриває нові можливості, зокрема, в частині верифікації, проведення транзакцій, запобігання шахрайству та прозорості операцій [48, 49].

Подальшим етапом розвитку цифрових технологій на основі блокчейну стала інтеграція до його складу децентралізованих додатків або DApps (Decentralized Apps). Сутність цієї інновації полягає в тому, що віртуальна машина, вбудована в блокчейн може виконувати не лише смарт-контракти, але й більш складні програми або додатки. При цьому самі ці додатки вбудовуються в структуру блокчейну та можуть взаємодіяти не лише з користувачами але й між собою. Це ознаменувало

нову ітерацію в розвитку. Вона отримала назву блокчейн 3.0. Самі децентралізовані додатки при цьому мають наступні властивості [48, 50]:

- підтримка платформ відкритого коду для програмування;
- підтримка внутрішньої криптовалюти – токenu, за допомогою якого вимірюються всі транзакції всередині системи;
- використання механізмів децентралізованого консенсусу.

Наступним етапом розвитку блокчейну дослідники вважають блокчейн 4.0. Ключовою інновацією для нього є інтеграція блокчейну 3.0 в інформаційні та логістичні ланцюжки реальних бізнесів та виробництв, розвиток комунікації між блокчейнами різних протоколів [48].

Важливо відмітити при цьому, що всі генерації блокчейну - 1.0, 2.0, 3.0, 4.0 не виключають, а доповнюють одна іншу. Тобто, поява нової генерації жодною мірою не знецінює цифрові активи, які функціонують на основі блокчейну попередніх ітерацій розвитку. Переконливим доказом цього є криптовалюта біткоїн (BTC), яка, по-суті, є найпершою успішною криптовалютою. Вона як раз засновується на блокчейні 1.0. І при цьому біткоїн (BTC) й досі залишається найбільш капіталізованою і популярною криптовалютою.

Не зважаючи на всі переваги й можливості, які надають своїм користувачам фінансові інструменти засновані на блокчейні та інших цифрових технологіях, їх розвиток стримується і залишається для підприємств перспективою на майбутнє. Такий стан зумовлений консервативною державною політикою в цьому напрямку. Це підтверджується, зокрема, положеннями прийнятих нормативних актів. Наприклад, Закону України “Про віртуальні активи” [51]. Так, даний закон прийнято ще у 2022 р. Але станом на липень 2024 р. він так і не вступив у силу і незрозуміло, коли вступить, через бездіяльність законодавців щодо розробки і впровадження відповідних змін до податкового законодавства. Їх необхідність передбачена п. 1 розділу IV згаданого вище закону [51].

Разом із тим, можливості, які забезпечують криптовалютні інструменти формують потужний потенціал для залучення підприємствами коштів для фінансування

своїх потреб, в тому числі – пов’язаних із забезпеченням дотримання принципів сталого розвитку, імплементації у виробничі та логістичні ланцюжки елементів зелених технологій тощо.

Залучення підприємством ресурсів на фінансовому ринку здійснюється за допомогою фінансових інструментів. Згідно з п.4 НП(С)БО 13 фінансовим інструментом вважають “... контракт, який одночасно приводить до виникнення (збільшення) фінансового активу в одного підприємства і фінансового зобов’язання або інструмента власного капіталу в іншого” [52]. Інструментом власного капіталу при цьому слід вважати “... контракт, який підтверджує право на частину в активах підприємства, що залишається після вирахування сум за всіма його зобов’язаннями” [52].

Згідно до п.11 МСБО 32 фінансовим інструментом вважається “... контракт, який призводить до виникнення фінансового активу у одного суб’єкта господарювання та фінансового зобов’язання або інструмента капіталу у іншого суб’єкта господарювання” [53]. Інструментом капіталу при цьому є “... контракт, який засвідчує залишкову частку в активах суб’єкта господарювання після вирахування всіх його зобов’язань” [53].

Аналіз цих визначень дозволяє зробити висновок про те, що вони є доволі близькими за змістом. Але, на наш погляд категорія “суб’єкт господарської діяльності” є ширшою за своїм змістом, аніж “підприємство”. І це є недоліком національного стандарту бухгалтерського обліку. Адже фінансові інструменти насправді можуть опосередковувати фінансові відносини між підприємством і суб’єктом, що не є підприємством. Наприклад, при купівлі підприємством облігацій державних позик. Або при купівлі фізичними особами облігацій підприємства. Навіть, якщо такі фізичні особи є підприємцями. При цьому формулювання, застосоване в міжнародному стандарті повніше відповідає стану речей. Також коригування даного визначення у НП(С)БО 13 [52] в напрямку його узгодження із МСБО 32 [53] сприятиме гармонізації національних та міжнародних стандартів обліку, що є важливим позитивним фактором на шляху євроінтеграції та наближення правил ведення бізнесу до кращих світових практик.

Таблиця 1.3 – Основні законодавчі нормативи по фінансовим інструментам

№ з.п.	Назва нормативу
1.	Господарський кодекс України [54]
2.	Цивільний кодекс України [55]
3.	Податковий кодекс України [56]
4.	Закон України “Про банки і банківську діяльність” [57]
5.	Закон України “Про ринки капіталу та організовані товарні ринки” [58]
6.	Закон України “Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків [59]
7.	Закон України “Про акціонерні товариства” [60]
8.	Закон України “Про господарські товариства” [61]
9.	Закон України “Про фінансовий лізинг” [62]
10.	П(С)БО 13 “Фінансові інструменти” [52]
11.	П(С)БО 24 “Прибуток на акцію” [63]
12.	П(С)БО 34 “Платіж на основі акцій” [64]
13.	Положення про порядок здійснення банками операцій з векселями в національній валюті на території України [65]
14.	Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств та їх обігу [66]
15.	Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу [67]
16.	Положення про порядок здійснення банками операцій за гарантіями в національній та іноземній валютах [68]
17.	Порядок здійснення емісії та реєстрації випуску акцій акціонерних товариств, які створюються шляхом злиття, поділу, виділу чи перетворення або до яких здійснюється приєднання” [69]

Джерело: опрацьовано нами на основі матеріалів законодавства України

На основі чинних в Україні нормативних документів та даних літературних джерел ми розробили узагальнену інформацію по нормативному регулюванню фінансових інструментів, доступних для підприємств та інших суб’єктів господарювання та звели її у наступних таблицях (табл. 1.3, 1.4).

Як видно з таблиці, нами було опрацьовано значну кількість нормативних документів із яких було обрано 17 найбільш значущих в плані регулятивного впливу. До цього переліку, зокрема не увійшли акти, які регулюють міжнародні аспекти взаємовідносин економічних суб’єктів з приводу фінансових інструментів. Тобто,

основний акцент зроблено на нормативах, які безпосередньо стосуються суб'єктів господарської діяльності, які є резидентами України, тут знаходяться та працюють.

Наведені у таблиці дані за кількісним та якісним складом нормативних актів доводять тезу про доволі складне нормативне регулювання питань, що стосуються використання підприємствами фінансових інструментів. Тим більше, що насправді, кількість нормативів, які можуть бути застосовані до підприємств є більшою, а в даному переліку (табл. 1.3) наведено лише основні з них. При цьому в переліку присутні три кодекси - господарський, цивільний та податковий, 6 законів, три положення (станданти) бухгалтерського обліку, 4 положення і один порядок.

Що стосується зарегульованості та пов'язаної із нею простоти або складності використання відповідного інструмента в практичній діяльності підприємства або іншого суб'єкта господарської діяльності, то аналіз цієї ситуації проведено на основі даних, зведених у наступну таблицю (табл. 1.4).

Таблиця 1.4 – Основні фінансові інструменти, доступні для підприємств в Україні

Назва інструменту	Особливості	Регулювання (номер нормативу згідно табл. 1.3)
1	2	3
Банківський кредит	Борговий інструмент, ризик втрати контролю за підприємством низький, широко поширений, доступний кредитоспроможним підприємствам, кошти мають цільовий характер, кошти можуть бути спрямовані як на фінансування капітальних, так і на фінансування поточних витрат, умови визначаються угодою з банком і можуть бути індивідуальними для кожного випадку	1, 2, 4
Комерційний кредит	Борговий інструмент, ризик втрати контролю за підприємством низький, широко поширений, документальне оформлення мінімальне, надається у товарній формі але дозволяє зменшити навантаження на обігові кошти підприємства, умови можуть значно відрізнятись і бути індивідуальними в кожному випадку	2

Продовження таблиці 1.4

1	2	3
Вексель	Борговий інструмент, ризик втрати контролю за підприємством низький, може бути використаний для оформлення комерційного кредиту або як самостійний фінансовий інструмент	1, 5, 13
Облігація	Борговий інструмент, ризик втрати контролю за підприємством низький, залучені кошти зазвичай мають цільовий характер, проведення емісії пов'язане із фінансовими витратами та потребує часу, через витрати на організацію та проведення емісії недоцільно використання даного інструмента для залучення коштів у порівняно невеликих обсягах	5, 14, 15
Акція	Інвестиційний інструмент, існує ризик втрати контролю за підприємством, залучені кошти спрямовують переважно на формування основного капіталу, проведення емісії пов'язане із фінансовими витратами та потребує часу, через витрати на організацію та проведення емісії недоцільно використання даного інструменту для залучення коштів у порівняно невеликих обсягах	1, 2, 5, 6, 7, 8, 11, 12, 17
Гарантія (порука)	Особливий інструмент, суттєво спрощує залучення коштів за допомогою інших фінансових інструментів, наприклад, таких як банківський кредит	1, 2, 10, 16
Фінансовий лізинг	Даний інструмент дозволяє суттєво знизити ризики через те, що капітал залучається у товарній, майновій формі, при цьому допускається його повернення лізингодавцю	3, 9

З інформації, що міститься в таблиці, бачимо, що найбільш просте нормативне регулювання має комерційний кредит. Основні моменти, які можуть виникати в процесі використання цього фінансового інструменту регулюються Цивільним кодексом України [55]. За своїм оформленням комерційний кредит також є одним з найпростіших фінансових інструментів. За певних умов можна обійтись навіть без укладання окремої угоди або оформити його за допомогою векселю. Втім, що стосується фінансових ринків, то використання даного інструменту є доволі обмеженим.

Адже до нього не можуть бути застосовані стандартні умови. Також комерційний кредит надається у товарній формі. А це накладає обмеження на його використання. Зокрема, це може бути лише обіговий капітал.

Наступним простим інструментом згідно табл. 1.4 є фінансовий лізинг. За його допомогою підприємство може отримати у своє розпорядження об'єкти основних засобів. Важливими перевагами цього інструменту є низький рівень ризиків. Як майнових і фінансових, так і втрати контролю за підприємством. Також отримані на умовах лізингу майнові об'єкти можуть бути повернені лізингодавцю. Це дозволяє ефективніше оновлювати основні засоби та забезпечувати залучення до господарського обігу новітніх технологій та наукових досягнень. Разом із тим, як і в попередньому випадку, ринковий характер цього інструменту не викликає сумнівів. Але його використання також є обмеженим. А умови залучення майна до господарського обігу на умовах лізингу можуть бути індивідуальними в кожному випадку.

Наступними за складністю регулювання й використання згідно таблиці 1.4 йдуть одразу три інструменти: банківський кредит, вексель і облігація. При цьому, банківський кредит та вексель є більш простими і доступними для використання підприємствами у порівнянні із облігаціями. Випуск (емісія) облігацій є доволі складною і коштовною процедурою. Тому для залучення фінансування у порівняно невеликих обсягах його вартість може виявитись неприйнятною. Але при збільшенні потреб у фінансуванні привабливість цього інструменту для підприємства зростатиме.

Що стосується банківського кредиту і векселів, то останні можна зустріти як спосіб оформлення комерційного кредиту та як самостійний інструмент залучення коштів на фінансовому ринку. Також слід зробити акцент на короткостроковому характері даного фінансового інструменту. А це означає, значні проблеми при намірах використовувати даний інструмент для фінансування витрат капітального характеру. Також вексель традиційно вважається інструментом, якому притаманний підвищений рівень ризику. Для підприємств це означає високі ставки дисконту і обмежує і без того доволі вузьке поширення векселів у фінансовій діяльності підприємств. По

банківському кредиту ситуація принципово відрізняється. Але банки ретельно відносяться до питань кредитоспроможності потенційних позичальників, що може стати проблемою для підприємств із недостатньо високим рівнем ліквідності, відсутністю або проблемною кредитною історією тощо. Також банківський кредит однією із умов має цільовий характер. А це означає, що у підприємства не буде можливості змінити напрямок використання кредитних коштів без внесення відповідних змін до кредитної угоди. Разом із тим, кредитні кошти можуть бути спрямовані як для фінансування поточних витрат, так і для витрат капітального характеру. Також залучення банківського кредиту практично не несе ризиків втрати контролю за підприємством. Це може бути важливим у випадку, коли фінансування залучається у великих (по відношенню до величини зареєстрованого капіталу) розмірах.

Наступним за рівнем складності є такий інструмент, як гарантія або порука. Його головна особливість полягає у тому, що сам по собі він не надає фінансування. Але гарантія є надійним забезпеченням для залучення фінансування за допомогою інших інструментів. При цьому, звичайно, потрібно приймати до уваги особливості залучення фінансування за допомогою відповідних фінансових інструментів.

І найбільш складним у використанні для підприємств (згідно табл. 1.4) є акція. Цей інструмент означає безпосередню участь інвестора у капіталі підприємства. А отже, існує доволі високий ризик втрати контролю за управлінням підприємством. За рахунок емісії акцій збільшується величина зареєстрованого капіталу підприємства. А отже, й використання отриманих за рахунок даного інструменту фінансових ресурсів має бути відповідним. Тобто, спрямовуватись, переважно, на фінансування капітальних витрат. Також особливістю акцій є доволі високі витрати на організацію і проведення емісії та відсутність обов'язкових купонних платежів (як, наприклад, у облігацій). Натомість власникам акцій сплачуються дивіденди, які є частиною прибутку. Тобто, коли прибуток невеликий або відсутній, то і фінансове навантаження по виплаті дивідендів буде меншим. Разом із тим, виплати по акціям не обмежені певним строком, а залучені кошти не потрібно повертати. Як, наприклад, в облігацій або банківському кредиті.

Додаткового вивчення і адаптації до практичного використання потребують цифрові фінансові інструменти на основі криптовалютних технологій та, зокрема, технології блокчейн. Країни ЄС вже мають багаторічну історію нормативного регулювання електронних грошей та криптоактивів [70–73]. І це, на відміну від України, робить використання фінансових інструментів, заснованих на криптовалютних технологіях доступними не лише для приватних осіб і сумнівних фінансових оборудок. Фінансові цифрові інновації у такий спосіб стають доступними і для корпоративного сектору, в тому числі – для підприємств, сприяючи спрощенню залучення та переміщення коштів. У свою чергу, це збільшує обсяг доступних для підприємств фінансових ресурсів і поживає економічний та соціальний розвиток суспільства в цілому.

1.3. Узгодження фінансових цілей підприємства із положеннями концепції сталого розвитку

Документом ООН “Майбутнє, якого ми прагнемо” [13], передбачається рух в напрямку зеленої економіки з тим, щоб забезпечити сталий розвиток. При цьому робиться наголос на необхідності партнерства приватного і публічного секторів. В рамках цього партнерства, зокрема, визначається значна роль розподілу публічного фінансування, критичне значення інновацій та технологій, а також їх трансферу, технічної та технологічної підтримки. На нашу думку, це означає, що публічний сектор має бути більшою мірою включений у процеси фінансування наукових пошуків, розробки інновацій, узгоджених із принципами сталого розвитку. При цьому, доступ до таких інновацій та технологій для підприємств приватного сектору має бути максимально спрощений. Також доцільними є надання більшого пріоритету фінансуванню приватних проектів, які узгоджуються із забезпеченням виконання принципів сталого розвитку. До речі, такий підхід узгоджується із концепцією зелених фінансів. Важливим моментом є забезпечення узгодження даних пріоритетів на

різних рівнях фінансової системи, а також між суб'єктами публічного та приватного секторів.

Ми маємо на увазі те, що при прийнятті рішень щодо надання фінансування тому чи іншому проекту в публічному секторі, разом із критеріями економічної ефективності та окупності проекту слід керуватись також узгодженістю проекту із принципами сталого розвитку. Такий же самий підхід може бати застосований і при наданні публічного фінансування підприємствам приватного сектору. Наприклад, через кредитні, грантові або інші програми фінансового характеру. І на рівні підприємства також можливе застосування критеріїв відповідності інвестиційних проектів принципам сталого розвитку при прийнятті відповідних рішень. У такий спосіб здійснюється гармонізація фінансових цілей підприємства із положеннями концепції сталого розвитку. І це відбувається на всіх рівнях взаємодії підприємства із своїми контрагентами.

Окремо слід зазначити про клієнтів та постачальників підприємства. Адже сучасне виробництво є складним багаторівневим процесом. І задля того, щоб отримати продукт, придатний для кінцевого споживання, доводиться будувати довгі та складні ланцюжки взаємодії. І надання переваги при виборі і включення до таких ланцюжків підприємств, які дотримуються у своїй практичній діяльності принципів сталого розвитку дозволить повніше узгодити діяльність підприємства із завданням забезпечення сталого розвитку.

Відправною точкою для узгодження фінансових цілей підприємства із положеннями концепції сталого розвитку можуть стати 17 цілей сталого розвитку або SDG (див. с. 34). На рівні підприємства, наприклад, зусилля можуть бути спрямовані у відповідності до визначених цілей за наступними напрямками:

- діяльність, спрямована на підвищення продуктивності праці, ефективне використання робочого часу і виробничих ресурсів сприятиме досягненню цілей 1, 2, 8 і опосередковано 3, 4, 5, 7, 10, 11;
- інноваційна діяльність, розвиток досліджень і розробка нових технологій сприятиме досягненню цілей 7, 9, 12 і опосередковано 8, 11;

- розвиток зелених фінансів сприятиме досягненню цілей 6, 7, 9, 11, 12, 13, 14, 15 та опосередковано 8, 17.

При цьому також має забезпечуватись досяжність встановлених фінансових цілей підприємства. В цьому контексті слід зауважити, що фінансові цілі самі по собі є абстрактними цифрами. І їх досяжність забезпечуються місією підприємства або бізнесу, його стратегічним баченням, стратегією та тактикою, планами дій на різні горизонти планування. При цьому оперативні та стратегічні цілі узгоджуються із доступними фінансовими ресурсами та фінансовими цілями. В такий спосіб формуються передумови їх досяжності.

Іншим важливим аспектом, який має бути врахований відповідно до сучасних умов є завдання сталого розвитку. Це доволі зручно зробити у форматі SDG (17 цілей сталого розвитку), як показано в умовному прикладі вище (див. с. 58).

Разом із тим, одні дослідники [74] надають провідної ролі у забезпеченні поширення та дотримання SDG урядовим організаціям. Але інші роблять наголос на тому, що відповідні дії мають проводитись на кожному рівні і всі є однаково відповідальними за успіх. Або навіть місце приватного сектору є визначальним. Адже саме тут здійснюється основна частка активності (О.-М. Радуга, В.Д. Драгомір, Л. Іонеску-Фелеага [75]) та інші [76, 77].

Реальним прикладом успішної інтеграції підприємством критеріїв сталого розвитку у свою діяльність є банк “UKSIBBANK”. У 2022 році цей банк за підсумками року банк став найкращим у світі банком сталого фінансування та найкращим банком в контексті ESG, дані та технології [78]. При цьому сам банк з 2021 року є членом Глобального договору ООН і дотримується у своїй діяльності десяти принципів, передбачених даним договором. Дані принципи поширюються на сфери охорони довкілля, захисту прав людини, трудових відносин та боротьби з корупцією [78].

Повертаючись до узгодження діяльності та фінансових цілей підприємства із принципами сталого розвитку, слід зазначити, що у відповідності до SDG, злідні та бідність є ключовою проблемою. І дослідники зазначають, що злідні є складним переплетінням дії факторів різної природи. В тому числі – політичних, соціальних,

історичних, інституційних та технологічних [79, 80]. Інакше кажучи, це означає, що спроба вирішити проблему бідності простим підвищенням оплати праці на рівні підприємства зазнає поразки. Для того, щоб вона стала успішною – потрібно застосовувати комплексних дій. Частина з них може і має бути реалізована на рівні підприємства. Але також має залучатись і публічний сектор у представництві органів державного управління та місцевого самоврядування, науковий та освітній сектор, представники місцевих громад і активісти.

Роль підприємств в цьому процесі є надзвичайно важливою і її складно переоцінити. Адже саме підприємства є тією ланкою, де формується вартість. І вже ця, сформована підприємствами через посередництво фінансових та інших ланцюжків розподіляється між працівниками, інвесторами та власниками та державою. Частка держави, у свою чергу, розподіляється на відшкодування витрат апарату управління, захисту, забезпеченню правопорядку, формування та функціонування інфраструктури, освіти та науки, охорону здоров'я, решту соціальних та інших цілей.

А отже, глобальні суспільні інтереси потребують сприяння максимальній ефективності функціонування підприємств, включаючи фінансові механізми забезпечення їх безперервної діяльності. При цьому, пріоритети мають надаватись фінансуванню потреб і проектів, які узгоджуються із SDG. В такий спосіб стає можливим забезпечити поступову імплементацію принципів сталого розвитку в господарську діяльність. При цьому забезпечується наступність підприємств та підприємницької діяльності, поступовість змін і мінімізація можливих негативних наслідків від структурних трансформацій, через які має пройти підприємство, щоб стати на шлях сталого розвитку. А через застосування SDG як орієнтиру доцільності інвестицій та фінансування стає можливим ефективне забезпечення фінансування потреб сталого розвитку підприємства.

Також потрібно зазначити, що використання SDG не є єдиним критерієм для вирішення питання про доцільність фінансування або здійснення інвестицій. Ефективними також залишаються і традиційні критерії. Зокрема, такі як рентабельність інвестицій, їх строк окупності, норми дохідності тощо. Критерії SDG не замінюють, а

доповнюють їх, працюють додатковим орієнтиром, який дозволяє узгодити фінансові цілі підприємства, його власників та інвесторів із потребами забезпечення сталого розвитку. Тобто, мова йде про те, що в разі, коли виконання інвестиційного проекту із дотриманням критеріїв SDG буде для підприємства збитковим, то від такого проекту слід відмовитись, яким би він не був корисним для навколишнього середовища та соціального процвітання місцевих громад. Сталий розвиток несумісний із неефективним використанням ресурсів, в тому числі - також і фінансових. Але якщо будуть знайдені сталі джерела фінансування або додаткових грошових надходжень, які дозволять вивести даний проект на прибутковий рівень, до його розгляду можна і слід повернутись.

Про реальну можливість такого сценарію розвитку подій свідчать, зокрема, В. Роуланд [81], М. Деймон та Т. Стернер [82]. Вони зазначають, що є уряди, які нададуть перевагу вирішенню проблеми злиднів, а не забруднення. І збільшення рівня забруднення буде для них прийнятною платою за подолання бідності. Така точка зору є поширеною серед відсталих країн та країн, що розвиваються.

Або інший погляд на цю ж проблему – при виборі двох альтернативних проектів, з яких перший не відповідає вимогам сталого розвитку, потребує менших витрат і в цілому є більш ефективним за фінансовим критерієм, а другий - відповідає таким критеріям але вимагає більших витрат і є менш ефективним – чим керуватись при виборі? І якщо це відбувається на рівні підприємства – то як пояснити акціонерам, власникам та інвесторам, що перевагу слід надати дорожчому і менш ефективному проекту лише тому, що він відповідає критеріям сталого розвитку? Або коли є два проекти із схожими показниками фінансової ефективності. Але один з них враховує принципи сталого розвитку. Наприклад, у форматі SDG. А інший - ні. При цьому проект, що не узгоджений із SDG скоріше за все буде менш вимогливим в плані величини витрат, обсягів залучення необхідних матеріально-технічних ресурсів, технологій тощо. Разом із тим, врахування при обранні інвестиційних проектів та перспективних напрямків розвитку для фінансування на підприємстві SDG та інших принципів сталого розвитку.

Наслідками російської збройної агресії є знищення виробничого потенціалу, руйнування інфраструктурних та інших об'єктів не лише на тимчасово окупованих територіях, а також і на підконтрольній уряду частині території України. І це також ставить Україну до переліку країн, які потребують розвитку та відновлення зруйнованого соціально-економічного та фінансового потенціалу. І тому проблема вибору сталого сценарію розвитку набуває тут стратегічного характеру. Адже врахування SDG критеріїв в інвестиційних проектах може означати додаткові витрати і знижувати показники фінансової та економічної ефективності таких проектів. Державне регулювання створює купу ризиків і також є загрозою для економічної ефективності. В частині ефективності це у першу чергу пов'язано із додатковими витратами на адміністрування, нагляд і контроль за дотриманням SDG. І ці додаткові витрати, до того, ж будуть спрямовані на заходи, які і без того лягають додатковим фінансовим тягарем на підприємства. То ж маємо подвійний негатив – спочатку на рівні підприємства. І тоді - на макрофінансовому рівні. В частині ризиків – отримуємо додаткові корупційні ризики. Надлишкове нормативне регулювання надає можливості вибіркового та іншого недобросовісного застосування нормативів. І у свою чергу це також знижує ефективність роботи фінансової системи на всіх її рівнях.

Разом із тим, просування системи критеріїв SDG та її імплементація на рівні підприємств дає можливості узгодження діяльності підприємств із принципами сталого розвитку. Нормативне регулювання при цьому може поширюватись лише на базові речі – мінімальний рівень оплати праці, забруднення, утилізацію відходів тощо. Що стосується того, як саме і коли імплементувати у свою діяльність систему SDG підприємство вирішує самостійно, виходячи із своєї поточної фінансової ситуації, ринкової позиції, стратегії розвитку. При цьому, підприємства, які успішно впроваджують систему SDG у свою практичну діяльність мають отримувати преференції в отриманні фінансування своїх проектів за інших рівних умов. Аналогічна політика може бути запроваджена також і всередині підприємства. Особливо актуально це для потужних холдингів, які побудували інтегровані виробничі ланцюжки в аграрному секторі та інших галузях (наприклад, МХП [83], Нібулон [84], Астарта [85])

та ін.). А, приймаючи до уваги ту особливість підприємств аграрного сектору, що вони працюють безпосередньо з біологічними об'єктами – ґрунтами та рослинами у рослинництві та садівництві, сільськогосподарськими тваринами у тваринництві, взаємодія із навколишнім середовищем тут є особливо щільною. І тому імплементація в роботу подібних господарських конгломератів підходу SDG буде особливо результативною. При цьому сценарій впровадження SDG може бути поступовим і не викликати значних складнощів або додаткових витрат для підприємства.

Додатковим джерелом фінансування витрат підприємства, пов'язаних із забезпеченням відповідності діяльності підприємства принципам сталого розвитку, SDG та екологічним вимогам є інноваційні фінансові інструменти. І, зокрема, “зелені” облігації та запропоновані нами SDG облігації. Суть даних інструментів полягає в цільовому використанні мобілізованих за їх допомогою коштів для фінансування проектів та заходів, що відповідають SDG, принципам сталого розвитку та екологічним вимогам. Оскільки мова йде про рівень підприємства, то ключовою вимогою залишається також економічна ефективність відповідних заходів або проектів. Вона дозволяє забезпечити узгодження стратегічних та фінансових цілей підприємства із SDG, принципами сталого розвитку та екологічними вимогами.

Адже, в разі, якщо екологічна діяльність робить господарську діяльність збитковою, то принципи сталого розвитку тут однозначно порушуються. Адже сталість означає також і довгострокове функціонування відповідних систем. А, оскільки, фінансові ресурси є одним із видів ресурсів, хоча і особливим, то вони також мають відновлюватись в процесі господарювання, а не втрачатись безповоротно. Тим більше, що у відповідності до принципу 8 сталого розвитку несталі ланцюжки виробництва та споживання мають бути виключені (див. с. 29). Також це узгоджується і з SDG 8, яка орієнтує нас на економічне зростання (див. с. 34). А економічне зростання не узгоджується із збитковою діяльністю. Тобто, у фінансово-економічній системі, сформованій у відповідності до принципів сталого розвитку немає місця збитковим підприємствам. Втім, в короткостроковому плані, на нашу думку, підприємство все таки може нести збитки якщо в довгостроковому плані воно залишається

прибутковим.

Наприклад, в аграрному секторі, де людина має справу із значною кількістю ризиків, контролювати які неможливо. Зокрема, природно-кліматичні, не кожний рік є врожайним. А отже, певні роки цілком можуть бути збитковими. При цьому, у сприятливі роки мають бути сформовані резерви, які дозволять нівелювати понесені збитки і в загальному підсумку зберегти фінансову доцільність господарської діяльності та її економічну ефективність.

Також існують об'єктивні причини для збиткових років в інших галузях. Їх традиційно пов'язують із сезонністю, коливаннями ринкової кон'юнктури, глобальними економічними циклами. В цьому напрямку потужний доробок мають Б. Бернанке та М. Гертлер [86, 87], Н. Кійотакі та Д. Мур [88], Р. Кінг та М. Ватсон [89]. Також заслуговують на увагу й праці інших дослідників, зокрема: Н. Галуцьких та Є. Кошкарьова [90], А. Жаворонок [91], О. Коваленко та Л. Ященко [92], І. Константакополу [93], О. Сосновська та Л. Деденко [94], З. Хуань [95], І. Ціакас та Х. Жанг [96], інші.

Але, в будь-якому разі, ключем до забезпечення сталості розвитку у всіх цих випадках є відповідні політики і стратегії реагування підприємства на ризики та інші несприятливі умови, що супроводжують їхню діяльність. До таких політик і стратегій, зокрема, належить створення і використання фінансових інструментів, пов'язаних із формуванням резервних фондів, страхуванням, диверсифікацією інвестицій та інших. В комплексі із фінансовими використовують також управлінські політики і стратегії. В кінцевому рахунку їх успішна реалізація забезпечує прибуткову роботу підприємства в довгостроковому плані, відповідність його діяльності принципам сталого розвитку та SDG, дотримання високих екологічних стандартів.

Іншим перспективним напрямком гармонізації принципів сталого розвитку із фінансовою діяльністю підприємства є поширення страхових продуктів, спрямованих на зменшення майнових ризиків пов'язаних із дією неконтрольованих чинників і, зокрема – природно-кліматичного характеру. Про це повідомляють, зокрема М. Деймон та Т. Стернер [82]. З одного боку це надає імпульсу для розвитку підприємствам

фінансово-страхової сфери, з іншого – розширює можливості сталого розвитку для широкого спектру економічних суб'єктів і в тому числі підприємств.

В літературі також зазначається, що впровадження в роботу принципів сталого розвитку є складним та багатовимірним процесом. Відповідно, контрольні показники мають відповідати такому стану речей і охоплювати ключові моменти за всіма важливими напрямками. Наприклад, показники фінансово-економічної ефективності є важливими і неефективне у фінансово-економічному аспекті не може оцінюватися як таке, що відповідає критеріям сталого розвитку. Ала при цьому одночасно діють вимоги або обмеження щодо ефективності і способу використання інших ресурсів, нефінансової природи, навантаження на навколишнє середовище, соціальних ефектів. На основі досліджень Ю. Чень [97], С. Аvezедо та ін. [98], Н. Семан та ін. [99], С. Лютра та ін. [100], Ю. Сі та Т. Ли-Пінг Танг [101], Д. Тайан та Х. Ви [102], Р. Сруфе [103], Д. Зімон та ін. [104]. Зазначені дослідники зробили свій внесок в опрацювання підходів до оцінки соціальних аспектів, громадської включеності, рівня партнерства, соціальної відповідальності та інших. Зведена та адаптована нами система вимірів наведена в таблиці нижче (табл. 1.5).

Як бачимо з таблиці, ключові показники поєднано за трьома основними напрямками: екологічна, економічна та соціальна ефективність. Такий підхід дозволяє узгодити між собою різні завдання та обмеження. Слід зазначити також, що наведена таблиця є орієнтиром, відправною точкою. В практичній діяльності цей склад показників може мати інший рівень деталізації, бути зміненим та доповненим. Разом із тим, приєднуючись до точки зору дослідників, слід звернути увагу на те, що виконання принципів сталого розвитку та SDG потребує об'єднаних за різними напрямками зусиль. І фінансовий вимір тут може виступити як об'єднуючий фактор. Оскільки він є найбільш універсальним показником, який використовують підприємства у своїй діяльності. Фінансова оцінка дає можливість порівняти отримані та потенційні прибутки, співставити їх з можливою або заподіяною шкодою, понесеними витратами, оцінити рівень та строки окупності інвестиційного проекту тощо.

Разом із тим, не всі індикатори допускають використання фінансового ви-

Таблиця 1.5 – Мультиаспектна система індикаторів оцінки сталості розвитку на підприємстві

Екологічна ефективність	Економічна ефективність	Соціальна ефективність
Відповідність екологічним стандартам	Загальний обсяг витрат	Екологічна репутація
Викиди парникових газів	Зменшення відходів	Репутація продукту
Впровадження екологічних вимог в нових продуктах	Рівень виконання замовлень	Репутація компанії в суспільстві
Обсяг екологічних закупівель	Управління ризиками для сталого розвитку	Рівень партнерства
Споживання енергії	Ефективність екологічних закупівель	Якість життя в громадах
Використання токсичних/небезпечних речовин	Екологічні інновації	Соціальна та громадська відповідальність
Врахування SDG для нових проектів та продуктів	Конкурентні переваги	
	Довгострова прибутковість	

Джерело: адаптовано та доповнено нами на основі даних джерел [97–104]

міру. Зокрема, до таких належать репутаційні показники, якість життя, соціальна та громадська відповідальність підприємства та його керівників, інші. Це обумовлює необхідність використання мультиаспектної системи індикаторів, яка дозволяє повніше оцінити ситуацію та здійснити більш якісне обґрунтування фінансових та управлінських рішень.

Спробою наближення до цього індикаторів стала система індикаторів індекс ESG (Environmental, Social, and Governance index), започаткована ООН. Індекс ESG дозволив поєднати SDG із поточними та стратегічними цілями підприємств та бізнесів і забезпечив ефективну імплементацію принципів сталого розвитку в практичну діяльність на рівні підприємств. За даними літературних джерел, індекс ESG на сьогодні вважають одним з найбільш важливих показників оцінки підприємства [105, 106].

За повідомленням колективу науковців на чолі із Ф. Кадамуро Морганте [107] ESG насправді є широкою категорією понять, які охоплюють наступні три виміри:

1. Навколишнього середовища (Environment, **E**).
2. Суспільний (Social, **S**).
3. Управлінський (Governance, **G**).

Кожний із цих вимірів характеризується відповідними особливостями. Зокрема, вимір **E**, навколишнього середовища або екологічний, характеризується впливом підприємства на природне середовище, його екосистеми. Цей вплив здійснюється, зокрема, через кількість викидів та відходів, ефективне використання ресурсів тощо.

Стосовно суспільного виміру **S**, значення набувають такі фактори як взаємовідносини підприємства із покупцями, трудовим колективом, місцевими громадами та широкою громадськістю.

І по управлінському виміру **G** на перший план виходять прийняті на підприємстві практики управління та менеджменту та їх здатність якнайкраще відповідати довгостроковим інтересам інвесторів.

До речі, за даними Д. Хі [108], Г. Фріде та інших дослідників [109] існує прямий зв'язок між імплементацією ESG підприємств та їх фінансовими успіхами. Це

підтверджується результатами понад 3700 досліджень. А отже, впровадження системи показників ESG має синергетичний ефект, що проявляє себе у покращенні фінансової ситуації на підприємстві.

Таким чином, імплементація ESG на підприємстві дозволяє узгодити між собою цілі інвесторів (власників), топ-менеджменту, трудового колективу, місцевих громад та широкої громадськості із принципами сталого розвитку. При цьому передбачається створення системи індикаторів, які за допомогою числового виміру забезпечують можливість здійснення ефективного контролю за динамікою розвитку ситуації. А при використанні аналогічних методик для оцінки різних підприємств – робити порівняння між ними. В тому числі, в динаміці. Також ESG допускає використання фінансових метрик, що дозволяє користуватись даним інструментом в узгодженні із фінансовими цілями та політиками підприємства. Додатковим ефектом при імплементації ESG на підприємстві є покращення його фінансових показників.

Висновки до розділу 1

1. На основі дослідження літературних джерел виявлено проблему відсутності уніфікованого визначення терміну “зелені фінанси” і запропоновано таке визначення. А саме: зелені фінанси – це сукупність фінансових інструментів, відповідної інфраструктури та фінансових відносин, що обслуговують завдання збереження навколишнього середовища й відповідають принципам сталого розвитку.
2. Використання “зелених” облігацій дозволяє залучити фінансові ресурси на реалізацію проектів екологічного спрямування. Цей фінансовий інструмент в країнах ЄС є діловою практикою і має законодавче регулювання (директива 2023/2631). Поширення практик використання даного фінансового інструменту дозволить не лише забезпечити фінансування витрат, пов’язаних із реалізацією екологічних проектів, але і сприятиме більшому рівні гармонізації української

фінансової системи із фінансовою системою ЄС. В тому числі цьому сприятиме врахування досвіду і кращих ділових практик ЄС щодо використання фінансового інструменту “зелених” облігацій.

3. На доповнення до “зелених” облігацій пропонується також концепція такого інноваційного фінансового інструменту як SDG облігації. При цьому, SDG облігації можуть бути використані для фінансування більш широкого спектру проектів, який на доповнення до екологічних критеріїв також включає до свого складу напрямки, що відповідають завданням SDG. А сама класифікація облігацій не зазнає змін. Розширюється лише спектр можливих цільових параметрів використання фінансових ресурсів, мобілізованих за допомогою даного фінансового інструменту. Із врахуванням викладеного “зелені” облігації розглядаються як складова частина більшої за своїм обсягом сукупності SDG облігацій. В практичному аспекті це розширює можливості підприємства щодо мобілізації коштів на фінансування проектів, які відповідають завданням SDG.
4. Використання SDG та “зелених” облігацій є додатковим джерелом фінансових ресурсів, які можуть бути мобілізовані підприємством з метою фінансування проектів, які відповідають SDG та (або) мають екологічну спрямованість та сприяють покращенню навколишнього середовища. Зазначені фінансові інструменти мають борговий характер. А отже, проекти, які фінансуються за їх допомогою повинні забезпечувати окупність інвестицій. В такий спосіб забезпечується ефективна робота механізму узгодження SDG та (або) екологічних цілей із фінансовими та стратегічними цілями підприємства. Обрання певного виду облігацій залежить від конкретних умов на підприємстві та особливостей інвестиційного проекту.
5. Для підприємств формування та розвиток екосистеми “зелених” фінансів та відповідних фінансових інструментів означає додаткові можливості. Ці можливості полягають у залученні фінансових ресурсів для реалізації проектів, пов’язаних із забезпеченням сталого розвитку підприємств, зменшенням навантаження на навколишнє середовище, підвищенням якості життя працівників

підприємств та жителів громад, де вони працюють.

6. Імплементация ESG на підприємстві дозволяє узгодити між собою цілі інвесторів (власників), топ-менеджменту, трудового колективу, місцевих громад та широкої громадськості із принципами сталого розвитку. При цьому передбачається створення системи індикаторів, які за допомогою числового виміру забезпечують можливість здійснення ефективного контролю за динамікою розвитку ситуації. А при використанні аналогічних методик для оцінки різних підприємств – робити порівняння між ними. В тому числі, в динаміці. Також ESG допускає використання фінансових метрик, що дозволяє користуватись даним інструментом в узгодженні із фінансовими цілями та політиками підприємства. Додатковим ефектом при імплементации ESG на підприємстві є покращення його фінансових показників.
7. Категорія “суб’єкт господарської діяльності” є ширшою за своїм змістом, аніж “підприємство”. І це є недоліком національного стандарту бухгалтерського обліку. Адже фінансові інструменти насправді можуть опосередковувати фінансові відносини між підприємством і суб’єктом, що не є підприємством. Наприклад, при купівлі підприємством облігацій державних позик. Або при купівлі фізичними особами облігацій підприємства. Навіть, якщо такі фізичні особи є підприємцями. При цьому формулювання, застосоване в міжнародному стандарті повніше відповідає стану речей. Також коригування даного визначення у НП(С)БО 13 в напрямку його узгодження із МСБО 32 сприятиме гармонізації національних та міжнародних стандартів обліку, що є важливим позитивним фактором на шляху євроінтеграції та наближення правил ведення бізнесу до кращих світових практик.

РОЗДІЛ 2. СУЧАСНИЙ СТАН ТА ОСОБЛИВОСТІ ФІНАНСОВОГО СЕРЕДОВИЩА В УМОВАХ ЦИФРОВІЗАЦІЇ

2.1. Структура та поточний стан фінансового ринку в Україні

Фінансовий ринок посідає важливе місце в суспільній економічній системі. Через його посередництво здійснюється розподіл фінансових ресурсів між господарюючими суб'єктами. Також в процедурах розподілу фінансових ресурсів приймають участь і домогосподарства. Зокрема, через участь в системі залучення коштів до обігу через механізми банківських депозитів, купівлю боргових цінних паперів, тощо. Таким чином, фінансовий ринок є невід'ємною складовою ринкового економічного механізму. А, оскільки фінансові ресурси є найбільш універсальним їх видом, який можна обміняти на будь-який інший вид ресурсів (за невеликим виключенням), роль фінансового ринку не слід недооцінювати. Адже обмеження в русі фінансових ресурсів через їх універсальний характер можуть спричинити гальмування економічного розвитку та виникнення диспропорцій на інших ринках.

Існують різні тлумачення щодо того, що саме слід вважати фінансовим ринком. Зокрема, є точка зору, що фінансовий ринок являє собою екосистему, де здійснюється торгівля різноманітними фінансовими інструментами. Наприклад, такими як акції, облігації, товари, валюти тощо [110]. З іншого погляду, фінансові ринки пов'язують або з фінансовим посередництвом, або з безпосереднім обміном фінансових зобов'язань [111, р.159]. Також існує точка зору, що фінансовий ринок є окремими компонентом фінансової системи, до якої також входять фінансові інституції та інфраструктура фінансового ринку. Тобто, інфраструктура фінансового ринку не включається до його складу і має розглядатись як окрема самостійна система. Ця ідея є зрозумілою. Разом із ним, на нашу думку, вона носить дискусійний характер. Адже інфраструктура фінансового ринку не може існувати окремо від нього. Але,

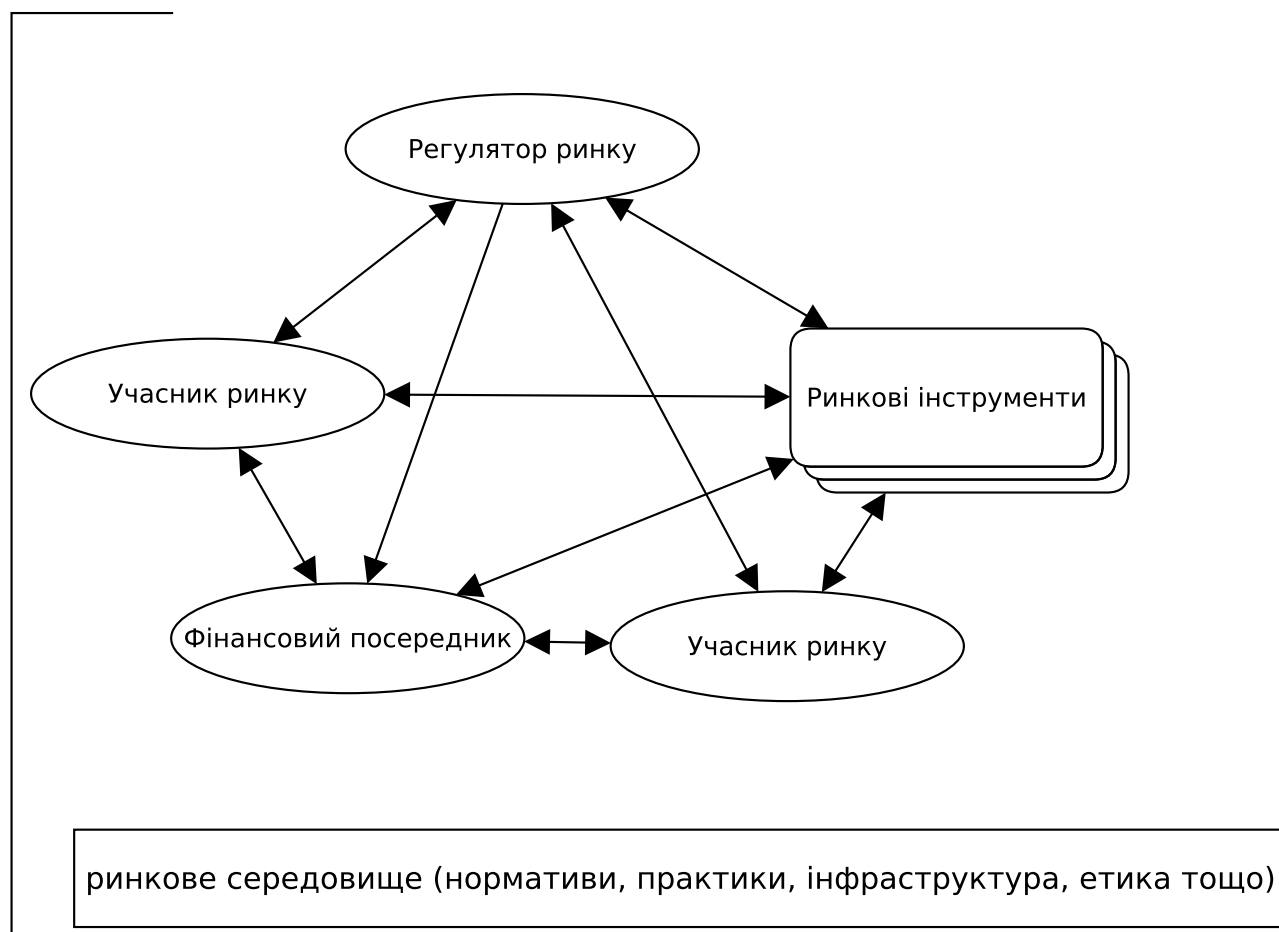


Рис. 2.1 – Структура фінансового ринку

Джерело: власні дослідження

в будь-якому разі, чітке і однозначне визначення фінансового ринку відсутнє як у фінансовій теорії, так і у фінансовому законодавстві України. Тому під фінансовим ринком в широкому розумінні можна традиційно розуміти систему відносин з обміну фінансовими зобов'язаннями (інструментами).

Структуру фінансового ринку при цьому формують його учасники, фінансові посередники, сукупність правил і нормативів стосовно діяльності на такому ринку та відповідні фінансові інструменти. Засновуючись на викладеному вище, можна запропонувати структурну схему фінансового ринку (2.1).

Розглянемо тепер поточний стан фінансового ринку. Одним з найбільш важливих показників стану фінансового ринку є обсяг операцій, що проводяться на

ньому та їх динаміка. За даними НБУ та ПФТС [112], загальний обсяг торгів на біржі ПФТС склав приблизно 520 млрд грн, що майже на 200 млрд грн є вищим за показник попереднього року (рис. 2.2). Слід зазначити, що при цьому спостерігається значна динаміка обсягів. Так, в кожному з наступних періодів (за виключенням 2009 р.) обсяг торгів перевищував рівень базового 2006 р. При цьому, рівень 2009 р. склав 57% цього показника у 2006 р. Значне зниження обсягів торгів на ПФТС відбулось під час глобальної фінансової кризи, що почалась у США у 2008 р. і згодом набула статусу глобальної. Глобальний характер цієї кризи підтверджується також і літературними джерелами [113].

Наступне значне падіння обсягів торгівлі на ПФТС відбулось у 2022 р. Тоді воно склало приблизно 60% у порівнянні із попереднім 2021 роком. Але навіть тоді 2022 р. за обсягом торгів перевищував рівень 2006 р. більше ніж втричі (рис. 2.3). Це зменшення обсягів слід пов'язувати із надзвичайною ситуацією, що виникла в Україні. А саме - повномасштабною збройною агресією РФ, яка спричинила втрату значної частини економічного потенціалу України внаслідок руйнації об'єктів майна громадян, підприємств та організацій, окупації частини території, постійних терористичних атак. При цьому глобальні фінансові ринки також зазнали потужних впливів. Про це, зокрема, зазначено у [114]. Проте, в наступних періодах відбувалось зростання обсягів торгів і воно є доволі значним.

В цьому зв'язку важливе значення має аналіз наступного складника фінансового ринку: обсягу торгів державними цінними паперами. Як видно з наступного графіку (2.4), в роки, наступні за початком повномасштабного збройного вторгнення РФ, обсяги розміщення боргових цінних паперів України значно зростають. Поясненням цього є потреба мобілізації значних коштів на потреби фінансування оборони від агресора. При цьому в Україні вдалось зберегти стабільність своєї фінансової системи. І це також підтверджується зростанням обсягів запозичень за допомогою державних цінних паперів у 2023 та 2024 рр.

У відносному обчисленні (в якості базового обрано 2006 рік), також маємо доволі високе зростання. Особливо, у 2023 р. в порівнянні із попереднім 2022 р.

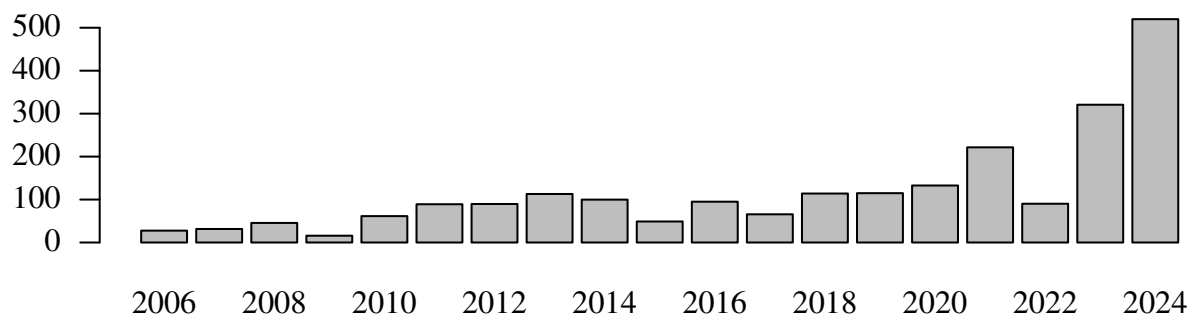


Рис. 2.2 – Обсяг торгів на ПФТС за 2006-2024 рр, млрд. грн

Джерело: побудовано за даними НБУ та ПФТС [112]

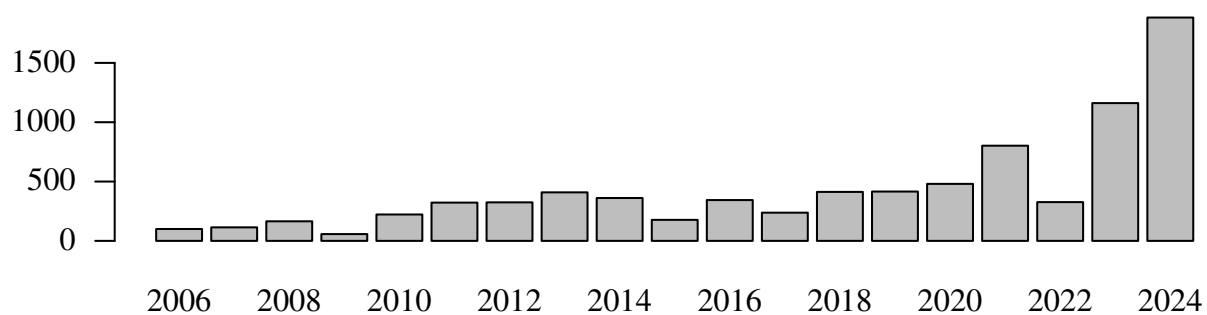


Рис. 2.3 – Динаміка обсягу торгів на ПФТС за 2006-2024 рр, % (2006 р. - 100%)

Джерело: побудовано за даними НБУ та ПФТС [112]

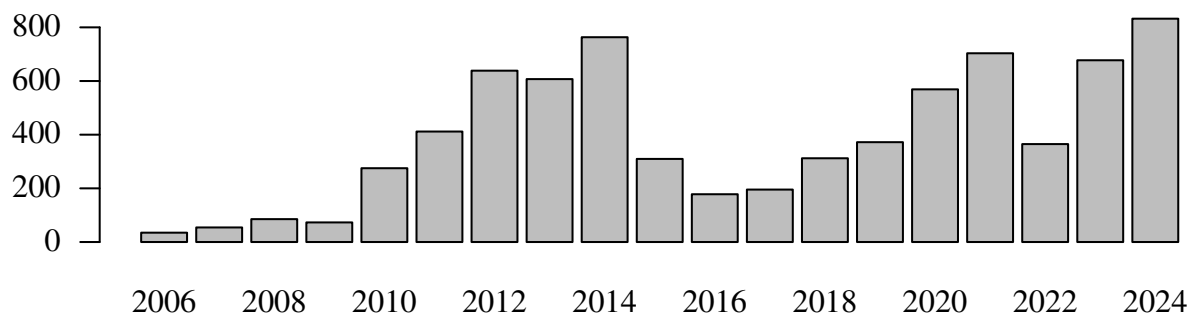


Рис. 2.4 – Обсяг розміщення боргових ЦП України за 2006-2024 рр, млрд. грн

Джерело: побудовано за даними НБУ [112]

Приріст склав, зокрема, понад 85%. Проте у порівнянні із 2021 роком, що передував повномасштабній агресії, обсяги залученого у 2023 р. фінансування були дещо меншими. Динаміка цього показника міститься на графіку 2.5.

На основі порівняльного аналізу даних, наведених на графіках (2.3, 2.5), можна зробити декілька висновків.

По-перше, виходячи з припущення, що показники діяльності ПФТС відображають в цілому стан фондового ринку України, має місце стале зростання обсягів торгів на фондовому ринку України. По-друге, порівняння динаміки обсягу розміщення боргових ЦП України та загального обсягу торгів на фондовому ринку свідчить про те, що позитивна динаміка загального обсягу складається, головним чином, за рахунок нарощування запозичень за допомогою боргових ЦП України. Тобто, зростання обсягів торгівлі недержавними ЦП є не таким значним.

Наступним етапом дослідження стало коригування загального обсягу операцій на коефіцієнт інфляції. При цьому, ланцюгові коефіцієнти для забезпечення зіставності та можливості порівняння даних було приведено до базисних, де основою став 2006 рік, як перший рік вибірки. Динаміку інфляції наведено на рис.2.6. Далі,

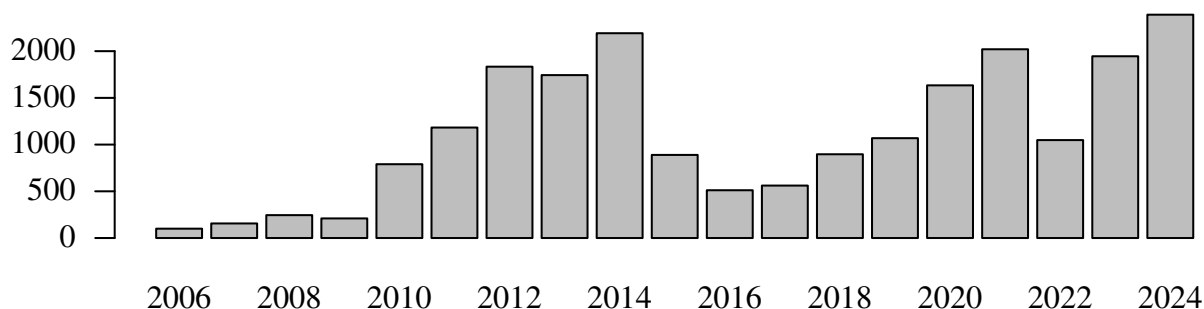


Рис. 2.5 – Динаміка обсягу розміщення боргових ЦП України за 2006-2024 рр, % (2006 р. - 100%)

Джерело: побудовано за даними НБУ [112]

приймавши до розрахунку динаміку індексу інфляції було зроблено скориговану оцінку динаміки обсягу ринку ПФТС (рис.2.7).

На графіку динаміки обсягу торгів на ПФТС (із врахуванням інфляції) спостерігаються певні характерні особливості. Зокрема, по ситуації в цілому можна стверджувати про наявність позитивного тренду. З метою дослідження його характеристик було проведено аналіз даних за допомогою статистичного пакету *R* [116]. Протокол роботи програми наводиться нижче (рис. 2.8):

Як бачимо з протоколу роботи програми, коефіцієнт регресії (R^2) складає 0.01246. Це значення відповідає коефіцієнту кореляції (R) 0.11. Коефіцієнти рівняння, що характеризує тренд свідчать про прямий характер зв'язку. Тобто, з плином часу ринок зростає і, відповідно, коефіцієнт кореляції є позитивним. При цьому, значення коефіцієнту кореляції на рівні 0.11 свідчить про відсутність потужного тренду.

Також було здійснено статистичний аналіз обсягу торгів на ПФТС без врахування інфляції (протокол наводиться на рис. 2.9).

Згідно результатів аналізу спостерігається досить щільний тренд. Коефіцієнт детермінації (R^2) в цьому випадку становить 0.516. А коефіцієнт кореляції (R),

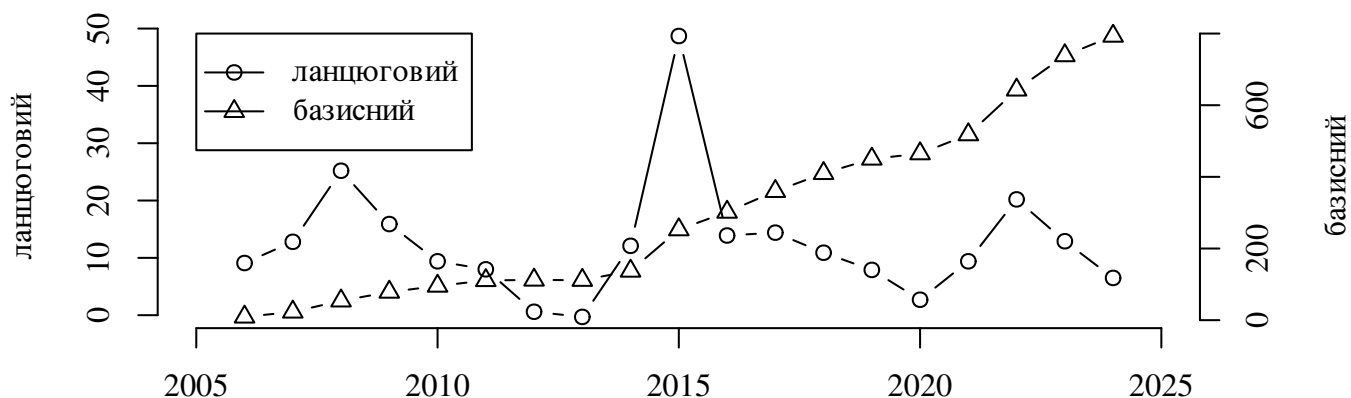


Рис. 2.6 – Динаміка інфляції в Україні за 2006 - 2024 рр (ланцюговий та базисний індекси), %

Джерело: побудовано за даними Держстату України [115]

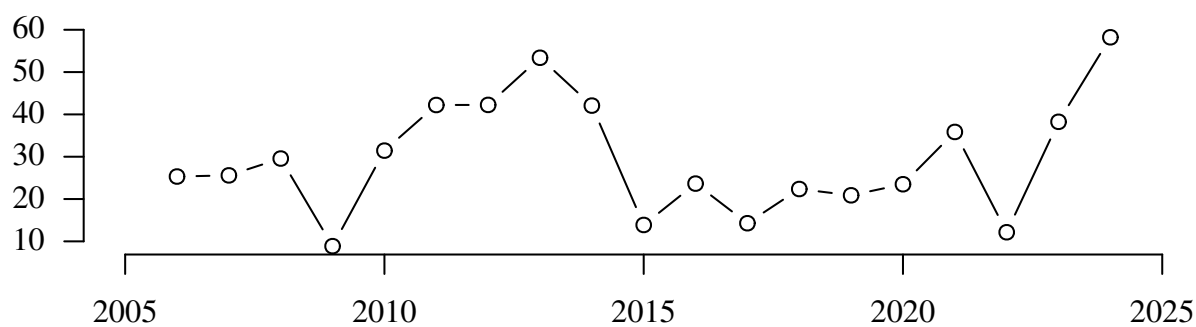


Рис. 2.7 – Динаміка обсягу операцій на ПФТС скориговане на темпи інфляції в Україні за 2006 - 2024 рр %

Джерело: побудовано за даними НБУ та Держстату України [112, 115]

```
> summary(lm(pfts$adjvol~pfts$year))

Call:
lm(formula = pfts$adjvol ~ pfts$year)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-19438  -9005  -1887    9537   26087

Coefficients:
              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) -521969.6   1191184.7  -0.438    0.667
pfts$year      273.8       591.2    0.463    0.649

Residual standard error: 14110 on 17 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.01246, Adjusted R-squared:  -0.04563
F-statistic: 0.2145 on 1 and 17 DF,  p-value: 0.6492
```

Рис. 2.8 – Регресійний аналіз динаміки обсягу торгів (скоригованої) на ПФТС (протокол роботи R)

```
> summary(lm(pfts$volume~pfts$year))

Call:
lm(formula = pfts$volume ~ pfts$year)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-137824  -58779    8813   30610   261307

Coefficients:
              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) -30726862    7245480  -4.241 0.000551 ***
pfts$year      15309         3596   4.258 0.000531 ***
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 85850 on 17 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.516, Adjusted R-squared:  0.4876
F-statistic: 18.13 on 1 and 17 DF,  p-value: 0.0005314
```

Рис. 2.9 – Регресійний аналіз динаміки обсягу торгів на ПФТС (протокол роботи R)

відповідно, 0.72. Коефіцієнти статистичної моделі лінійного зв'язку вказують на його прямий характер. Разом із тим, високу щільність зв'язку слід пов'язувати не стільки із зростанням ринку, скільки із нарощуванням інфляційних процесів. Тому нормалізація показника обсягу торгів із врахуванням динаміки інфляції була обґрунтованою і необхідною для забезпечення достовірності висновків.

Іншими факторами, що чинили вплив на динаміку обсягу торгів стали глобальна фінансова криза, що розпочалась у США у 2008 р. Наступною подією, яка спричинила потужний негативний вплив на динаміку обсягу торгівлі стало збройне вторгнення РФ у 2014 р. Воно стало початком війни розв'язаною РФ проти України і своїм наслідком мало окупацію частини території України, руйнування та розграбування майна громадян та активів підприємств, вбивства мирного населення та інші прояви геноциду. Проте 2019-2020 рр стали роками стабілізації ситуації на фінансових ринках, а за підсумками 2021 р. навіть намітилась тенденція до зростання. Але новий виток збройної агресії з боку РФ, який набув характеру повномасштабної війни спричинив обвальне падіння обсягів торгів на фінансовому ринку. Наступне його зростання, що почалось у 2023 р слід пов'язувати із нарощуванням обсягів емісії цінних паперів державного боргу. Їх ринкове розміщення саме по собі є позитивною ознакою і свідчить про наявність потенціалу розвитку фінансового ринку. Разом із тим, тривожною ознакою є фактичне згортання сегменту недержавних фінансових інструментів.

Соціальною складовою такого згортання є погіршення загальної ринкової ситуації та, відповідно, можливостей вибору напрямків інвестування для потенційних інвесторів. Особливо для таких, що є неінституційними та репрезентують представників населення. З іншого боку такий стан справ на фінансовому ринку створює проблеми для підприємств та підприємців, які потребують інвестицій для розширення операції та розвитку своїх бізнесів та підприємств. Відповідні кошти могли би бути залучені на внутрішньому фінансовому ринку. Але його поточний стан є для цього складною перешкодою.

Такий стан речей також стає на заваді формуванню сталого розвитку під-

приємств. Зокрема, недорозвинений фінансовий ринок та відсутність ефективних фінансових інструментів не дозволяють залучити до економічного розвитку повною мірою ресурси, наявні у місцевого населення, а також тимчасово вільні кошти локальних підприємств та бізнесів. Через це не лише стримується економічний розвиток. Але і гальмується зростання доходів населення. При цьому зростання обсягів виробництва мало б слугувати інструментом збільшення податкових надходжень. Ці надходження було б можливим спрямувати на реалізацію соціально-необхідних заходів, потреби оборони тощо. А отже, розвиток фінансового ринку в Україні має стати пріоритетом не лише в системі заходів, спрямованих на забезпечення сталого розвитку підприємств, але і на формування сталого типу розвитку на більш високих рівнях - громади, регіону, держави та глобальному.

2.2. Боргові фінансові інструменти та їх використання підприємствами

Ведення підприємницької діяльності має отримання прибутку критичною умовою в плані забезпечення можливості свого функціонування у довгостроковій перспективі. Прибуток для комерційного підприємства є джерелом формування його капіталу. А для власників підприємства величина прибутку є важливим економічним мотивом при виборі інвестиційного проекту. Разом із тим, отримання прибутку передбачає попереднє здійснення витрат. Їх спрямовують на формування активів, ефективність використання яких разом із обраною стратегією розвитку і визначають успішність та прибутковість підприємства. При цьому відбувається рух коштів, відображений на наступній концептуальній моделі (рис. 2.10). Як видно з моделі, спочатку кошти мають бути авансовані. І лише з часом, після того, як будуть сформовані необхідні активи, які, у свою чергу, будуть використані для ведення операційної діяльності, підприємство отримає дохід, з якого зможе сформувати свій фінансовий результат. І, якщо підприємство спрацювало ефективно, то таким результатом буде прибуток. Цей процес потребує часу, що означає неминучі розриви у здійсненні

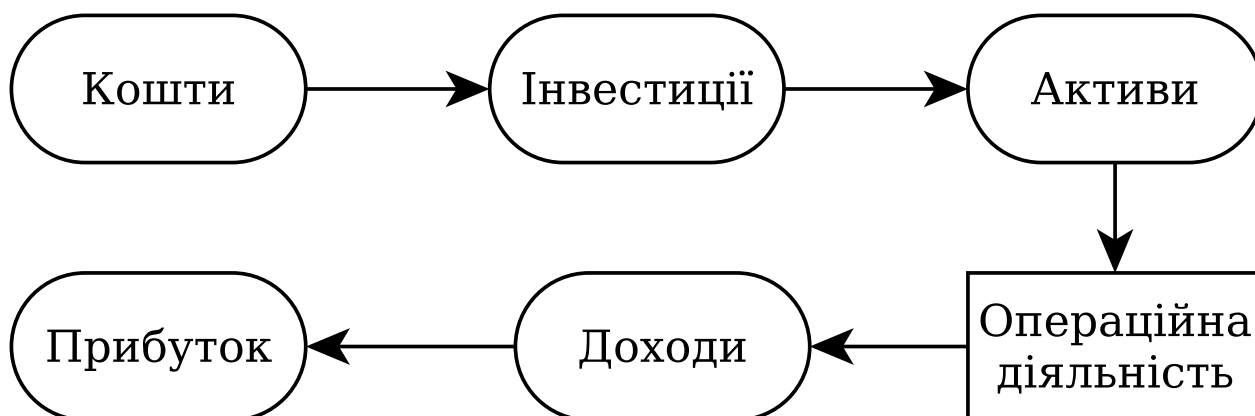


Рис. 2.10 – Концептуальна модель роботи підприємства

Джерело: власні дослідження

витрат та отриманні доходів. І одним із найбільш поширених способів перекрити ці невідповідності у часі є використання підприємствами боргових фінансових інструментів.

Сутність боргових фінансових інструментів полягає в тому, що за їх допомогою здійснюється тимчасове залучення фінансових ресурсів із їх наступним поверненням на заздалегідь визначених умовах. Прикладами боргових фінансових інструментів є, зокрема, банківський кредит, комерційний кредит, цінні папери власного боргу (облігації та векселі), лізингові операції тощо. Важливими умовами використання боргових фінансових інструментів є визначеність і прозорість основних умов їх використання: вартості та строку. При цьому підприємство не зазнає значних ризиків щодо втрати управління, що трапляється, наприклад, при використанні інвестиційних інструментів. Коли інвестор отримує право участі в управлінні пропорційно вартості інвестованих коштів.

Також, може скластись враження, що використання боргових інструментів не відповідає принципам сталого розвитку. Основою для такої думки є один з принципів сталого розвитку [2] щодо необхідності здійснення розвитку в такий спосіб, щоб при цьому не відбувалось погіршення навколишнього середовища та не обмежувались

можливості для розвитку. І ще один з принципів має рекомендації щодо зменшення та виключення таких ланцюжків виробництва й споживання, які не є сталими.

Відсутність власних джерел фінансування потреб розвитку при цьому може характеризувати таке підприємство як несталу фінансово-економічну систему, яка не володіє достатнім обсягом ресурсів для того, щоб відновити свою діяльність після завершення операційного циклу. А відтак, через її недостатню ефективність ресурси витрачатимуться нераціонально, що в перспективі може спричинити структурні економічні дисбаланси або погіршити середовище в інший спосіб.

Проте, як вже було показано раніше (рис. 2.10), розриви в часі між витратами та надходженням коштів є характерними для підприємництва. А проблема їх покриття загострюється прямо пропорційно тривалості виробничого циклу й потребі в основному та оборотному капіталі. При цьому низькі норми прибутку поглиблюють дану проблему. А достатній обсяг оборотного капіталу дозволяє обходитись без зовнішніх залучень і фінансувати власні потреби самостійно. Наприклад, сільське господарство (особливо – рослинництво) через сезонність має тривалі виробничі цикли. Також для нього характерна висока потреба в основному капіталі. Це формує в сільськогосподарських виробників потребу в залученні додаткових ресурсів для фінансування своєї операційної діяльності.

Торгівля, на відміну від сільського господарства, характеризується високим рівнем оборотного капіталу і порівняно незначним – основного. Також у торгівлі відсутній і тривалий виробничий цикл. А придбані для реалізації товари одразу стають оборотними активами. Разом із тим, короткі строки обороту навіть при порівняно невисоких нормах прибутку, в річному обчисленні забезпечують ефективну і прибуткову роботу, що є мотивом для розширення операцій галузі в тому числі за рахунок залучення додаткових фінансових ресурсів за допомогою боргових інструментів.

За своєю структурою сегмент фінансового ринку, представлений борговими інструментами є доволі широким і формується за рахунок наступних складових:

- банківський кредит;
- боргові цінні папери;

- комерційний кредит;
- лізингові операції;
- інші.

Стосовно поточного стану ринку боргових фінансових інструментів, нами було проведене дослідження. Для нього ми обрали два найбільш поширених види фінансових інструментів: банківський кредит та боргові цінні папери.

По банківському кредиту ситуація у 2006-2024 рр складалась наступним чином (рис. 2.11). Як бачимо з наведеного графіка, обсяг наданих кредитів в цілому має позитивну динаміку. Разом із тим, обсяги кредитування знижуються у 2014 та 2015 рр, що збігається у часі із початком російської воєнної агресії та тимчасової окупації частини території, що включає до себе Автономну республіку Крим, частину Луганщини та Донеччини. Цей збіг не є випадковим і саме збройний напад росіян слід вважати основною причиною зменшення обсягів кредитування. Разом із тим, економічна та фінансова система України продемонстрували свою стійкість та здатність протистояти несприятливим умовам і навіть розвиватись при цьому. Про це свідчить відновлення позитивної динаміки вже у 2016 році та її сталий характер.

Проте наступна ескалація росіянами своєї агресії до повномасштабної війни спричинила чергове падіння обсягів кредитування, що почалось у 2022 р. Проте, за підсумками 2024 р. це падіння вдалось зупинити та повернутись до позитивної динаміки обсягів кредитування. За підсумками 2024 р. показник обсягу виданих за рік кредитів склав понад 3182 млрд грн (в еквіваленті). У порівнянні із показником попереднього року це становить понад 128% рівня попереднього року і свідчить про наявність потреб у капіталі та здатність цю потребу реалізувати на практиці.

Стосовно ставок відсотку за новими кредитами, ситуація, яка склалась на кредитному ринку України проілюстрована наступним рисунком (рис. 2.12). Бачимо, що ставка відсотку в досліджуваному періоді коливається в діапазоні 12-18%. При цьому будь-яка стала тенденція щодо її динаміки відсутня. Але в цілому можна казати про певну схильність до збільшення ставки відсотку з плином часу. Що стосується ключових етапів російської агресії, а саме - 2014 та 2022 рр, то вони були



Рис. 2.11 – Обсяг виданих кредитів за 2006-2024 рр, разом за всіма секторами економіки, Україна, млрд грн

Джерело: дані - НБУ, оброблено і систематизовано нами

потужним драйвером до підвищення ставок відсотку. Це також не можна вважати простим збігом. Адже збройні дії не лише створюють непевність у майбутньому, але і значною мірою збільшують ризики втрати активів, загибелі позичальників та інші. Тому цілком закономірно очікувати збільшення ставки відсотку за новими кредитами в таких умовах. Характерним є те, що обмежений характер етапу російської агресії, що почався у 2014 р. не спричинив настільки потужної руйнівної сили на фінансову систему, як повномасштабний етап, який росіяни розпочали у 2022 р. Про це свідчить те, що протягом 2015-2021 рр мав місце доволі потужний тренд щодо зниження ставок відсотку за виданими кредитами. Проте після ескалації росіянами рівня своєї агресії до повномасштабної війни до нинішнього моменту (2025 р), відбувається стає зростання відсоткової ставки. Це свідчить не лише про високі запити на капітал, але й про стабільно високий рівень ризиків.

Окремо ми проаналізували ситуацію з аналогічними показниками в корпоративному секторі. Динаміку обсягів кредитування наведено на рис. 2.14. Слід зазначити, що в цілому, цей показник має позитивну динаміку. І ця динаміка є доволі сталою. Зокрема, за результатами регресійного аналізу (протокол наводиться на рис. 2.13),

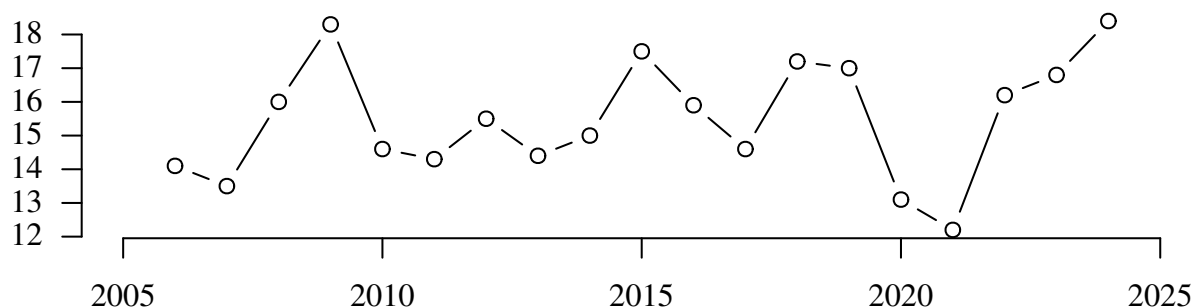


Рис. 2.12 – Середня ставка відсотку за виданими кредитами за 2006-2024 рр, разом за всіма секторами економіки, Україна, %

Джерело: дані - НБУ, оброблено і систематизовано нами

коефіцієнт детермінації (R^2) складає 0.7662. Це відповідає коефіцієнту кореляції $R = 0.88$, що свідчить про наявність щільного зв'язку.

Характерно, що корпоративний сектор краще справляється з кризовими явищами, що їх спричинила російська військова агресія. Це підтверджується, зокрема, позитивною динамікою по виданих кредитах у 2024 р. В цей же час в цілому по економіці динаміка даного показника залишається негативною. Це свідчить про те, що саме корпоративний сектор, представлений підприємствами і підприємцями є основою для фінансового та економічного відновлення і розвитку.

Наступним кроком став аналіз ставок відсотку за виданими корпоративному сектору кредитами. Їх динаміку відображено на рис. 2.16. Слід відзначити, що на відміну від загальної ситуації по економіці, в корпоративному секторі з плином часу ставка відсотку скоріше знижується. Це видно і візуально, з графіку. І також це підтверджується аналітичними розрахунками. Зокрема, розрахований коефіцієнт детермінації характеризує наявність тренду ($R^2 = 0.39$). Протокол наводиться на рис. 2.15.

При цьому, в досліджуваній вибірці, на відміну від загальної ситуації по еконо-

```
> summary(lm(loans$year~loans$vol_corp))
```

Call:
lm(formula = loans\$year ~ loans\$vol_corp)

Residuals:

Min	1Q	Median	3Q	Max
-3.755	-1.579	-1.059	1.392	6.681

Coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	2.004e+03	1.553e+00	1290.482	< 2e-16 ***
loans\$vol_corp	7.268e-06	9.738e-07	7.464	9.25e-07 ***

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 2.8 on 17 degrees of freedom
Multiple R-squared: 0.7662, Adjusted R-squared: 0.7525
F-statistic: 55.72 on 1 and 17 DF, p-value: 9.255e-07

Рис. 2.13 – Регресійний аналіз динаміки обсягу кредитів корпоративного сектору (протокол роботи R)

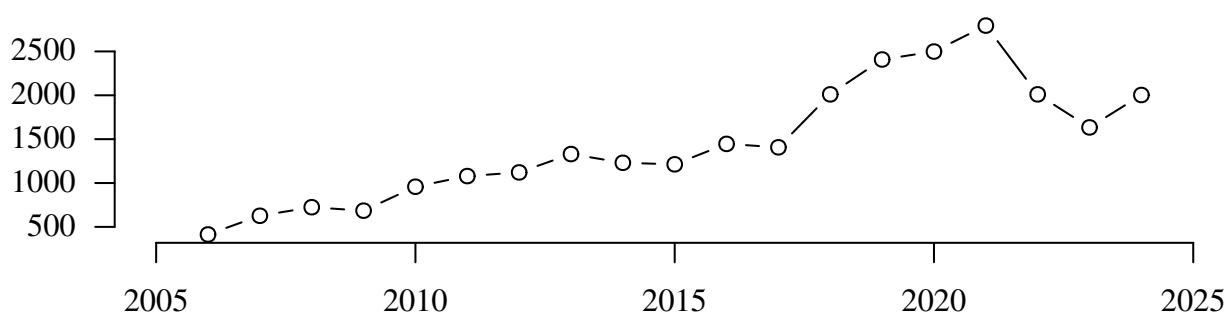


Рис. 2.14 – Обсяг виданих кредитів за 2006-2024 рр, по корпоративному сектору, Україна, млрд грн

Джерело: дані - НБУ, оброблено і систематизовано нами

```

> summary(lm(loans$year~loans$rate_corp))

Call:
lm(formula = loans$year ~ loans$rate_corp)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-6.6226 -3.2618 -0.0201  2.3674  8.3646

Coefficients:
              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)   2024.2308     2.9815  678.925  < 2e-16 ***
loans$rate_corp   -0.5678     0.1719  -3.302  0.00421 **
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 4.52 on 17 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.3908, Adjusted R-squared:  0.3549
F-statistic: 10.9 on 1 and 17 DF, p-value: 0.004211

```

Рис. 2.15 – Регресійний аналіз динаміки ставки за кредитами, наданими корпоративному сектору (протокол роботи R)

міці, ставка відсотку в періоді 2023-2024 рр дещо знизилась, що можна розглядати як сприятливу, позитивну ознаку.

Також нами було проаналізовано динаміку кредитування по домогосподарствах. Графік обсягів кредитування наведено на рис. 2.17. Для домогосподарств характерним є стале нарощування обсягів кредитування в період, починаючи із 2016 р. При цьому частину досліджуваного періоду, що тривала з 2009 до 2016 потужних рухів не відбувалось. Разом із тим, заслуговує на увагу зниження обсягів кредитування у 2022 р. Це зниження слід пов'язувати із ескалацією росіянами своєї агресії до рівня повномасштабної війни. Проте, вже починаючи з наступного року, нарощування обсягів кредитування домогосподарств відновилось. Проте в цьому випадку таке нарощування обсягів кредитування має скоріше тлумачитись як тривожна ознака, яка свідчить про недостатній рівень забезпечення домогосподарств доходами у складних умовах воєнних дій та відповідних ним ризиків і загроз.

Ситуація, яка характеризує динаміку ставки відсотку за кредитами фізичних осіб відображається на рис. 2.18. В першу чергу, слід зазначити наявність вира-

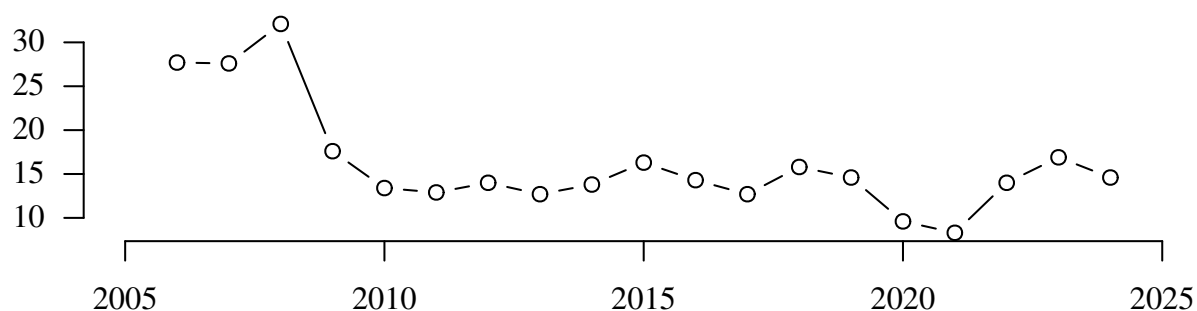


Рис. 2.16 – Середня ставка за виданими кредитами за 2006-2024 рр, по корпоративному сектору, Україна, %

Джерело: дані - НБУ, оброблено і систематизовано нами

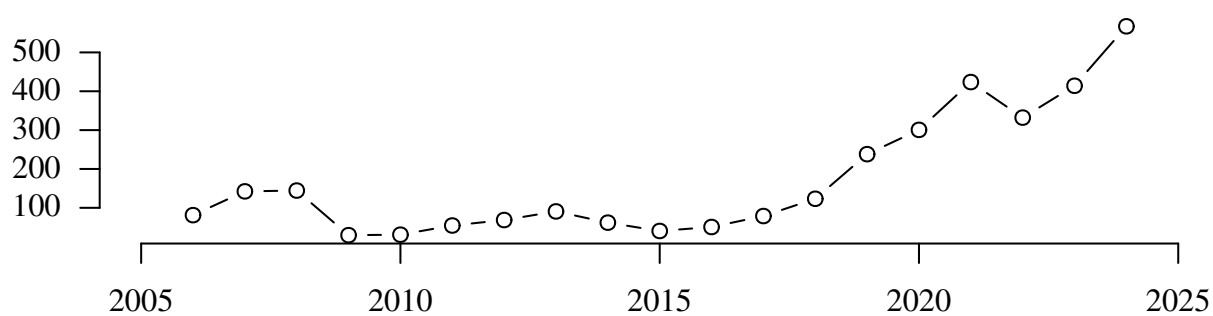


Рис. 2.17 – Обсяг виданих кредитів за 2006-2024 рр, по домогосподарствам, Україна, млрд грн

Джерело: дані - НБУ, оброблено і систематизовано нами

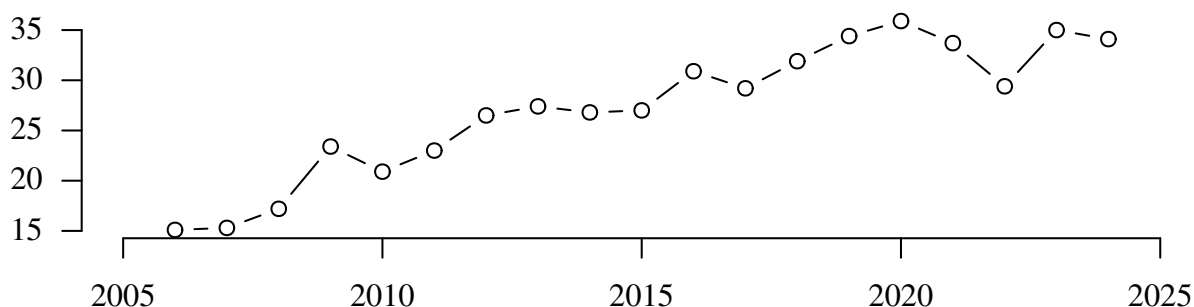


Рис. 2.18 – Середня ставка за виданими кредитами за 2006-2024 рр, по домогосподарствам, Україна, %

Джерело: дані - НБУ, оброблено і систематизовано нами

женої тенденції до зростання ставки кредитування. У порівнянні із нарощуванням обсягів кредитування домогосподарств такий стан речей може свідчити про наявність настільки значного попиту на кредити у домогосподарств, що навіть стале зростання ставки відсотку не може значно його стримувати. Протягом досліджуваного періоду середня ставка кредитування домогосподарств зросла із 15% до майже 36%. Тобто, більше ніж удвічі. При цьому, середні ставки кредитування корпоративного сектору перебувають в межах 8% - 32%. А величина середньої ставки в цілому по економіці перебувала в межах 12% - 18%. Тобто, корпоративний сектор, в якому перебувають підприємства кредитується за ставками, меншими за кредитні ставки домогосподарств. Частково це можна пояснити через заборону валютного кредитування для фізичних осіб. Разом із тим, ситуація із залученням кредитних коштів в останні роки періоду дослідження залишається значно кращою за домогосподарства. І, в середньому, їх кредитна ставка залишається меншою у 2-3 рази нижчою за цей показник по домогосподарствах (рис. 2.16, 2.18).

Загальна ситуація із обсягами наданого кредитування та відповідними ставками відсотку показана на рис. 2.19 та рис. 2.20.



Рис. 2.19 – Обсяг виданих кредитів за 2006-2024 рр, по економіці в цілому, Україна, млрд грн

Джерело: дані - НБУ, оброблено і систематизовано нами

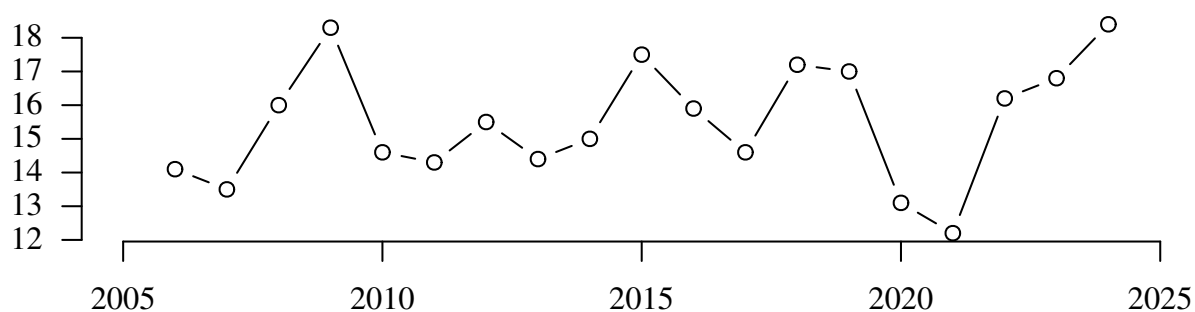


Рис. 2.20 – Середня ставка за виданими кредитами за 2006-2024 рр, по економіці в цілому, Україна, %

Джерело: дані - НБУ, оброблено і систематизовано нами

Порівняння між собою даних графіків та кореляційний аналіз підтверджує більш потужний вплив корпоративного сектору на загальну ситуацію. Це пояснюється його більшою питомою вагою в загальному обсязі виданих кредитів. При цьому значно вищий рівень ставки відсотку для домогосподарств потребує додаткового аналізу і пошуку причин. Оскільки це може бути пов'язане не лише з підвищеним рівнем кредитних ризиків але і з дискримінаційною кредитною політикою по відношенню до домогосподарств. Разом із тим, по відношенню до корпоративного сектору такий стан справ є сприятливим і надає підприємствам додаткові можливості щодо фінансування потреб розвитку за допомогою кредитних механізмів.

Завданням наступного етапу є аналіз стану та динаміки ринку боргових цінних паперів. Для проведення цього аналізу нами було використані дані НБУ та ПФТС. Показниками, обраними для аналізу стали обсяг заборгованості, опосередкованої цінними паперами та чистий випуск боргових цінних паперів за період, обчислений за методологією МВФ. Особливістю даної методології є допущення від'ємних значень показника, що стає можливим через врахування в даному показнику курсових різниць та результатів інших переоцінок.

Отже, згідно з даними, наведеними на графіку (рис. 2.21) маємо наступну ситуацію. З початку досліджуваного періоду (ця вибірка є коротшою за попередню через недоступність даних, що передують 2010 р.) величина опосередкованої цінними паперами заборгованості зросла практично удев'ятеро, із 0.3 трлн грн до понад 2.7 трлн грн. Головною характеристикою динаміки є стає стабільне зростання. Разом із цим, його темпи не були постійними. Також в періоді 2018-2019 рр відмічається незначне зниження. Це єдине зниження по даній вибірці протягом всього досліджуваного періоду. В цілому така картина позитивно характеризує динаміку розвитку ринку цінних паперів. Разом із тим, в ці цифри включено фінансовий сектор. Який може користуватись інструментами, заснованими на цінних паперах не стільки для фінансування потреб розвитку, скільки для опосередкування своїх транзакцій та виконання операцій з клієнтами. Також слід зазначити, що на графіку представлений сукупний обсяг заборгованості.

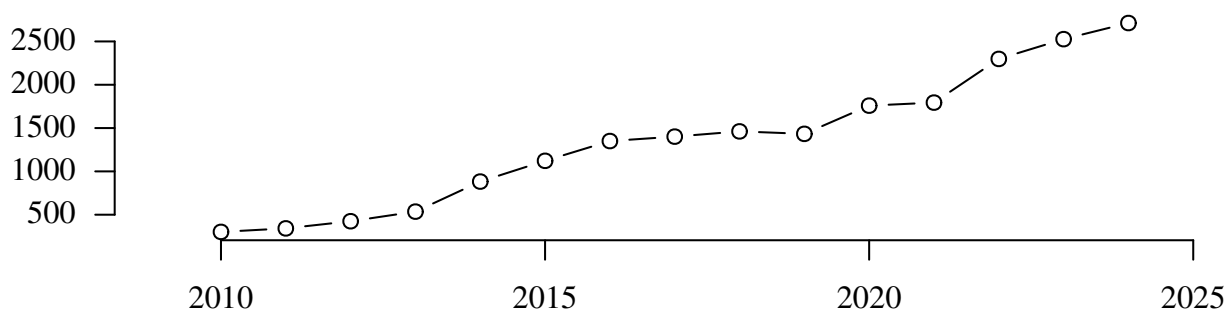


Рис. 2.21 – Обсяг заборгованості, опосередкованої цінними паперами за 2010-2024 рр, по економіці в цілому, Україна, млрд грн

Джерело: дані - НБУ, оброблено і систематизовано нами

Динаміка нової заборгованості, опосередкованої цінними паперами відображена на наступному графіку (рис. 2.22). І на цьому графіку динаміка не є такою оптимістичною. Зокрема, маємо нестабільну динаміку показника обсягу. Так, період 2010-2011 рр характеризується негативною динамікою, далі йде період 2011-2014 рр, протягом якого є помітне зростання. 2014-2015 рр показав негативну динаміку, яка у часі збіглась із початком російської збройної агресії та окупації частини території. Наслідками початку агресії стала втрата значної частини економічного та фінансового потенціалу, що могло спричинити негативну динаміку даного показника. Період 2015-2016 рр показав позитивну динаміку, яка була практично повністю втрачена у наступні 2016-2019 рр. 2020 р. показав стрімке зростання, яке було повністю втрачено в наступному 2021 р. Період з 2021 по 2022 рр знову продемонстрував потужне зростання. Втім, переростання російської воєнної агресії у повномасштабний вимір спричинив сталу негативну динаміку даного показника, яка спостерігається і досі.

За підсумками регресійного аналізу показника річної динаміки заборгованості (протокол наводиться на рис. 2.23), опосередкованої цінними паперами, маємо слабкий позитивний тренд. Коефіцієнт детермінації складає 0.1401, що відповідає

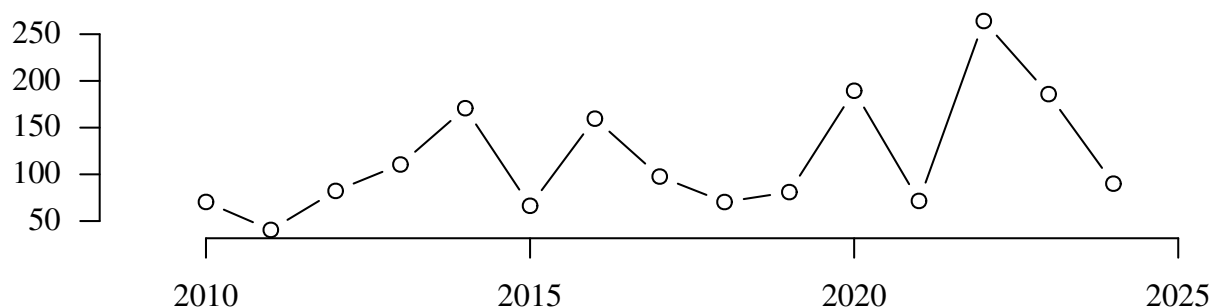


Рис. 2.22 – Обсяг нової заборгованості, опосередкованої цінними паперами за 2010-2024 рр, по економіці в цілому, Україна, млрд грн

Джерело: дані - НБУ, оброблено і систематизовано нами

коефіцієнту кореляції 0.45.

Також для даного дослідження особливий інтерес має статистика динаміки обсягу показника заборгованості, опосередкованої цінними паперами в розрізі корпоративного сектору за виключенням його фінансового сегменту. Ці дані містяться на наступному графіку (2.24).

Аналіз графіку дає нам наступні характеристики. Максимальне значення показнику заборгованості відмічено у 2013-2014 рр на рівні приблизно 109 млрд грн. Проте в наступному маємо стрімке падіння, яке тривало в період 2014-2017 рр із стабілізацією на мінімальних значеннях на рівні до 70 млрд грн. Період 2017-2019 рр був відносно стабільним із наступним зростанням. Зростання тривало в періоді 2019-2021 рр і обсяг даної заборгованості майже відновився до рівня 2014 р. Проте 2022 р. ознаменувався черговим падінням обсягів даного показника і надалі, у 2023-2025 рр величина даного показника майже стабілізувалась із незначною тенденцією до зниження. Характерними збігами є 2019 та 2022 роки, коли відмічається зміна висхідного тренду на негативну динаміку. Ці роки збігаються із етапами російської військової агресії та окупації частини територій України. В даному контексті

```

Call:
lm(formula = ds$new_total ~ ds$year)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-70625 -43370 -3031  40328 115984

Coefficients:
              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) -12549247    6993182  -1.794   0.0960 .
ds$year         6280         3467   1.811   0.0933 .
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 58020 on 13 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.2015, Adjusted R-squared:  0.1401
F-statistic:  3.28 on 1 and 13 DF,  p-value: 0.09327

```

Рис. 2.23 – Регресійний аналіз динаміки нової заборгованості, опосередкованої цінними паперами (протокол R)

заслужовує на увагу той факт, що перший етап російської агресії виявився більш руйнівним для зростання ринку борговий корпоративних цінних паперів України, ніж перехід до фази повномасштабної воєнної агресії. Причин такого явища може бути декілька. Це, зокрема, укріплення та стабілізація ринку боргових корпоративних цінних паперів. А також - його нерозвинений стан, через що можливості падіння є обмеженими. З іншого боку це означає нагромадження потенціалу для активізації даного сегменту фінансового ринку та його потужного зростання. При цьому досвід таких країн, як Ізраїль, Республіка Китай (також відома під назвою Тайвань), Лаос, Південна Корея підтверджує можливість успішного фінансового та економічного зростання навіть за умов постійної загрози воєнної агресії. Про це, зокрема, зазначає В. Жар [117] (щодо Ізраїлю, Республіки Китай та Південної Кореї). Takahiro Yamada та Hitouki Yamada підтверджують це щодо Лаосу та В'єтнаму [118]. Тому висновок про наявність потенціалу для фінансового зростання та можливість його реалізації в Україні навіть в умовах воєнної агресії можна вважати обґрунтованим. Разом із тим, реалізація даного потенціалу потребує розробки та впровадження відповідних заходів.

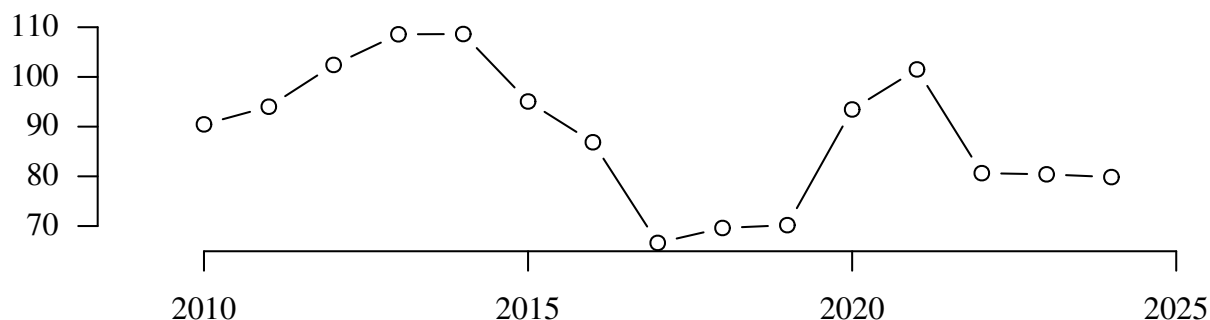


Рис. 2.24 – Обсяг заборгованості, опосередкованої цінними паперами за 2010-2024 рр, нефінансові корпорації, Україна, млрд грн

Джерело: дані - НБУ, оброблено і систематизовано нами

Доповненням до попереднього етапу аналізу є дослідження чистого приросту заборгованості, опосередкованої цінними паперами в корпоративному секторі. Динаміка даного показника міститься на рис. 2.25. З графіка видно, що даний показник має нерівномірну динаміку. При цьому, за окремі роки його значення є негативними. При цьому, середнє значення приросту заборгованості, опосередкованої цінними паперами в корпоративному секторі становить від’ємне значення (рис. 2.26).

Дані регресійного аналізу свідчать про відсутність кореляційного зв’язку. Це дає підстави для висновку про відсутність помітного тренду. Загалом рівняння регресії має негативний коефіцієнт, що свідчить про схильність до зниження значень даного показника із часом. Тому логічним буде висновок про те, що в корпоративному сегменті відбуваються події, які чинять негативний вплив на поширення боргових цінних паперів у частині корпоративного сегменту, представленого нефінансовими корпораціями. Це може свідчити про несприятливі інституційні умови або про певну дискримінацію нефінансового сегменту і наявні переваги у фінансовій частині корпоративного сегменту. Зокрема, такими перевагами можуть бути більш високий професійний рівень профільних фахівців. Адже представники фінансового

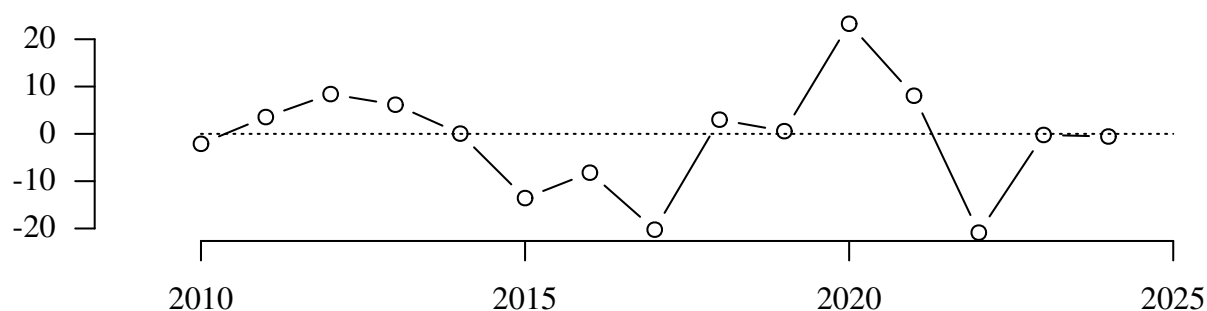


Рис. 2.25 – Обсяг нової заборгованості, опосередкованої цінними паперами за 2010-2024 рр, нефінансові корпорації, Україна, млрд грн

Джерело: дані - НБУ, оброблено і систематизовано нами

Min.	1st Qu.	Median	Mean	3rd Qu.	Max.
-20873.0	-5153.0	54.0	-847.3	4857.0	23273.0

Call:

```
lm(formula = ds$new_corps ~ ds$year)
```

Residuals:

Min	1Q	Median	3Q	Max
-19399	-4900	1505	5206	24566

Coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	298626.7	1427063.6	0.209	0.837
ds\$year	-148.5	707.5	-0.210	0.837

Residual standard error: 11840 on 13 degrees of freedom

Multiple R-squared: 0.003376, Adjusted R-squared: -0.07329

F-statistic: 0.04404 on 1 and 13 DF, p-value: 0.837

Рис. 2.26 – Статистична характеристика та регресійний аналіз динамічного ряду нової заборгованості, опосередкованої цінними паперами, нефінансові корпорації, за 2010-2024 рр (протокол R)

сектору професійно працюють із цінними паперами, в тому числі борговими. Також можуть мати вплив особливості законодавства. Але ці обидві причини потребують додаткового дослідження.

В підсумку також слід зазначити, що фактичний обсяг сегменту фінансового ринку, представленого борговими цінними паперами наразі за нашими оцінками становить приблизно 3 трлн грн. З них за рахунок нефінансових корпорацій формується приблизно 1 трлн грн решта - 2 трлн формується за рахунок фінансових корпорацій. Цей сегмент фінансового ринку, як показують статистичні дані, має значний потенціал зростання і несе значні перспективи для підприємств в аспекті залучення ресурсів для фінансування потреб розвитку. Але цей потенціал значною мірою стримується через негативний вплив російської збройної агресії та її наслідків.

2.3. Інвестиційні фінансові інструменти

Наступним важливим напрямком роботи по залученню ресурсів для потреб забезпечення сталого розвитку підприємства є робота з інвестиційними фінансовими інструментами. Принциповою відмінністю інвестиційних та боргових фінансових інструментів є їх розмежування в аспекті питань повернення та впливу на управління діяльністю підприємства. Інвестиційні фінансові інструменти, на відміну від боргових, мають більш виражений довгостроковий характер та є менш визначеними в плані дохідності. Зокрема, якщо боргові інструменти зазвичай мають заздалегідь визначені строки погашення та ставки дохідності (наприклад, облігація), то для інвестиційних інструментів це не є типовим (наприклад, акція). Інвестиційні інструменти емітуються на невизначений період та можуть надавати право участі в управлінні суб'єктом, що їх емітував. Зокрема, таке право в Україні передбачають акції акціонерних товариств [60].

На доповнення до права участі в управлінні акціонерним товариством, акціонери приймають участь у розподілі отриманого прибутку. При цьому, за звичайними

акціями, на відміну від боргових інструментів, очікуваний розмір дивідендів залежить від величини отриманого прибутку і не є відомим заздалегідь. Проте за привілейованими акціями розмір дивідендів може бути заздалегідь встановленим і гарантуватись навіть за умов, коли фінансовий результат роботи акціонерного товариства не досяг очікуваної величини. При цьому власники привілейованих акцій мають гарантовані дивіденди але не мають права участі в управлінні таким товариством.

Що стосується тривалості та платності інвестиційної операції, то тут також є суттєві відмінності у порівнянні із борговими інструментами. Зокрема, кошти, залучені за допомогою боргових інструментів мають строковий характер та заздалегідь визначену ставку відсотку. За окремими видами боргових зобов'язань також використовують дисконти та премії. По інвестиційним інструментам ситуація кардинально відрізняється. Як щодо принципу терміновості, так і щодо принципу платності. Інвестиційні інструменти, фактично є безтерміновими. Тобто, не мають заздалегідь визначеного терміну дії. При цьому вихід із інвестиції здійснюється шляхом її продажу. Це може бути продаж третім особам (в тому числі - акціонерам) та зворотний викуп емітентом.

Щодо рівня дохідності, то якщо за борговими інструментами він, зазвичай, визначається під час підготовки емісії відповідного боргового інструменту, в інвестиційних інструментах, як вже було зазначено вище, дохідність залежить від фінансових результатів, які будуть досягнені об'єктом інвестицій. Це додає інвестиційним інструментам більше ризику. Тобто, їх дохідність для інвесторів може бути як нижчою, так і вищою за очікуваний рівень. Дещо простішою є ситуація із привілейованими акціями, про що вже було зазначено.

Для підприємства використання інвестиційних інструментів залучень фінансових ресурсів пов'язане із наступними особливостями.

По-перше, такі залучення є умовно "безкоштовними". Тобто, відсоткові платежі, на відміну від боргових інструментів тут відсутні. Але натомість підприємство втрачає частину прибутку. Ця частина прибутку може бути заздалегідь зафіксованою та відомою. Як, наприклад, для привілейованих акцій. Або бути пропорційною

розміру участі власника інвестиційного інструменту та частині прибутку, що спрямовується на сплату дивідендів. При цьому такі платежі здійснюються протягом всього строку, поки даний інструмент перебуває у власності інвестора. Тобто, вони не обмежуються певним часом на відміну від боргових інструментів.

Також слід зазначити про різний характер ризиків, які виникають при залученні фінансових ресурсів з використанням інвестиційних інструментів у порівнянні із борговими. На відміну від боргових інструментів, інвестиційні несуть більший ризик втрати контролю за підприємством. Так, якщо при використанні боргових інструментів, їх власник не отримує жодних прав участі в управлінні, власник інвестиційного фінансового інструменту може отримати такі права. І при певному рівні концентрації інвестиційних інструментів у одного власника або узгоджених дій різних власників, загроза втрати контролю за підприємством може стати цілком реальною. При використанні боргових інструментів така загроза виникає лише в разі, коли у підприємства виникають проблеми із своєчасністю та повнотою виконання своїх зобов'язань за таким інструментом.

Ринок інвестиційних фінансових інструментів і відповідні фінансово - економічні механізми залишаються в Україні наразі нерозвиненими належною мірою. З одного боку, це стримує розвиток підприємництва. А з іншого - формує потужний потенціал для вибухового розвитку підприємницької активності в разі формування для цього сприятливих умов.

Також це підтверджується і аналітичними даними. Зокрема, для характеристики даного сегменту фінансового ринку було обрано показники, надані ПФТС, а саме - індекс ПФТС. Згідно з інформацією, оприлюдненою на офіційному сайті ПФТС [119], зазначений індекс є фундаментальним показником розвитку національного ринку цінних паперів України. Також там зазначається, що цей індекс здобув визнання як на внутрішньому, так і на міжнародному рівнях. Розрахунок індексу здійснюється на базі цінових показників найбільш ліквідних акцій, що котируються на Фондовій біржі ПФТС, починаючи з 1 жовтня 1997 року.

За своєю сутністю, індекс ПФТС є ціновим індикатором, значення якого ви-

значається за зваженою методикою на основі обсягу емісії, що перебуває у вільному обігу (free float). Концепція “free float” передбачає наявність акцій (певної частини емісії), які є реально доступними для торгівлі широкому колу інвесторів. Такий підхід забезпечує репрезентативність індексу.

Процес формування складу акцій, що входять до бази розрахунку індексу, здійснюється з числа цінних паперів, які включені до офіційного Біржового списку ПФТС. Відбір відбувається на підставі комплексного аналізу кількісних та якісних критеріїв, зокрема: показників ринкової капіталізації емітентів, обсягів торгових операцій, загальної кількості укладених угод, а також інших релевантних чинників, які безпосередньо впливають на ліквідність відповідних акцій на ринку.

Регламентація процедури розрахунку індексу ПФТС провадиться на основі чітко визначених нормативних документів. Зокрема, це “Правила розрахунку індексу ПФТС” та “Положення про індексну комісію ПФТС”, що гарантує прозорість та об’єктивність його формування.

В нашому розпорядженні є дані НБУ та ПФТС [112] щодо значень цього індексу, починаючи з 2006 р. (рис. 2.27). Додатково нами було проведено регресійний аналіз даного індексу, щоб ідентифікувати тенденції його змін (рис. 2.28).

Отже, що стосується загальної характеристики, то даний індекс не має яскраво вираженої потужної тенденції. Разом із тим, в цілому, в досліджуваному періоді тенденція динаміки є негативною. Коефіцієнт регресії при цьому склав 0.009, що не характеризує даний зв’язок як щільний. Також це видно і безпосередньо із графіку. Тут можна нарахувати декілька фаз. Спочатку дані характеризуються значними коливаннями (умовно - перша фаза), в наступному розмах коливань зменшується (друга фаза) і стабілізується на рівні дещо нижчому від середнього по даній вибірці (третя фаза).

Особливістю даного сегменту фінансового ринку є відсутність потужних рухів у 2014 та 2022 рр. Втім, період 2014-2015 рр характеризується помітним певним зниженням індексу. У 2015-2018 рр відбувається незначне зростання майже до середнього по вибірці рівня і з 2018 р величина індексу залишається відносно стабільною.

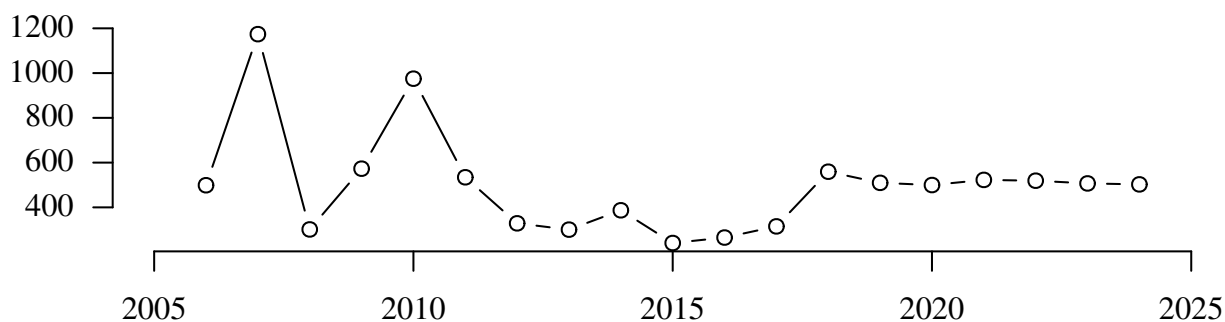


Рис. 2.27 – Динаміка індексу ПФТС 2006-2024 рр, Україна

Джерело: дані - НБУ, оброблено і систематизовано нами

```
Call:
lm(formula = pfts$idx ~ pfts$year)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-272.45 -184.10   9.49   89.89  589.71

Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) 21548.451  19492.795   1.105   0.284
pfts$year    -10.446    9.674   -1.080   0.295

Residual standard error: 231 on 17 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.06418, Adjusted R-squared:  0.009133
F-statistic: 1.166 on 1 and 17 DF, p-value: 0.2953
```

Рис. 2.28 – Регресійний аналіз динаміки індексу ПФТС за 2006-2024 рр (протокол R)

На основі динаміки індексу ПФТС можна зробити висновок, що акції як фінансовий інструмент, який може бути використаний для фінансування потреб сталого розвитку підприємства має значний потенціал для свого розвитку. Судячи з того, що в період 2022-2023 рр на ринку акцій не відмічено потужних негативних рухів, даний ринковий сегмент фактично знаходиться на нижній межі. А його розвиток настільки потужно стримується несприятливим середовищем, що навіть такі потужні негативні фактори як повномасштабна воєнна агресія залишились для даного ринкового сегменту непомітними.

З одного боку це характеризує середовище, в якому доводиться функціонувати сегменту фінансового ринку, пов'язаного із обслуговуванням руху акцій, як вкрай несприятливе. З іншого - така ситуація формує надзвичайно потужний резерв для розвитку підприємницької активності та фінансового ринку, коли внутрішні проблеми із несприятливим середовищем будуть вирішені. Раніше в роботі (с. 94) ми посилались на джерела [117, 118], які підтверджують можливість розвитку та фінансового зростання навіть за таких стресових умов, як воєнні дії. То ж розробка та впровадження комплексу дій, спрямованих на формування сприятливого бізнесового середовища може та має здійснюватись за будь-яких умов. Очікування завершення військових дій є для цього не лише недоцільним, але таким, що стримує розвиток та фінансове зростання, залишає підприємницькі ініціативи без фінансування, руйнує соціально-економічний та експортний потенціал.

2.4. Інноваційні цифрові інструменти (віртуальні активи) та їх використання підприємствами

Дослідження стану використання інноваційних фінансових інструментів українськими підприємствами та іншими представниками корпоративного сектору на сучасному етапі є надзвичайно складним завданням. Це пов'язано із комплексом причин. Основною з них є суперечливий стан законодавства України щодо віртуаль-

них активів. Зокрема, станом на червень 2025 року закон України “Про віртуальні активи” [51] так і не вступив в дію, хоча був прийнятий ще у лютому 2022 р. Умовою набрання сили даним законом є внесення змін, пов’язаних із особливостями оподаткування операцій із віртуальними активами до податкового законодавства. Це, зокрема передбачено п.1 розділу VI “Прикінцеві положення” зазначеного закону [51]. Проте, протягом понад трьох років зазначені зміни так і не були прийняті. А отже, статус криптовалютних активів для суб’єктів господарської діяльності залишається невизначеним. Такий стан речей означає для корпоративного сектору додаткові ризики при роботі з криптовалютами інструментами та віртуальними активами в більш широкому розумінні.

В цьому контексті можна провести аналогію із розвитком подій, що передували визнанню в Україні цифрового підпису. Коли законодавці всупереч досягненням науково-технічного прогресу, потребам бізнесу і суспільства ігнорували завдання нормативного врегулювання комплексу питань, що виникають у зв’язку із використанням цифрового підпису. Зокрема, правове регулювання електронного підпису було в Україні відсутнє до 2003 р., як повідомляє І. Верес [120]. І врегулювання відносин при використанні їх учасниками електронних підписів здійснювалось на підставі договорів. Наприклад, такий підхід використовувався банками при впровадженні систем дистанційного банківського обслуговування. Основою для реалізації такого підходу на практиці являвся імператив правової держави, де “все що не заборонено – дозволяється”. Але практичне використання цього імперативу має поділятися також і державними органами, що реалізують судову і фіскальну функції. Особливо в тому, що стосується фінансових інструментів. Адже якщо розбіжності в тому, чи слід визнавати електронний підпис за відсутності його врегулювання на нормативному рівні, як показала практика, можна врегулювати на договірній основі. То, наприклад, питання визнання доходів від володіння або операцій із фінансовими інструментами не завжди є однозначними навіть для традиційних фінансових інструментів. Які врегульовані і Господарським кодексом, і Стандартами обліку, і низкою інших нормативних документів. Тому, хоча операції із криптовалютами інструментами

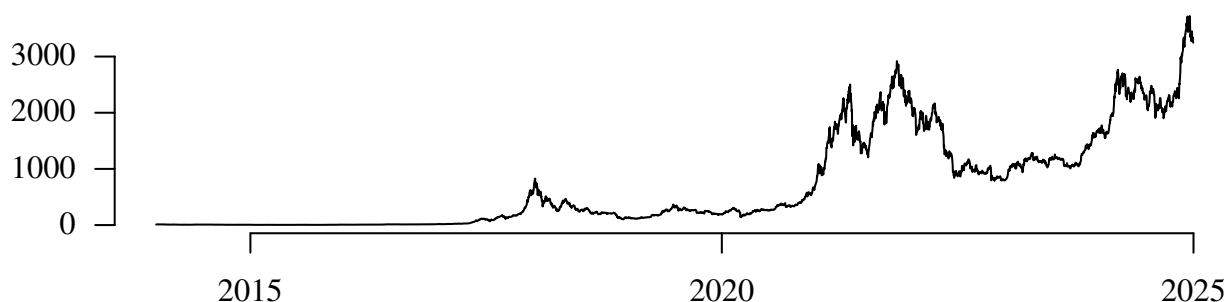


Рис. 2.29 – Динаміка капіталізації глобального криптовалютного ринку 2013-2024 рр, млрд дол.

Джерело: CoinMarketCap [121] оброблено і систематизовано нами

та іншими фінансовими інструментами, побудованими на основі таких технологій означають для суб'єкта корпоративних відносин підвищені ризики. Але при цьому такі інструменти не є формально забороненими. Таким чином, вони наразі потрапляють у своєрідну сіру зону. При цьому в країнах ЄС і не лише – такі операції не лише є законними для корпоративного сектору, але й активно використовуються підприємствами.

Що стосується України, то мінімальні ризики для корпоративного сектору несе використання криптовалютних інструментів, пов'язане із виконанням завдань технічного та технологічного характеру. Наприклад - облік об'єктів активів і зобов'язань, ведення реєстрів, забезпечення прозорості та незмінності фінансової інформації, токенизація активів тощо.

Разом із тим, оцінка капіталізації глобального криптовалютного ринку (рис. 2.29) свідчить про наявність значних резервів для фінансування потреб сталого розвитку підприємств, які залишаються невикористаними. А глобальний характер криптовалютного ринку робить цей потенціал надзвичайно потужним.

Як видно з графіка, капіталізація криптовалютного ринку в досліджуваному

```

Call:
lm(formula = USD_total_market_cap ~ n, data = data)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-712.3 -416.9 -79.9  311.9 1836.8

Coefficients:
              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) -4.919e+02  1.541e+01  -31.91  <2e-16 ***
n             5.938e-01  6.646e-03   89.36  <2e-16 ***
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 488.2 on 4014 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.6655, Adjusted R-squared:  0.6654
F-statistic: 7984 on 1 and 4014 DF, p-value: < 2.2e-16

```

Рис. 2.30 – Регресійний аналіз динаміки капіталізації глобального ринку криптовалют за 2013-2024 рр (протокол R)

періоді постійно збільшується. При регресійному аналізі було виявлено потужний лінійний тренд. Коефіцієнт детермінації R^2 склав 0.6654, що відповідає коефіцієнту кореляції 0.82. І це характеризує значну потужність висхідного тренду. Протокол роботи програми наведено на рис. 2.30.

Як свідчать наведені дані, капіталізація ринку криптовалют доволі стабільно зростає. На кінець досліджуваного періоду (31.12.2024) глобальна капіталізація ринку криптовалют становила 3248 млрд дол. США [121]. При цьому, в аналогічному періоді капіталізація криптовалютного ринку України становила 106,1 млрд дол. США (за оцінкою Chainanalysis [122]). У відсотках до глобального рівня це становить приблизно 3,27% загального обсягу.

Зважаючи на те, що згідно даних Chainanalysis [122] Україна входить у світовий ТОП-7 країн, що користуються криптовалютою, можна зробити обґрунтоване припущення щодо того, що питома вага українського криптовалютного ринку у його глобальній оцінці в найближчій перспективі залишиться незмінною. А формування сприятливого нормативного середовища навіть сприятиме її зростанню. Причиною такого зростання є спрощення роботи підприємств та інших суб'єктів корпоративно-

го сектору із криптовалютою та іншими віртуальними активами. А також зменшення ризиків, пов'язаних із використанням криптовалютних та інших інструментів на їх основі.

Якщо порівняти за обсягом величину криптовалютного ринку в Україні та порівняти її із обсягом прямих іноземних інвестицій у 2024 році, отримаємо таку ситуацію. За даними НБУ [112] у 2024 р. в Україну надійшло прямих інвестицій на суму 3551 млн дол. США. Обсяг капіталізації криптовалютного ринку України за цей же період склав 106,1 млрд дол. США. Тобто, в розпорядженні резидентів України знаходиться сума криптовалютних активів, яка перевищує обсяг надходження іноземних інвестицій майже в 30 разів. І цей фінансовий потенціал залишається невикористаним.

Щодо прикладів успішного використання криптовалютних інструментів та віртуальних активів як таких, як вже зазначалось, їх впровадження та широке використання на сучасному етапі стримується несприятливим нормативним середовищем та високим рівнем ризиків, пов'язаним із використанням таких інструментів.

При цьому для корпоративного сектору залишаються доступними такі напрямки, як розробка фінансових технологій та інструментів, орієнтованих на ринки більш сприйнятливих до фінансових інновацій країн. Іншими можливими напрямками використання інноваційних фінансових інструментів є такі:

- використання віртуального активу в якості платіжного засобу;
- використання віртуального активу як інвестиційного інструменту;
- токенизація традиційних активів та/або інструментів;
- використання блокчейн технологій в системах моніторингу транзакцій;
- використання блокчейн технологій в системах моніторингу логістики;
- використання блокчейн технологій в системах управління клієнтами (CRM);
- використання технології смарт контрактів для автоматизації виконання фінансових угод;
- використання технологій децентралізованих фінансів для організації розрахунків та клірингу.

Разом із тим, пошук актуальної та достовірної інформації про стан справ за зазначеними вище напрямками значно ускладнений через низку причин. Насамперед, це несприятливе нормативне та підприємницьке середовище. Зокрема, Закон України “Про віртуальні активи” [51] хоча і було прийнято ще у 2022 р., станом на серпень 2025 р. чинності так і не набув через бездіяльність в цьому напрямку податківців, від яких напряду залежить набуття чинності зазначеним законом. Також не завжди передбачуваною є позиція податківців не лише щодо оподаткування операцій, пов’язаних із криптовалютами та іншими інноваційними інструментами, які ще не знайшли свого прямого відображення у нормативних документах, але й самої можливості їх законного здійснення. Адже згідно закладеного у Конституцію України [123] принципу верховенства права, все, що законом не заборонено є дозволенним. Але на практиці це створює у підприємців додаткові ризики і переміщує їх у так звану “сіру” зону. Тобто, через відсутність явної заборони, фінансові операції, пов’язані із використанням інструментів на основі криптовалютих технологій та віртуальних активів формально є дозволеними. Але при цьому виникають значні ризики пов’язані із недружніми діями податкових органів, органів державного фінансового моніторингу та інших державних органів, яким надано контрольні функції. Адже за відсутності однозначного врегулювання ситуацій, які виникають у зв’язку із використанням інноваційних фінансових інструментів можуть виникати різні тлумачення щодо законності таких операцій та їх податкових наслідків. Тим більше, що практика заперечення поширення дії положень Конституції України на юридичних осіб є підтвердженим фактом [124, 125]. Таким чином, підприємства, що користуються у своїй діяльності інноваційними фінансовими інструментами, які не мають усталеного нормативного регулювання потрапляють до зони підвищеного ризику. Цей ризик пов’язаний із застосуванням до підприємства фінансових санкцій. А до його керівників - адміністративної або кримінальної відповідальності. Хоча це і суперечить базовим принципам правової держави. Адже відсутність закону не може бути підставою для заборони відповідної діяльності.

Такий стан речей своїм наслідком має вихід активного бізнесу із України в

інші юрисдикції, де бізнес-середовище є менш токсичним або навіть комфортним для ведення підприємницької діяльності. При цьому частина бізнесу або його окремі проекти можуть бути локалізованими в Україні. Це дозволяє уникати системного ризику та локалізувати ризики в прийнятних межах, структуруючи їх на проектній основі або через винесення в окремі структурні одиниці.

Прикладом такого виходу є венчурна компанія TA Ventures, керована Вікторією Тігіпко із офісами на Кайманових Островах, Кіпрі, Швейцарії та Німеччині [126]. За даними компанії протягом 15 років діяльності було проінвестовано 242 бізнес проекти із загальним обсягом залученого фінансування у 3.24 млрд дол. При цьому капіталізація 16 компаній у інвестиційному венчурному портфелі перевищила 1 млрд дол. Головним напрямком венчурного інвестування є проект розробки програмного забезпечення та технологій, пов'язаних із розвитком біотехнологій, фінтеху та ін. Також TA Ventures активно інвестує у проекти WEB3, DeFi, DAO та NFT [127]. Але для того, щоб більш повно реалізувати інвестиційний потенціал даних напрямків, потрібні зміни регулятивного середовища, спрямовані на визнання криптовалютних та інших інноваційних інструментів для їх легального використання підприємствами та іншими суб'єктами господарської діяльності.

Іншим прикладом є компанія Bitfury. Не дивлячись навіть на те, що дана компанія приймає активну участь у створенні та розвитку платформи українського електронного уряду (за повідомленням видання “Електронна правда” [128]), юрисдикція її реєстрації знаходиться в Нідерландах. Профілем роботи компанії є розвиток екосистеми Web 3.0, блокчейну та пов'язаних із цим проектів.

Ще одним прикладом успішного виходу із токсичного бізнес середовища є започаткована в Україні (за її власними даними [129]) компанія Hacken OÜ. Зараз Hacken OÜ працює в юрисдикції Естонії. Головним напрямком роботи компанії є безпека і аудит в галузі криптографічних та криптовалютних рішень. Серед її клієнтів є зокрема, банк ПУМБ, DEX сервіс 1inch, криптовалютні біржі Binance, ByBit, OKX та інші.

Повномасштабна фаза російської збройної агресії призупинила активну роботу

в напрямку імплементації блокчейн технологій у звичній фінансовій екосистемі. Це підтверджує активність в цьому напрямку окремих банківських установ напередодні збільшення масштабів російської агресії. Зокрема, банком “Таскомбанк” у співпраці із фінтех компанією “Bitt” було запущено пілотний проект на основі блокчейн технологій. В рамках даного проекту передбачалось дослідження потенціалу криптовалютних інструментів на платформі Stellar у фінансовій галузі в Україні [130].

В контексті банківського сегменту фінансової галузі на увагу заслуговує спільний проект банку “Unex Bank”, міжнародної платіжної системи MasterCard та фінтех компанії Weld Money. В колаборації вони запустили проект платіжної картки, за допомогою якої можна розраховуватись криптовалютою [131]. Насправді, розрахунки в господарському обороті в Україні із використанням інших валют окрім гривні заборонені. Тому ідеєю даного проекту є миттєва конвертація відповідних активів криптогаманця у валюту розрахунку країни перебування. Зокрема, в Україні це гривня. І подальший розрахунок вже з використанням місцевої валюти. У такий спосіб забезпечується легальність транзакції. Щодо актуальності даного підходу для підприємств - то для надавачів відповідних фінансових послуг це є можливістю охоплення нового ринкового сегменту. Для підприємств традиційних напрямків це можливість нарощування продажів за рахунок охоплення нових клієнтів - користувачів криптовалютних інструментів.

Національний банк України мав плани вже у 2025 р. провести пілотні експерименти із електронною гривнею’ [132]. Але необхідність захисту від військової агресії росіян та необхідність подолання її руйнівних наслідків вносять свої корективи до планів розвитку.

Ситуація, що склалася, значною мірою стримує розвиток інноваційних фінансових технологій у корпоративному секторі. При цьому активний розвиток відбувається у сегментах, де фінансові інновації більшою мірою пов’язані із інформаційними технологіями, аніж із віртуальними активами або криптовалютними інструментами. Наприклад, бюро кредитних історій, технології дистанційного обслуговування клієнтів, інформаційні продукти та послуги.

Іншою характерною особливістю поточної ситуації є значний фінансовий потенціал, накопичений у криптовалютному сегменті. І те, що цей потенціал залишається недоступним підприємствам та іншим представникам корпоративного сектору через недосконале нормативне середовище. При цьому, за своїм обсягом фінансовий потенціал, накопичений в Україні у криптовалютному сегменті за інформацією Chainalysis.com [133] можна приблизно оцінити в суму понад 100 млрд дол. США станом на початок 2025 р.

2.5. Потенціал залучення фінансових ресурсів на зовнішніх ринках

Використання механізмів зовнішніх залучень наразі залишається важливим резервом фінансування потреб забезпечення сталого розвитку підприємств. З моменту відновлення державності Україною повноцінне використання даного резерву налагодити не вдалось. Причини для цього можуть бути різні. Спочатку, наприклад, це могла бути молода, ще не усталена держава із важкою радянською спадщиною та нестабільними економічною, фінансовими та соціально-політичними системами. Далі підприємницьке середовище формувалось не найкращим чином. Зокрема, раніше в роботі ми вже наводили приклади вибіркового тлумачення Конституції України, а саме, що дія її положень не поширюється на юридичних осіб (див. с. 107). Є свідчення про захоплення активів іноземних інвесторів, недружню політику державних органів, толерування рейдерським атакам на активи підприємств. Інформацію про окремі такі підтверджені випадки зібрано в наступній таблиці (табл. 2.1). При цьому, за повідомленням експертів, внаслідок неефективності системи верховенства права в Україні завдається шкоди в розмірі 14.8-45.3 млрд дол. на рік (за даними 2021 р. [134]).

Наведені дані підтверджують існування значної системної проблеми, яка формує токсичний інвестиційний клімат і характеризуються високим рівнем ризику втрати інвестиції. Характерною особливістю даної проблеми є не лише її системний характер, але й той факт, що зміна урядів не є її вирішенням. В наведеній таблиці

Таблиця 2.1 – Відомості про окремі випадки спроб заволодіння активами іноземних інвесторів в Україні за 2010–2024 рр

Рік	Підприємство (інвестор), країна	Короткий опис ситуації	Джерело
2010	Delta Capital S.A., Швейцарія	Щодо компанії здійснено спробу заволодіння активом (підприємство “Житомирські ласощі”, м.Житомир).	[135]
2017	Globcon Limited, Сполучене Королівство	Щодо компанії здійснено спробу заволодіння активом (ТРЦ “Victoria Gardens”), розташованим у м. Львів.	[136]
2020	Ovostar Union N.V., Нідерланди, Fairfax Financial Holdings Ltd., Канада	За повідомленням компанії здійснюється спроба рейдерського захоплення активів, що знаходяться у Київській області. Ovostar Union N.V. володіє брендами Ясенсвіт та Ovostar і є одним з провідних виробників продукції птахівництва в Україні.	[137]
2021	АО Ріетуму Банка, Латвія	За повідомленням банку здійснюється рейдерська атака на активи банку в Україні та фізичні напади на його працівників. Станом на початок 2025 р. запис про Ріетуму банк в реєстрі банків НБУ відсутній.	[138]
2024	Agromino a.s., Чехія	За повідомленням компанії здійснюється рейдерська атака на її активи, розташовані в Харківській області.	[139]

(табл. 2.1) охоплено період із 2010 по 2024 рр. Але це не означає, що дій по незаконному заволодінню активами іноземних інвесторів не було в попередні роки. Такий стан речей обумовлює висновок про необхідність обґрунтування та провадження комплексу системних дій, спрямованих не лише на розробку гармонізованої із кращими світовими практиками правових нормативів щодо захисту прав власників фінансових та інших активів. Але і на впровадження дієвої системи, яка б забезпечила неухильне дотримання даних нормативів всіма учасниками: власниками фінансових активів, керівним складом підприємств, представниками державних органів та місцевого самоуправління, громадськості.

Ефективна робота фінансового ринку можлива лише за умов, коли правила роботи на такому ринку не лише є якісно розробленими та відомими всім учасникам, але ще й цих правил дотримуються. А порушники видаляються з ринку або до них застосовують інші санкції. Особливо це стосується іноземних інвесторів, портфельних та інших інвестицій, опосередкованих за допомогою інструментів фінансового ринку.

Така ситуація спричинюється тим, що фінансовий ринок, як такий, в Україні і досі перебуває на початковій стадії свого розвитку. При цьому іноземному інвестору доступний широкий спектр фінансових інструментів на стабільних і розвинених ринках, а також на ринках країн, що розвиваються та мають при цьому менший рівень ризиків, кращу ситуацію у сфері захисту прав власності, комфортніше підприємницьке середовище. В таких умовах спонукати потенційного інвестора до участі у проекті можливо за рахунок більш високих параметрів потенційної дохідності.

Але це накладає відбиток на характер проектів, які залишаються потенційно привабливими. В першу чергу це підприємства із порівняно незначною питомою вагою основного капіталу і високим рівнем дохідності, спроможні забезпечити короткі строки окупності інвестицій. Це, зокрема, проекти в галузі ІТ (розробка програмних засобів, 3D дизайн, геймдев, клієнтська підтримка тощо), онлайн торгівля, фінтех і традиційні фінанси, традиційна торгівля і деякі інші.

При цьому капіталоемні проекти з тривалими строками окупності, проекти у

сфері традиційної освіти та фундаментальної науки, які формують основу фінансово-економічного потенціалу суспільства залишаються поза радаром інвесторів. Позаяк потребують значних вкладень і тривалих строків окупності.

Особливістю підприємницького середовища в Україні є кращі умови для іноземних інвесторів у порівнянні із місцевими. Це, зокрема, впливає із особливостей законодавства: Закону України “Про захист іноземних інвестицій на Україні” [140] та Закону України “Про режим іноземного інвестування” [141]. Тому є багато прикладів, коли іноземні інвестиції є такими лише формально. Тобто, юридичні особи, які виступають іноземними інвесторами належать українським громадянам або ними контролюються. Джерелом походження коштів таких інвесторів також виступають підприємства, розташовані в Україні. При цьому, формуються доволі довгі транзакційні ланцюжки, які обумовлюють додаткові транзакційні витрати. Але більш комфортні умови бізнесу в Україні для іноземців та менший рівень ризиків роблять такі витрати обґрунтованими (за умови достатнього обсягу фінансових потоків, що їх генерує відповідний інвестиційний проект).

Показовою в цьому аспекті є статистика щодо обсягу іноземних інвестицій у порівнянні із обсягом приватних грошових переказів, що надходять до України. В нашому розпорядженні є данні про динаміку цих показників в період із 2010 по 2024 рр. Зазначену інформацію у форматі рядів динаміки нами представлено в графічному форматі на рис. 2.31. На графіку спостерігається досить потужна низка трендів. Найбільш очевидними з них є зростання в період 2010-2013 рр. Завершення дії даного тренду пов’язано із розв’язанням росіянами збройної агресії, вторгненням і окупацією частини території. Захоплення та руйнація частини активів є потужним сигналом про суттєве підвищення ризиків. І це пояснює зменшення обсягів фінансових транзакцій, пов’язаних із іноземними інвестиціями.

Проте, ефективне стримування нарощування російської агресії стало причиною нового висхідного тренду, який тривав до розгортання росіянами повномасштабного етапу воєнної агресії. Але, якщо у 2023 р. обсяг іноземних інвестицій збільшився у порівнянні із попереднім роком, показник обсягу приватних переказів

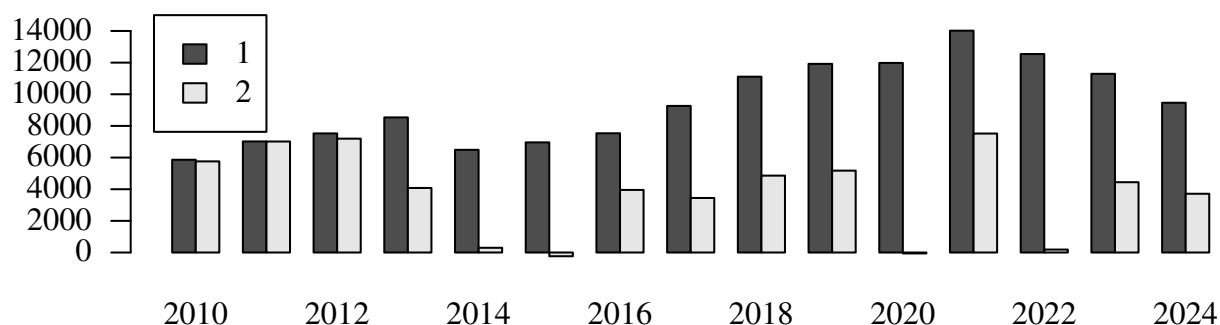


Рис. 2.31 – Обсяг приватних грошових переказів в Україну (1) у порівнянні із іноземними інвестиціями, що надійшли у відповідному періоді (2) за 2010 – 2024 рр, млн дол. США

Джерело: дані - Світовий Банк [142], оброблено і систематизовано нами

демонструє сталу тенденцію до зниження.

Особливу увагу слід звернути на той факт, що обсяг іноземних інвестицій був порівнюваним із обсягом приватних грошових переказів до України лише в період 2010-2012 рр. Надалі обсяг іноземних інвестицій в цілому знижувався. А обсяг приватних грошових переказів - зростав. При цьому найбільша різниця характерна для 2020 та 2022 рр. А за підсумками 2024 р. обсяг приватних переказів склав суму майже у 9,5 млрд дол. США, в той час як іноземних інвестицій надійшло лише 3,7 млрд. Тобто, приватних переказів надійшло у 2,5 разів більше. Такий стан речей дає підстави для наступних висновків. Перший - це несприятливий для іноземного інвестора інвестиційний клімат, про що вже було зазначено. І це є лише додатковим підтвердженням. І друге - це нехтування потенціалом місцевого населення, який наразі перевищує можливості іноземних інвесторів і кошти вже знаходяться в межах України. Але стримування розвитку інфраструктури фінансового ринку, відсутність доступних, надійних та зрозумілих як для корпоративного сектору (підприємств) так і для населення (потенційних інвесторів) фінансових інструментів та механізмів не

дають можливості повною мірою використовувати наявний інвестиційний потенціал.

При цьому формування ефективного фінансового ринку на засадах прозорості, принципу верховенства права і рівних можливостей для інвесторів, незалежно від їх розташування, юрисдикції чи статків забезпечить синергетичний характер позитивного ефекту. Адже наявність зрозумілих, доступних та надійних фінансових інструментів є сприятливим фактором як для місцевих, так і для іноземних інвесторів. Той факт, що іноземні інвестиції є суттєво меншими за обсяг надходжень переказів фізичних осіб із за кордону дає підстави для висновку про те, що потенціал даного джерела фінансування залишається практично не використаним. А негативна тенденція і наростання розриву між обсягом надходжень іноземних грошових переказів та обсягом іноземних інвестицій свідчить про те, що ситуація навіть погіршується. Це певним чином корелює із недорозвиненим поточним станом фінансового ринку.

Стосовно країн походження грошових переказів фізичних осіб маємо наступний розподіл (рис. 2.32). Країною, з якої до України надходить найбільше грошових переказів є Польща. В загальному обсязі її частка становить майже 35%. Наступними за обсягом переказів є США. При цьому, їх частка є значно майже в три рази меншою за Польщу і складає майже 12%. І на третій позиції в цьому рейтингу знаходиться Сполучене Королівство із розміром частки майже у 9%. Тобто, друге і третє місце за своїм показником є порівнюваними і не відрізняються в рази. В практичному плані цей рейтинг може бути використаний як орієнтир пріоритетності роботи щодо перспективних напрямів залучення фінансових ресурсів в міжнародному аспекті. Це сприятиме ефективній роботі в напрямку залучення фінансових ресурсів на міжнародних ринках. Але активізації такої роботи має передувати покращення інвестиційного клімату і підприємницького середовища на місцевому рівні.

Також на користь висновку про важливість та необхідність розбудови фінансового ринку і сприяння у такий спосіб залученню коштів на потреби сталого розвитку підприємств та інших представників корпоративного сектору свідчать дані, наведені на наступному рисунку (рис. 2.33).

Перелік країн для побудови графіку визначено у відповідності із результатами



Рис. 2.32 – Розподіл приватних грошових переказів в Україну за країнами - джерелами походження у 2024 р.

Джерело: дані - Світовий Банк, оброблено і систематизовано нами

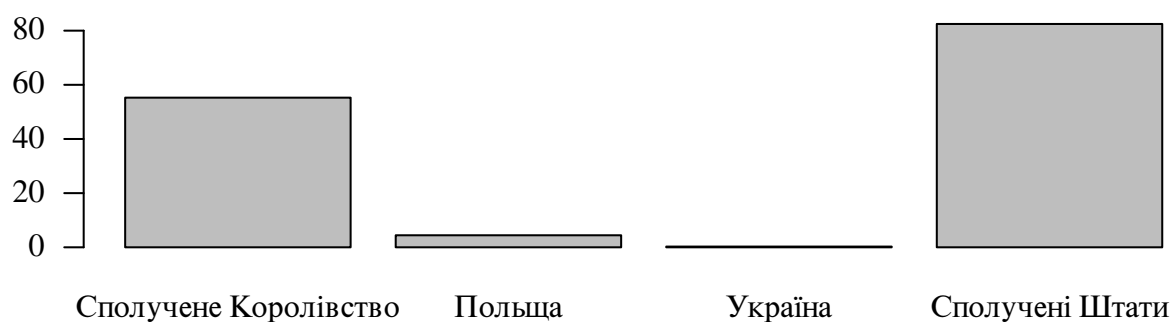


Рис. 2.33 – Капіталізація фондового ринку в Україні та окремих країнах світу в розрахунку на душу населення, тис. дол. США

Джерело: дані - Світовий Банк, оброблено і систематизовано нами

попереднього дослідження про найбільш перспективні країни в плані залучення іноземних інвестицій. Це Польща, США та Сполучене Королівство. На даному графіку (рис. 2.33) показано рівень капіталізації фондового ринку в розрахунку на душу населення. Це дозволяє порівняти між собою різні за масштабами економіки та фінансово-економічного потенціалу країни. Останнім роком із доступними даними по всім країнам виявився 2014. Тому дані наведено саме за цей період.

Зокрема, найбільш потужний потенціал із наведених країн мають США. Це також відповідає їх найбільшому обсягу капіталізації фондового ринку. В розрахунку на душу населення цей показник там складає понад 80 тис. дол. Наступна позиція в цьому рейтингу належить Сполученому Королівству. Там значення даного індикатору становить понад 55 тис. дол. США в розрахунку на душу населення. У Польщі даний показник склав понад 4 тис. дол. США. І, для порівняння, в Україні, в розрахунку на душу населення, показник капіталізації фондового ринку склав лише 266 доларів. Це нижче за рівень Польщі у 16,7 разів. При цьому, стартові умови для формування і розвитку фондового ринку в Польщі та в Україні були значною мірою схожими.

Такий стан речей надає можливість послатись на ці факти як обґрунтування висновку про те, що стримування розвитку фінансового ринку в Україні та відсутність необхідних фінансових інструментів значною мірою стримують економічний розвиток, в тому числі - на засадах сталого розвитку. Разом із цим, фінансово-економічна система сама по собі перебуває у скрутній ситуації, коли фактори негативної дії мають зворотній синергетичний ефект на фінансово-економічну систему та посилюють одне одного. Найбільш потужними з них є несприятливе підприємницьке середовище (включно із нормативною базою), відсутність ефективного фінансового ринку, нестача надійних та ефективних фінансових інструментів, російська військова агресія.

При цьому потенціал міжнародних фінансових залучень залишається практично не використаним. Це дозволяє оцінювати його як дуже значний. Проте мобілізація цього фінансового ресурсу і нарощування залучень українських підприємств на

зовнішніх фінансових ринках потребує потужних інституційних змін, спрямованих на захист приватної власності, формування рівних умов і можливостей для ведення підприємницької діяльності, гармонізацію діяльності на фінансових ринках із кращими світовими практиками. В тому числі - щодо фінансових інструментів. Окремим напрямком є розвиток сучасних фінансових технологій та інструментів, заснованих на них. Це також потребує імплементації на законодавчому рівні кращих світових практик.

Висновки до розділу 2

1. Виявлено структурні особливості фінансового ринку України як джерела залучення фінансових ресурсів для підприємств та зазначено ключові виклики, зокрема, пов'язані з російською збройною агресією. Відмічено, що фінансовий ринок, як основний механізм розподілу ресурсів між господарюючими суб'єктами та домогосподарствами, наразі зазнає значних деформацій через зовнішні та внутрішні чинники. Це підтверджує динаміка обсягу торгів на біржі ПФТС. Після різкого падіння у 2022 році (на 60% порівняно з 2021 роком), через повномасштабне вторгнення РФ, спостерігається часткове відновлення. Але воно зумовлено не нарощуванням фінансової активності в недержавному корпоративному секторі, а переважно емісією державних боргових цінних паперів. При цьому сегмент недержавних фінансових інструментів залишається депресивним. Це обмежує можливості підприємств залучати кошти для розвитку та стримує формування сталого фінансового середовища.
2. Найбільш поширеним способом залучення капіталу на тимчасовій основі залишаються боргові фінансові інструменти, такі як банківські кредити та облігації. Проте їх використання ускладнюється через високі відсоткові ставки (за досліджуваний період - 12–18 % для економіки в середньому). Іншим фактором, що стримує зростання є підвищений рівень ризиків, особливо для домогосподарств.

Для них кредитні ставки зросли у досліджуваному періоді з 15% до майже 36%. Слід зазначити, що корпоративний сектор демонструє більшу стійкість: обсяги кредитування тут відновлюються швидше, що свідчить про його ключову роль у відновленні економіки. Однак ринок боргових цінних паперів, хоча й зріс удев'ятеро з 2010 року (до 2,7 трлн грн), характеризується нестабільністю в сегменті нефінансових корпорацій, де обсяги заборгованості після кожного спаду (2014, 2022 роки) відновлюються повільно. Це вказує на інституційні бар'єри та дискримінацію цього сектору.

3. Інвестиційні фінансові інструменти, такі як акції, потребують в Україні додаткових зусиль, спрямованих на розвиток відповідного сегменту фінансового ринку. Про це свідчить динаміка індексу ПФТС, який не демонструє чіткого тренду зростання. Такий стан речей обмежує можливості підприємств залучати довгостроковий капітал без втрати контролю над управлінням. Це особливо актуально для проектів з високим потенціалом, але тривалими строками окупності. Потенціал цього сегменту значний, а його реалізація гальмується через відсутність сприятливого нормативного середовища, високі ризики та низьку ліквідність ринку.
4. Інноваційні цифрові інструменти (криптовалюти, блокчейн-технології), як додаткове джерело фінансування, практично не використовуються. Їх використання в Україні обмежене через невизначеність правового статусу. Незважаючи на прийнятий у 2022 році Закон “Про віртуальні активи”, станом на момент підготовки цієї роботи він не вступив у силу через затримку із прийняттям відповідних податкових нормативів. Це створює “сіру зону” для бізнесу та змушує підприємства, які реально працюють із криптовалютами активами знаходити собі більш лояльні до бізнесу юрисдикції. При цьому обсяг криптовалютного ринку України (106,1 млрд дол. у 2024 році) перевищує обсяг прямих іноземних інвестицій майже в 30 разів, що вказує на потужний невикористаний потенціал. Перспективними напрямками для розвитку є токенизація активів, технології смарт-контрактів та децентралізованих фінансів, проте їх реалізація вимагає

декриміналізації, унормування та створення прозорих правил роботи в цьому сегменті фінансового ринку.

5. Потенціал зовнішніх джерел фінансування залишається нереалізованим достатньою мірою. Однією з основних причин такого стану речей залишається несприятливий інвестиційний клімат. Це підтверджується порівнянням обсягів іноземних інвестицій (3,7 млрд дол. у 2024 році) та приватних грошових переказів у відповідному періоді (9,5 млрд дол.). Наведені дані підтверджують тезу про те, що внутрішні ресурси населення перевищують фактичні зовнішні надходження інвестицій. При цьому мобілізація місцевих фінансових ресурсів гальмується через відсутність доступних фінансових інструментів та низький рівень довіри до інституцій. Порівняння з країнами-лідерами (наприклад, капіталізація фондового ринку на душу населення в Україні у 16,7 разів нижча, ніж у Польщі) демонструє значний резерв для зростання, реалізація якого вимагає гармонізації законодавства з міжнародними стандартами, покращення захисту прав власності та формування рівних умов для всіх учасників ринку. При цьому, поліпшення інвестиційного клімату сприятиме активізації як у зовнішньому, так і у внутрішньому інвестиційних векторах, формуючи в такий спосіб синергетичний характер позитивного ефекту.
6. Негативний вплив наслідків російської агресії на фінансові процеси в Україні є системним і багатовимірним. По-перше, агресія РФ призвела до втрати значної частини економічного потенціалу через безповоротні втрати людського капіталу, руйнацію інфраструктури, окупацію територій, крадіжку та знищення активів, систематичні терористичні атаки. По-друге, воєнні дії спричинили різке падіння обсягів торгів на фінансових ринках (наприклад, 60%-ве зниження на ПФТС у 2022 році) та зростання відсоткових ставок через підвищений рівень ризиків. По-третє, нестабільність та непередбачуваність воєнних дій стримують інвестиційну активність як внутрішніх, так і зовнішніх інвесторів, погіршують інвестиційний клімат та стримують надходження прямих іноземних інвестицій. По-четверте, агресія посилила інституційні проблеми, такі як

дискримінація нефінансових корпорацій на ринку боргових цінних паперів та обмежений доступ до інноваційних фінансових інструментів через правову невизначеність. Окремо слід зазначити на довгострокових негативних наслідках російської агресії та перешкодах для сталого розвитку підприємств.

РОЗДІЛ 3. ОБГРУНТУВАННЯ НАПРЯМКІВ ТРАНСФОРМАЦІЇ ІНСТРУМЕНТІВ ФІНАНСУВАННЯ В УМОВАХ ЦИФРОВІЗАЦІЇ

3.1. Адаптація і розвиток фінансового ринку та фінансових інструментів на основі принципів сталого розвитку

Жалюгідний стан, в якому наразі перебуває в Україні фінансовий ринок і, насамперед, його фондовий сектор, є фактором, що значною мірою стримує економічний розвиток і не дає можливості ефективного використання наявного потенціалу, як у внутрішньому, так і в зовнішньому аспектах. Ми зазначали вже про це в роботі раніше. Разом із тим, розвиток фінансового ринку, формування і поширення практик використання традиційних та інноваційних фінансових інструментів є перспективним шляхом залучення до господарського обігу фінансових ресурсів та мобілізації потенціалу внутрішніх і зовнішніх джерел.

Фактично сучасний стан фінансового ринку в Україні визначається переважно сегментом державних цінних паперів, як вже було зазначено в роботі (див. с. 79). При цьому сегмент недержавних інструментів на фінансовому ринку України фактично згортається. Внаслідок цього залучення капіталу для фінансування потреб розвитку підприємств закономірно стримується. І це стосується навіть тих коштів, які фактично є наявними в Україні але їх власники утримуються від інвестиційних операцій через відсутність адекватної інфраструктури фінансового ринку.

При цьому фактична недорозвиненість інфраструктури фінансового ринку, особливо, в частині фондового ринку, може стати додатковою перевагою. Адже при формуванні нової, ефективнішої ринкової системи не потрібно витратити ресурси на демонтаж і перебудову старої, менш ефективної. При цьому важливою умовою є врахування принципів сталого розвитку. Можливою є їх часткова імплементація у форматі цілей SDG (Sustainable Development Goals). Як вже зазначалось в роботі, на

Генеральній асамблеї ООН 25.09.2015 було прийнято резолюцію “Порядок денний 2030 для забезпечення сталого розвитку” [14]. І цей Порядок денний містить визначення 17 цілей сталого розвитку (або SDG). Їх перелік наведено в роботі раніше див. сс. 34-35. Їх ефективна реалізація може виявитись проблематичною на рівні підприємства. Практично всі вони потребують узгоджених дій на макро- та мікроекономічному рівнях. Основні аспекти їх реалізації на рівні підприємств опрацьовано експертами ООН та наведено у практичних рекомендаціях щодо імплементації підприємствами стандартів SDG у свою практичну діяльність [143].

Іншим важливим напрямком є впровадження системи показників ESG (Environmental, Social and Governance). Це комплексний індекс, ідея якого спрямована на інтеграцію фінансових метрик із ключовими індикаторами екологічних, соціальних та управлінських ризиків та можливостей [109]. При цьому забезпечується цілісний підхід до управління фінансовою діяльністю, його узгодженість із основними SDG та принципами сталого розвитку.

Перспективним напрямком роботи в цьому напрямку є формування децентралізованої мережі електронних фінансових установ із вузлами у фінансових, промислових, підприємницьких центрах. Наприклад, Київ, Харків, Одеса, Дніпро, Запоріжжя, Полтава, Львів. На перспективу після деокупації - Донецьк, Луганськ, Сімферополь. Розгортання такої мережі можливе на основі двох підходів. Перший - неформальний. Коли з метою максимального спрощення діяльності та запобігання негативним моментам, пов'язаним із недосконалим нормативним середовищем, такі установи мають неформальний характер. А їх діяльність зводиться до збору інформації про потребу у фінансових ресурсах та їх наявність і поширення даної інформації в колі зацікавлених осіб. Надалі зацікавлені особи, на основі зазначеної інформації вже самостійно налагоджують відносини з укладанням відповідних договорів щодо використання тих або інших фінансових інструментів між собою безпосередньо. В такому випадку відповідні установи (ланки, центри, вузли), можуть бути створені на основі громадських об'єднань підприємців, які вже існують, галузевих або регіональних об'єднань роботодавців, виробників тощо. Головними перевагами такого підходу є

швидкість розгортання мережі, мінімізація витрат на її створення та підтримку функціонування, відсутність потреби в державній реєстрації, ліцензуванні та пов'язаних із цими заходами обмеженнями. Головним недоліком даного підходу є обмеженість можливих напрямків діяльності з тим, щоб вони не могли бути визнаними фінансовими послугами у відповідності із чинним законодавством України. Зокрема, Законом України “Про фінансові послуги і фінансові компанії” [144], іншими нормативними актами. Адже таке визнання означатиме необхідність ліцензування із відповідними організаційними, фінансовими та іншими умовами. І це може стати суттєвою перешкодою для започаткування роботи в даному напрямку.

Разом із тим, початок роботи в неформальному характері не виключає наступної трансформації у формалізовану бізнес-одиницю або їх мережу. Це є наступним, другим підходом. Формалізація даної діяльності буде необхідною для того, щоб подолати обмеження неформального підходу: розширити свою діяльність на національному рівні, прийняти участь в державних програмах, вийти із пропозиціями щодо залучень фінансових ресурсів на міжнародні ринки тощо. Відповідно, з'являється обґрунтована потреба у створенні окремого суб'єкта господарської діяльності, його державній реєстрації та ліцензуванні. Формальний підхід розширює можливості залучення доступних на ринку фінансових ресурсів як на місцевому та національному рівнях, так і в міжнародному аспекті. Також для формально зареєстрованого суб'єкту господарської діяльності стає доступним створення і випуск власних фінансових інструментів. Це дозволяє кращим чином організувати управління фінансовими ризиками та зменшити їх. Напрямами зменшення ризиків є, зокрема, структуризація боргових зобов'язань, їх страхування, залучення гарантій та інші. Робота в даному напрямку є проблематичною або навіть неможливою для неформалізованих організацій. Але їх переведення на формалізований рівень, із належними реєстрацією та ліцензуванням робить це можливим.

Проблемним залишається питання використання інноваційних фінансових інструментів на основі блокчейну та інших новітніх інформаційних технологій. Цьому стає на заваді ситуація із Законом України “Про віртуальні активи” [51]. Зокрема,

на момент підготовки цього розділу дослідження він так і не вступив у силу через відсутність податкового регулювання. Це перешкоджає використанню потужного криптовалютного потенціалу (понад 100 млрд дол. США станом на початок 2025 року, як ми вже зазначали в роботі раніше, а також за матеріалами [122]) для фінансування потреб та цілей сталого розвитку.

Крім того, наявність суворих валютних обмежень та токсичного інвестиційного клімату (це підтверджують відомі непоодинокі випадки спроб заволодіння активами іноземних інвесторів) стримують залучення зовнішніх інвестицій та мобілізацію внутрішнього потенціалу [135–139]. При цьому досвід таких країн, як Ізраїль, Тайвань, Лаос та Південна Корея [117, 118] підтверджує можливість фінансового зростання навіть в умовах постійних воєнних та терористичних загроз. Що доводить можливість практичної реалізації потужного інвестиційного, фінансового та економічного потенціалу України до настання стабільного миру на її теренах. І навіть більше – така реалізація і є фінансовою основою для забезпечення стабільного розвитку у всіх його аспектах.

Що стосується місця традиційних та інноваційних фінансових інструментів у системі заходів, спрямованих на забезпечення фінансування сталого розвитку підприємств, інформацію, здобуту та опрацьовану нами в процесі даного дослідження було систематизовано в наступну таблицю (табл. 3.1).

Таким чином, згідно до наведеної в таблиці 3.1 інформації, традиційні фінансові інструменти на осяжну перспективу збережуть своє значення. Зокрема, в частині боргових інструментів широко поширеним залишається банківський кредит. Його потенціал полягає у розширенні напрямку “зелених” та SDG-кредитів з пільговими умовами (знижені ставки, державні гарантії), що потребує адаптації банків до ESG-критеріїв та спрощення доступу до кредитних коштів для МСП, залучення коштів міжнародних та місцевих донорів для забезпечення зниженої вартості коштів за даним напрямком кредитування.

Щодо облігацій – боргові цінні папери мають значний потенціал для мобілізації капіталу для фінансування довгострокових проектів, що реалізуються із врахуванням

концепції сталого розвитку. Але відсутність потужних стимулів (спрощення емісії, податкові пільги) для їх активізації, фактично блокують розвиток “зелених” та SDG облігацій.

Таблиця 3.1 – Класифікація фінансових інструментів та їх перспективи в контексті забезпечення потреб сталого розвитку

Інструмент, назва	Характеристика, значення в контексті сталого розвитку	Перспективи та потенціал для сталого розвитку й повоєнного відновлення
1	2	3
Боргові фінансові інструменти		
Банківський кредит	Цільове залучення коштів у банків із наступним поверненням. Низький ризик втрати контролю над підприємством. Широко поширений, корпоративний сектор (підприємства) активно залучає кредити навіть під час війни, зі ставками, нижчими за ставки для домогосподарств.	Збереже провідну роль. Зростаючий потенціал для “зелених” та SDG-кредитів із пільговими умовами (знижені ставки, державні гарантії), стимульованих урядом та міжнародними партнерами для “зеленого” відновлення. Спрощення доступу для МСП і сприяння адаптації банків до ESG-критеріїв для оцінки проектів дозволить розширити використання даного інструменту.
Комерційний кредит	Надається у формі товару або послуг, дозволяє зменшити навантаження на обігові кошти підприємства. Відсутній на фінансових ринках через нестандартизовані умови (приклад - відтермінування оплати за надані товари або послуги).	Здебільшого залишатиметься інструментом для прямих двосторонніх відносин. Має потенціал для інтеграції у “зелене фінансування ланцюгів постачання” (Green Supply Chain Finance) через вимоги до екологічності продукції або процесів у рамках договірних відносин, але це потребує індивідуальної адаптації та стандартизації критеріїв.
Вексель	Короткостроковий борговий інструмент, має підвищений рівень ризику, також може бути використаний для оформлення комерційного кредиту. Доволі зарегульований (Закон України “Про ринки капіталу та організовані товарні ринки” [145], Положення НБУ [146], інші нормативні документи), але має вузьке поширення через підвищені ризики та короткий термін.	Обмежений потенціал для сталого розвитку через свою короткострокову природу. Може знайти нішеве застосування у короткостроковому “зеленому” торговому фінансуванні за умови посилення гарантій або створення спеціалізованих платформ для зниження ризиків, а також як інструмент стандартизації умов комерційного кредиту.

1	2	3
Облігація	Борговий інструмент, що зазвичай має цільовий характер використання залучених коштів; низький ризик втрати контролю за підприємством. Емісія є складною та коштовною процедурою, недоцільною для малих обсягів. Сегмент недержавних облігацій фактично згортається, тоді як державні цінні папери демонструють зростання, особливо під час війни. Досить зарегульований (Закон України “Про ринки капіталу та організовані товарні ринки” [145], інші нормативні документи).	Має потужний потенціал для мобілізації капіталу для довгострокових проєктів, що реалізуються на засадах сталого розвитку. Створення додаткових стимулів для розвитку ринку недержавних корпоративних облігацій, зокрема шляхом спрощення процедур емісії та податкових пільг для інвесторів, що фінансують SDG-орієнтовані проєкти сприятиме активізації використання даного інструменту та його більш широкому поширенню. Це може стати основою для широкого використання “зелених” та SDG облігацій.
“Зелені” облігації	Борговий інструмент, залучені за його допомогою кошти цільово спрямовуються на фінансування екологічних проєктів. Законодавчо регулюються в ЄС (Директива 2023/2631) [28]. В Україні ринок “зелених” облігацій перебуває на етапі формування.	Високий потенціал для цільового фінансування екологічних складових повоєнного відновлення (енергоефективність, чисті технології, управління відходами). Вимагає розробки національної “зеленої” таксономії, прозорих стандартів звітності та верифікації, а також підтримки з боку держави та міжнародних фінансових інституцій через гарантії та субсидії. Дозволяє залучити кошти інвесторів з високими вимогами до етичної складової інвестиційних проєктів.
SDG облігації	Інноваційний борговий інструмент, залучені через його використання кошти цільово спрямовуються на фінансування проєктів, що відповідають одній або декільком з 17 Цілей сталого розвитку ООН (ширший спектр, ніж “зелені” облігації). Концепція запропонована в роботі, але не має законодавчого регулювання та практичного застосування в Україні.	Фундаментальний інструмент майбутніх фінансів для комплексного “зеленого” та інклюзивного відновлення. Дозволить фінансувати проєкти, що одночасно вирішують екологічні, соціальні та управлінські проблеми. Потребує потужної інституційної підтримки, створення пілотних проєктів, розробки механізмів оцінки відповідності SDG та інтеграції з ESG-звітністю для залучення широкого кола інвесторів, зацікавлених у фінансуванні проєктів орієнтованих на сталий розвиток.
Інвестиційні фінансові інструменти		

1	2	3
Акція	Інструмент власного капіталу; надає право на участь в управлінні та розподілі прибутку. Має довгостроковий характер, відсутні строки повернення. Існує ризик втрати контролю над підприємством (наприклад, недобросовісне поглинання). Ринок акцій в Україні недорозвинений, індекс ПФТС демонструє негативну динаміку, але відсутність значного падіння під час війни свідчить про перебування ринку на “нижній межі”. Недоліком є високі витрати на емісію.	Теоретично - один з найкращих інструментів для залучення довгострокового капіталу в проекти, узгоджені із концепцією сталого розвитку. Потребує суттєвого покращення інвестиційного клімату (захист власності, правосуддя, прозоре оподаткування), підвищення ліквідності ринку та стимулів для емісії акцій компаніями, що відповідають ESG-стандартам. Забезпечується залучення стратегічних інвесторів, орієнтованих на довгострокову вартість, фінансову стійкість та сталий характер розвитку.
“Зелені” акції	Інструмент власного капіталу для компаній, діяльність яких відповідає високим екологічним стандартам або цільово спрямована на “зелені” проекти. Концепції існують та описані у літературі [1, 31–33], але окремого ринкового сегменту чи законодавчого регулювання “зелених акцій” в Україні немає.	Потужний потенціал для залучення капіталу від інвесторів, які активно шукають екологічно відповідальні компанії та соціально відповідальний бізнес. Вимагає розробки чітких критеріїв “зеленості” для емітентів, впровадження обов’язкової ESG-звітності та стимулів (наприклад, пільгового оподаткування) для лістингу таких компаній на фондових біржах, а також формування і розвитку інфраструктури фінансового ринку в Україні.
Інші (особливі) інструменти		
Гарантія (порука)	Не надає прямого фінансування, але суттєво зменшує ризики та спрощує залучення коштів за допомогою інших фінансових інструментів (виступає по ним забезпеченням).	Перспективне використання та посилення ролі в деризикингу “зелених” та SDG-проектів, особливо в умовах повоєнного відновлення. Державні та міжнародні фінансові установи можуть надавати гарантії для “зелених” кредитів або облігацій, стимулюючи залучення приватного капіталу для інфраструктурних та відновлювальних проектів зі складовою сталого розвитку.
Фінансовий лізинг	Спрямований на залучення капіталу в майновій формі (основні засоби). Даному інструменту притаманні низький рівень ризиків, гнучкі умови. Це дозволяє оновлювати основні засоби та впроваджувати нові технології у пришвидшеному темпі. Доступний та має розвинене нормативне регулювання.	Має високий потенціал для фінансування впровадження “зелених” технологій (наприклад, енергоефективного обладнання, відновлюваних джерел енергії) та модернізації виробництва у відповідності до принципів сталого розвитку. Розробка спеціалізованих “зелених” лізингових продуктів та програм з пільговими умовами сприятиме прискоренню переходу підприємств на екологічні рейки.
Інноваційні цифрові інструменти		

1	2	3
Віртуальні та токенизовані активи	Використання технологій на основі блокчейну для вираження вартості, проведення розрахунків, токенизації активів, моніторингу транзакцій, логістики, управління клієнтами, смарт-контрактів, DeFi. Такі інструменти характеризуються високим потенціалом в аспекті прозорості та ефективності. Величезний невикористаний потенціал (понад 100 млрд дол. США в Україні, за нашими даними, а також за матеріалами [122]); залишається проблемою невизначений статус для корпоративного сектору через відсутність податкового регулювання на момент підготовки цього матеріалу). Розвиток в цьому напрямку стримується несприятливою державною політикою.	Револьюційний потенціал для МСП та стартапів (зелені та технологічні сектори). Може забезпечити прозоре залучення мікроінвестицій, цільове відстеження коштів та автоматизацію виконання проектів через смарт-контракти. Залишається важливим законодавче врегулювання основних моментів щодо використання та обігу віртуальних активів, включно з податковим законодавством, для легалізації та розкриття цього величезного внутрішнього та зовнішнього потенціалу щодо залучень капіталу для фінансування потреб “зеленого” та інклюзивного відновлення. Врегулювання цих питань та гармонізація нормативів із регуляціями ЄС сприятиме залученню коштів приватного сектору напряму в проекти розвитку в глобальному, міжнародному аспекті.

При цьому, слід зазначити, що в країнах ЄС є успішний досвід використання “зелених” облігацій. Це надає підстави вважати цей напрямок перспективним для цільового фінансування екологічних аспектів відновлення України (енергоефективність, чисті технології). SDG облігації, що розширюють цільове спрямування на всі 17 Цілей сталого розвитку ООН, є фундаментальним інструментом для майбутнього комплексного відновлення. Їх впровадження вимагає потужної інституційної підтримки, розробки та апробації пілотних проектів та інтеграції з ESG-звітністю.

В частині векселів їх потенціал для розвитку носить обмежений, нішевий характер. Зокрема, в напрямку “зеленому” фінансування ланцюгів постачання або як інструмент стандартизації умов угод. Зокрема, для комерційного кредиту між суб’єктами господарської діяльності. При цьому потрібна індивідуальні адаптація та заходи, спрямовані на зниження ризиків.

Інноваційним напрямком є розвиток зелених та SDG облігацій. Вони мають потужний потенціал в напрямку цільового фінансування проектів в домені екологічних аспектів відновлення України (енергоефективність, чисті технології). SDG

облігації, що охоплюють напрямки на реалізацію всіх 17 Цілей сталого розвитку ООН, є перспективним інструментом для майбутнього комплексного відновлення. Разом із тим, їх впровадження вимагає потужної інституційної підтримки, підготовки й впровадження відповідних пілотних проектів, а також інтеграції з ESG-звітністю.

Що стосується інвестиційних фінансових інструментів, то тут наявний потужний нереалізований потенціал для залучення довгострокового інвестиційного капіталу. В тому числі і, особливо, на внутрішньому, національному рівні. Проте, це потребує ліквідації агресора, політичної стабільності, справедливої судової системи та розбудову інституцій, спрямованих на захист приватної власності та розвиток підприємницької ініціативи. Втім, як вже зазначалось в роботі раніше (див. с. 125, с. 138), успішний науково-технологічний та соціально-економічний розвиток можливий навіть за умов постійної воєнної агресії та пов'язаних із нею загроз.

Фінансовим інструментом для забезпечення такого розвитку залишаються акції. Теоретично вони є одним з найкращих інструментів для залучення довгострокового капіталу в проекти сталого розвитку. Однак ринок акцій в Україні недорозвинений, індекс ПФТС демонструє негативну динаміку, а значні витрати на емісію та токсичний інвестиційний клімат (недостатній захист власності, вибіркове правосуддя, дискримінаційне оподаткування) стримують його розвиток. Тому покращення інвестиційного середовища та стимули для ESG-компаній є критичними.

Різновидом акцій як фінансового інструменту є “зелені” акції: Концепцію “зелених” акцій описано в літературі [1, 31–33]. Але в Україні ці питання залишаються без законодавчого регулювання. Відповідний ринковий сегмент також наразі відсутній. Тому їх потенціал для залучення капіталу на цілі фінансування екологічно орієнтованих проектів хоча і є значним, але на практиці його реалізація викликає сумніви. Способом розв’язати цю проблему є нормативне врегулювання або відповідні громадські ініціативи, в тому числі на основі створення саморегулювних організацій, метою діяльності яких була б розробка критеріїв щодо визначення ESG проектів, вимог до їх фінансової звітності та фінансових стимулів для даних проектів та їх акціонерів.

Серед інших традиційних фінансових інструментів залишаються гарантії. Вони є дієвим інструментом щодо зменшення ризиків та спрощують залучення коштів. Перспективним напрямком використання даного інструменту є посилення ролі у деризикінгу “зелених” та SDG-проектів, особливо через державні та міжнародні гарантії, що стимулюватиме залучення приватного капіталу для повоєнного відновлення.

Фінансовий лізинг зберігає свою привабливість для залучення капіталу у формі капітальних активів. Йому притаманні низький рівень ризиків та гнучкі умови. Даний фінансовий інструмент має високий потенціал для фінансування “зелених” технологій (наприклад, відновлювані джерела енергії) та модернізації виробництва через спеціалізовані “зелені” лізингові продукти. Формування державних політик, спрямованих на стимулювання розвитку таких продуктів стимулюватиме розвиток в даному напрямку.

Але найбільш потужним є нереалізований потенціал інноваційних цифрових фінансових інструментів. І, насамперед, віртуальних та токенізованих активів. Вони засновуються на технологіях блокчейну (DeFi, смарт-контракти) та мають значний потенціал (за оцінками фахівців понад 100 млрд дол. США в Україні) [122]. Ці інструменти можуть забезпечити прозоре залучення мікроінвестицій та ефективне відстеження проектів. Проте їх розвиток стримується відсутністю законодавчого врегулювання та податкового законодавства. Це створює “сіру зону” та формує значні ризики як для потенційних інвесторів, так і для об’єктів інвестування. Розвиток законодавчого регулювання, гармонізація з регуляціями ЄС та інших провідних економік світу дозволять залучити необхідні кошти практично в необмеженому обсязі для потреб “зеленого”, сталого та інклюзивного відновлення.

Підводячи підсумок, стратегічною перспективою є розвиток фінансового ринку в напрямку гармонізації регулятивного середовища із міжнародними стандартами та практиками. При цьому мають бути враховані також і принципи сталого розвитку. Сучасний жалюгідний стан, в якому зараз перебуває фінансовий ринок України означає потужний потенціал для розвитку. Це набуває особливої значущості для

залучення коштів на реалізацію проектів, що дотримуються принципів сталого розвитку. В тому числі - в умовах роботи, коли триває військова агресія та пов'язані із нею ризики та повоєнного відновлення.

Разом із тим, в системі заходів, спрямованих на активізацію роботи та розвиток фінансового ринку мають бути передбачені: впровадження інноваційних SDG та “зелених” інструментів; імплементація в процедури формування звітності заснованих на ESG інструментів; практична реалізація принципу захисту власності у всіх сферах підприємницького середовища; формування обґрунтованих інституційних преференцій для соціально-відповідальних, екологічно-спрямованих та інших проектів, що реалізуються із пріоритетом на реалізацію цілей сталого розвитку.

3.2. Перспективи етичного фінансування в системі забезпечення сталого розвитку підприємств

Етичне фінансування в контексті забезпечення сталого розвитку підприємств набуває особливого значення. Воно доповнює та розширює традиційні підходи до мобілізації та використання фінансових ресурсів. На відміну від концепту “зелених” фінансів, які зосереджені переважно на екологічних аспектах, етичне фінансування інтегрує ширший спектр соціальних, управлінських та моральних критеріїв. Це є критично важливим для формування по-справжньому стійкої та відповідальної економічної системи, орієнтованої на забезпечення потреб сталого розвитку. Даній концепції притаманні людиноцентричний підхід та принцип збереження можливостей і ресурсів для майбутніх поколінь. А це, у свою чергу, створює фундаментальну основу для розвитку етичного виміру у фінансових аспектах.

Етичне або відповідальне фінансування (ethical/responsible finance), є ширшою концепцією, ніж лише “зелені” фінанси. Воно передбачає інтеграцію етичних, соціальних та екологічних застережень у процес прийняття фінансових рішень. При цьому, також залишаються і традиційні критерії прибутковості та ризику. На відміну

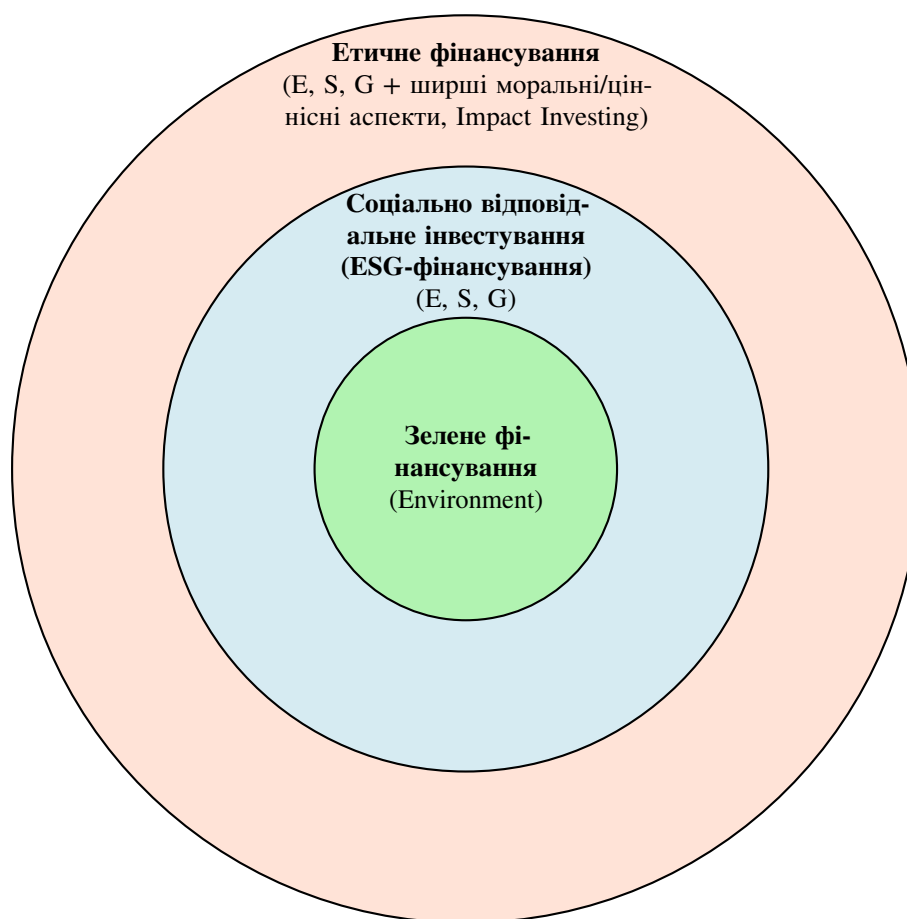


Рис. 3.1 – Співвідношення та взаємозв’язок між різними видами фінансування

від “зелених” фінансів, які сфокусовані переважно на екологічних перевагах, етичне фінансування оцінює спектр впливу на суспільство та навколишнє середовище, виходячи з моральних та ціннісних орієнтирів.

Графічне відображення взаємозв’язків між етичним, соціально-відповідальним та зеленим фінансуванням наведено на наступній схемі (рис. 3.1).

На малюнку (рис. 3.1) кожне наступне, більше коло, включає в себе попередні, демонструючи розширення сфери відповідальності та впливу. При цьому внутрішнє, найменше коло репрезентує “зелене” фінансування і є найбільш сфокусованим рівнем, який зосереджується виключно на екологічних аспектах (Environment – “E” у ESG). Його основна мета — залучення коштів та інвестицій у проекти, що сприяють збереженню навколишнього середовища, боротьбі зі зміною клімату, енергоефективності, розвитку відновлюваних джерел енергії, управлінню відходами тощо

Наступне, середнє коло представляє соціально відповідальне інвестування

(ESG-фінансування). Цей рівень включає в себе “Зелене” фінансування та розширює його до повного спектра ESG-критеріїв. Окрім екологічних аспектів, він включає соціальні (Social – “S”) та управлінські (Governance – “G”) фактори. Соціальні критерії стосуються взаємовідносин з працівниками, клієнтами та громадами, питання прав людини, праці та соціальної рівності. Управлінські критерії оцінюють корпоративне управління, прозорість, запобігання проявам корупції та етику ведення бізнесу.

І найбільше, зовнішнє коло, символізує етичне фінансування. Воно охоплює всі попередні сфери та включає в себе всі аспекти ESG-фінансування. При цьому тут додається більш глибокий моральний та ціннісний вимір. Етичне фінансування керується широким набором моральних принципів та часто передбачає як “позитивний скринінг” (активне інвестування в компанії з високим соціальним та екологічним впливом), так і “негативний скринінг” (виключення з портфеля компаній, що працюють у галузях, які вважаються неетичними, наприклад, виробництво зброї, тютюну, алкоголю, азартні ігри). Воно також акцентує на створенні вимірного позитивного соціального або екологічного впливу (Impact Investing), виходячи за рамки простого уникнення шкоди.

При цьому, імплементація концепції етичного фінансування в практичну діяльність забезпечуватиме дотримання принципів людиноцентричності та соціальної відповідальності. Згідно з ним, надається пріоритет інвестиціям, що покращують якість життя, сприяють подоланню бідності, забезпечують гідну працю та соціальну справедливість [12, 14]. Також це узгоджується із першим принципом сталого розвитку, який фокусується на людській істоті як головному орієнтирі розвитку.

Наступним принципом, який забезпечує імплементація концепції етичного фінансування є прозорість та підзвітність. Вона включає в себе забезпечення повної та доступної інформації про цільове використання коштів, вплив проектів на суспільство та навколишнє середовище, а також про механізми управління та корпоративної доброчесності. Це мінімізує корупційні ризики, про які згадується у контексті прийняття неефективних рішень.

Ще одним принципом, що має бути впроваджений в системі заходів, спря-

мованих на формування етичних фінансів є відповідальне управління (governance). Воно вимагає від підприємств (суб'єктів господарської діяльності в широкому контексті) та фінансових інституцій дотримання високих стандартів корпоративного управління, запобігання проявам корупції, забезпечення чесності та справедливості у відносинах зі всіма учасниками відносин. Це безпосередньо відповідає символу “G” у ESG-критеріях.

Наступним важливим фактором на перспективу слід вважати запобігання негативним впливам. Це означає відмову від фінансування проектів, які свідомо чи потенційно можуть завдати шкоди навколишньому середовищу, здоров'ю людини, соціальній рівності або правам людини. Значні ризики в цьому контексті мають такі галузі, як виробництво зброї, алкоголю, тютюну та тютюнових виробів, надмірно вуглецеві виробництва. Вони потребують особливої уваги.

Також має значення формування позитивного впливу (Impact Investing). Воно включає в себе активний пошук та фінансування проектів, від реалізації яких очікують помітний позитивний соціальний або екологічний ефект. При цьому має бути дотримані фінансові критерії (окупність інвестицій, IRR тощо). Застосування даного критерію при прийнятті рішень щодо фінансування того або іншого проекту дозволяє перемістити акценти із “не завдавати шкоди” на активного сприяння вирішенню актуальних суспільних проблем.

Реалізація зазначеного у сукупності спрямовується на гармонізацію фінансових та етичних цілей. А саме, проекти мають бути не лише етичними, а й економічно ефективними у довгостроковій перспективі, оскільки сталий розвиток несумісний з неефективним використанням ресурсів. При цьому етична складова може створювати додаткові конкурентні переваги та покращувати довгострокову прибутковість. Також це підтверджують і літературні джерела [109].

Розвиток етичного фінансування в Україні, особливо в умовах протистояння збройній агресії та наступного повоєнного відновлення, має значні перспективи, оскільки це є не лише моральним імперативом, але й економічною необхідністю для побудови стійкої та конкурентоспроможної економіки. При цьому особливої

актуальності набувають наступні напрямки роботи.

1. В напрямку імплементації ESG критеріїв та SDG орієнтованих інвестицій.

- Нормативне регулювання та стандартизація.

Зокрема, НБУ було презентовано Політику щодо розвитку сталого фінансування на період до 2025 року, яка передбачає імплементацію ESG-факторів у корпоративне управління банків та небанківських фінустанов, а також управління екологічними та соціальними ризиками (ESRM). У свою чергу, НКЦПФР також розробила додаток про ESG до Кодексу корпоративного управління, що свідчить про рух до стандартизації. Це створює міцну основу для інтеграції соціального (S) та управлінського (G) вимірів ESG у фінансові рішення підприємств. Ця теза також підтверджується літературними джерелами [107].

- Формування та розширення обігу SDG облігацій.

Впровадження SDG облігацій, концепція яких вже запропонована, дозволить залучати цільове фінансування для широкого спектру проектів, що відповідають 17 Цілям сталого розвитку ООН. Це, зокрема, соціальні (подолання бідності, якісна освіта, гендерна рівність) та управлінські (мир, справедливість, ефективні інституції) аспекти [14]. Цей інструмент має потужний потенціал для залучення капіталу, що відповідає етичним принципам інвестування.

- Прозорість звітності та обов'язковість розкриття інформації.

До підприємств (суб'єктів господарської діяльності), що проголошують свою відданість принципам етичних фінансів застосовують вимоги щодо обов'язкового розкриття інформації про сталий характер їх діяльності, вплив на довкілля та пов'язані ризики. В тому числі це стосується також і фінансових установ. Очікуваним ефектом є підвищення прозорості їх роботи, запобігання корупційним ризикам та збільшення довіри інвесторів до проектів, що їх планується реалізувати на основі етичного фінансування.

2. В напрямку створення та розвитку етичних інвестиційних фондів та мікрофінансових проектів.

- Залучення соціально відповідального капіталу в глобальному аспекті.

Зростання світового тренду до соціально відповідального інвестування (SRI) формує потенціал для розвитку етичних інвестиційних фондів в Україні. Ці фонди можуть залучати кошти від інвесторів, які прагнуть поєднати фінансову дохідність з позитивним соціальним та екологічним впливом.

- Підтримка МСП та громад.

Мікрофінансування та краудфандинг можуть стати ключовими інструментами для підтримки МСП та місцевих громад, сприяючи подоланню бідності та розвитку підприємництва. Це є прямим проявом етичного фінансування, орієнтованого на соціальний вплив.

3. Наступним аспектом є посилення репутаційних механізмів та корпоративної соціальної відповідальності (КСВ).

- Формування інституту репутації як цінного нематеріального активу.

У сучасному світі, особливо після періоду війни, репутація компанії, її соціальна та екологічна відповідальність, мають стати вирішальними факторами для залучення клієнтів, партнерів та інвесторів. Суспільний осуд неетичних рішень має отримати значний вплив на ринкову вартість та фінансові показники підприємств, зокрема через канцелінг продуктів та послуг компаній, що допускають такі рішення у своїй практиці.

- Розширення КСВ.

Підприємства, що активно впроваджують принципи КСВ та демонструють високі ESG-показники, (наприклад, UKRSIBBANK), отримують конкурентні переваги та кращий доступ до “зеленого” та етичного капіталу. При цьому стандартом має стати розробка внутрішніх етичних кодексів та політик.

4. Інституційні зміни та поліпшення інвестиційного клімату.

- Забезпечення верховенства права.

Для залучення етичних інвестицій, які зазвичай мають довгостроковий характер, критично важливим є подолання системних проблем із забезпеченням верховенства права, захистом приватної власності та боротьбою з корупцією. Також це підтверджують джерела [1, 134–139]. Рух в даному напрямку сприяє формуванню довіри та стабільності, які необхідні для відповідального фінансування. Досвід Ізраїлю та Південної Кореї (за свідченням джерел [117, 118]) показує, що економічне зростання можливе навіть в умовах нестабільності, але це вимагає сильних інституцій.

- Легалізація віртуальних активів.

Легалізація та податкове врегулювання ринку віртуальних активів дозволить залучити до господарського обігу значні обсяги внутрішнього капіталу (понад 100 млрд дол. США, за даними оцінок [122]). Цей потенціал бути спрямований на етичні та “зелені” проекти. При цьому, вимоги щодо прозорості можуть бути реалізовані за допомогою блокчейн-технологій.

5. Робота в напрямку державно-приватного партнерства та розвиток освітніх ініціатив

- Інвестиційна політика.

Формування інституційних пріоритетів на державному рівні не є обов’язковим. Разом із тим, робота в даному напрямку дозволить сформувати привабливий інвестиційний клімат та сформувати довіру в інвесторів як до України в якості перспективного інвестиційного майданчика, так і до інвестиційних проектів, орієнтованих на цілі сталого розвитку. При цьому роль держави може поширюватись на фінансування відповідних наукових досліджень, розробку “зелених” технологій, впровадження грантових програм та програм цільового фінансування (в тому числі - на інвестиційних і кредитних засадах та спільно з фінансовими установами комерційного сектору) SDG проектів.

- Освітня політика та підвищення обізнаності.

Формування та реалізація формальних та неформальних освітніх програм для менеджерів, інвесторів та широкого загалу щодо принципів етичного фінансування, SDG, ESG-критеріїв та їх переваг.

Підсумовуючи викладене вище, етичне фінансування є важливим і багато-аспектним компонентом у системі забезпечення сталого розвитку підприємств, що виходить за рамки суто екологічних або традиційних фінансових критеріїв. Воно інтегрує моральні, соціальні та управлінські аспекти, які є фундаментальними для побудови стійкої, людиноцентричної та відповідальної економічної системи, здатної відповідати викликам сьогодення та майбутнього, особливо в контексті забезпечення фінансової стабільності під час спротиву воєнній агресії та повоєнного відновлення України.

Ключовими принципами, що визначають сутність етичного фінансування, є людиноцентричність та соціальна відповідальність, прозорість та підзвітність, відповідальне управління (Governance), запобігання негативним впливам та формування позитивного соціального/екологічного впливу (Impact Investing). Ці принципи забезпечують гармонізацію фінансових цілей підприємств із положеннями концепції сталого розвитку, що є критично важливим, оскільки сталий розвиток несумісний з неефективним використанням ресурсів, а етична складова спрямовується на створення додаткових конкурентних переваг і покращення довгострокової прибутковості.

3.3. Формування преференцій для ефективного розвитку соціально-відповідальних та зелених проектів

Формування системи преференцій для розвитку соціально-відповідальних та зелених проектів є необхідною умовою для формування розвитку фінансово-економічної системи України та її учасників за типом сталого розвитку. Характерною ознакою сьогодення є трансформація глобальних фінансово-економічних систем спрямована на посилення ролі та інтеграцію інноваційних цифрових технологій:

криптовалютних фінансових інструментів, інструментів фінансової аналітики та фінансових послуг із використанням штучного інтелекту та інших. Розвиток та впровадженні інновацій є настільки потужним, що дає підстави казати про формування нового технологічного укладу. Разом із тим, Україна наразі зазнає надзвичайно потужної військової агресії. Ворог знищує та розкрадає майно та інші активи, що належить українським та іноземним громадянам і суб'єктам господарської діяльності. Наносить нищівних ударів по об'єктах інфраструктури. Це висуває завдання забезпечення фінансової та соціально економічної стабільності на час спротиву та повоєнного відновлення. На підставі викладеного вище, можна стверджувати, що стимулювання бізнесу до інтеграції екологічних, соціальних та управлінських критеріїв в систему фінансового менеджменту значною мірою сприятиме забезпеченню довгострокової конкурентоспроможності та фінансової стійкості підприємств.

При цьому, обґрунтування та впровадження преференцій на адресній основі для різних сегментів економіки дозволить сформувати точки швидкого росту і забезпечити комплексну ефективність даних заходів. А ефекти “поширення позитивних змін” та фінансового мультиплікатора дозволяють при цьому не лише мобілізувати капітал на цілі сталого розвитку, але й створити синергетичний ефект, узгоджуючи економічні інтереси з потребами суспільства та навколишнього середовища. Комплексний характер ефективності таких преференцій сприяє раціональному використанню обмежених ресурсів та досягнення прискорених темпів розвитку.

Ефективне фінансування таких проектів вимагає як адаптації фінансового ринку до нових інструментів (таких, зокрема, як “зелені” та SDG облігації), так і впровадження етичних принципів в процедури прийняття інвестиційних рішень. Зворотним боком недорозвиненості українського фінансового ринку виступає наявність потужного прихованого потенціалу, зокрема у сфері віртуальних активів. А підтверджений світовий досвід економічного зростання в умовах нестабільності свідчить про можливість для формування ефективної системи преференцій. Така система має враховувати специфіку різних галузей та розмірів бізнесу, забезпечуючи максимальну віддачу від кожної інвестиції. Нами розроблено наступне обґрунтування

диференційованих преференцій і відповідних ним фінансових інструментів в розрізі конкретних сегментів економіки: малих та середніх підприємств, виробничого, торговельного та фінансового бізнесу.

В частині малих та середніх підприємств важливим є розуміння того, що вони є рушійною силою економічного зростання та зайнятості. При цьому - цей сегмент часто має складнощі та обмеження доступу до фінансових ресурсів (зокрема, через більш високий рівень ризику, що супроводжує їх діяльність). Цінова політика у фінансовому секторі, а також скромніший масштаб виробництва у порівнянні із великими підприємствами корпоративного сектору часто означає більш високі транзакційні витратами, особливо при залученні інвестицій у “зелені” або соціальні проекти. Тому в сучасних умовах такий фінансовий інструмент, як банківський кредит пропонується розглядати як фінансовий інструмент першого вибору при пошуку зовнішніх джерел фінансування для МСП.

У відповідності до того, що банківський кредит є інструментом першого вибору, то і преференції розробляються відносно до нього. Зважаючи на те, що SDG критерії доповнюють, а не замінюють традиційні критерії фінансової ефективності, а сталий розвиток несумісний з неефективним використанням ресурсів, критично важливо забезпечити економічну доцільність таких інвестицій для МСП. Тому, найбільш ефективною преференцією для МСП є запровадження програм часткового відшкодування процентних ставок за “зеленими” та SDG-кредитами, а також надання державних гарантій за такими позиками. Це дозволить МСП отримувати фінансування на пільгових умовах, знижуючи фінансове навантаження та підвищуючи привабливість інвестицій у проекти, які реалізуються із дотриманням вимог сталого розвитку, тим самим ефективно перерозподіляючи капітал у напрямку сталих ініціатив. При цьому залишається вимога забезпечення фінансової ефективності таких проектів, як однієї з вимог сталого розвитку. Джерелом фінансування даних заходів мають стати додаткові податкові надходження, які формуються за рахунок створення (або збереження) робочих міст, зростання витрат (на реалізацію відповідних проектів) та прибутки від відповідних проектів.

В цілому ця преференція спрямована на вирішення проблеми високої вартості капіталу для МСП. Знижені процентні ставки та державні гарантії зменшують ризики для банків і стимулюють їх до більш активного кредитування “зелених” та соціальних ініціатив МСП. Прикладами таких проектів, зокрема, можуть бути розробка та впровадження заходів щодо більш ефективного та ощадливого використання енергії, впровадження ресурсощадних технологій, покращення умов праці або розвиток місцевих соціальних проектів, що сприяють досягненню таких SDG, як відсутність злиднів (SDG 1), гідна робота та економічне зростання (SDG 8) та сталі міста та громади (SDG 11). Це не лише сприятиме сталому розвитку МСП, а й ефективно пожвавить економіку на місцевому рівні, формуючи нові робочі місця та підвищуючи якість життя за рахунок більш раціонального та ефективного використання фінансових та інших ресурсів.

Іншим важливим елементом фінансово-економічної системи є виробнича сфера. Вона є одним із основних споживачів ресурсів та джерел впливу на навколишнє середовище. Україні у спадщину від Радянського Союзу дісталась значна кількість технологічного застарілих виробництв, що здійснюють значний негативний вплив на навколишнє середовище. При цьому, перехід до “зеленого” виробництва вимагає значних капітальних інвестицій у нові технології, модернізацію обладнання та оптимізацію виробничих процесів. Іншою проблемою є відновлення та (або) переміщення виробництв, що зазнали втрат (або несуть підвищені ризики) в результаті російської збройної агресії. В умовах недорозвиненості ринку довгострокових інвестиційних інструментів в Україні та необхідності швидкого повоєнного відновлення, такі інвестиції часто є ризикованими та коштовними. Певною мірою позитивним фактором можна вважати руйнацію застарілих виробничих потужностей та наступну їх заміну новими, створеними відповідно до наявних ринкових запитів і потреб та на основі сучасних інноваційних технологій. Але, зважаючи на неконтрольований характер руйнувань, “позитивність” тут дещо умовна, а ризики – реально високі.

З огляду на необхідність балансування екологічних, фінансових та економічних цілей при впровадженні інноваційних фінансових інструментів, для виробничої

галузі найбільш дієвою преференцією, що забезпечує ефективність фінансування, має стати запровадження податкових стимулів та прискореної амортизації для інвестицій у “зелені” технології та обладнання. Це може включати знижену ставку податку на прибуток для частини прибутку, реінвестованого у відповідні технології та використання прискореної амортизації для нового енергоефективного чи ресурсощадного обладнання. Іншим актуальним фінансовим інструментом для підприємств виробничої сфери залишається лізинг, який дозволяє отримати економію за податками (зокрема, у порівнянні із кредитним фінансуванням набуття нових капітальних активів). Також лізинг зменшує вимоги до наявного власного капіталу і дозволяє здійснювати оновлення капітальних активів пришвидшеними темпами. Іншим перспективним напрямком у сфері оподаткування є впровадження податку на виведений капітал як альтернативи податку на прибуток. У світі існує подібна практика. Це, зокрема, такі країни як Естонія, Грузія та Латвія [147]. За рахунок надання підприємствам, що керуються SDG цілями у своїй господарській діяльності можливості інвестувати частину прибутку, яка була би втрачена ними через податкові витрати, забезпечується стимулювання нарощування основного капіталу, його оновлення, інноваційності, підвищення рівня фондооснащеності та фондоозброєності. В соціальному аспекті – формуються умови для збереження та створення нових робочих місць. При цьому у непрямий спосіб відбувається збільшення обсягів податкової бази із відповідним зростанням надходження податків. Таке зростання виступає компенсатором зменшення надходжень від податку на прибуток.

Перераховані преференції орієнтовані на стимулювання виробничих підприємств до модернізації та впровадження екологічно чистих технологій, що відповідає SDG 9 (Промисловість, інновації та інфраструктура) та SDG 12 (Відповідальне споживання та виробництво). Прискорена амортизація ефективно зменшує базу оподаткування, збільшуючи чистий грошовий потік у перші роки експлуатації “зелених” активів, що покращує показники окупності інвестицій та фінансову ефективність проектів. Зниження податкового навантаження робить “зелені” інвестиції більш привабливими та конкурентоспроможними порівняно з традиційними, навіть якщо

початкові витрати на них вищі. Це також сприятиме формуванню “зелених” ланцюжків постачання, що інтегрує принципи сталого розвитку на всіх етапах виробництва [98], сприяє оптимізації витрат та нарощуванню екологічного та економічного ефектів.

Сфера торгівлі є важливою ланкою, що формує зв’язок між виробниками та кінцевими споживачами. Її роль у формуванні сталого розвитку полягає в створенні ланцюгів постачання на основі етичних принципів, просуванні екологічно чистих товарів та відповідального споживання. Особливістю торгівельної сфери з точки зору фінансів є її значно менша капіталоемність (в частині основних засобів) у порівнянні із виробництвом. Також це можливість впливу на формування моделей споживання та логістику.

Фінансовими інструментами, що забезпечать ефективну імплементацію принципів сталого розвитку в роботу галузі мають стати цільові кредитні лінії та грантові програми. Вони спрямовуються на заходи щодо просування соціально-відповідальних та зелених продуктів, а також оптимізацію логістичних процесів. Останнє передбачає впровадження “зеленої” логістики. Також можуть отримати фінансові стимули заходи щодо розширення асортименту сертифікованих екологічних товарів (органічні продукти харчування тощо), придбання екологічного транспорту, оптимізації маршрутів для зменшення витрат палива (та, відповідно, й викидів), інвестиції у сортування та переробку відходів, а також маркетингову підтримку для просування “зелених” та екологічних продуктів.

Ця перевага сприятиме реалізації SDG 12 (Відповідальне споживання та виробництво) та SDG 11 (Сталі міста та громади) [14] через стимулювання переходу на більш екологічні логістичні рішення та збільшення доступності “зелених” товарів для споживачів. Пільгові умови фінансування ефективно зменшують витрати, пов’язані з переходом до більш сталих практик, а маркетингова підтримка сприяє збільшенню попиту на екологічну продукцію. Це також сприяє підвищенню репутації торговельних компаній, що важливо, оскільки неетичні рішення можуть негативно впливати на гудвіл та ринкову вартість підприємства. Оптимізація логістичних процесів через “зе-

лені” рішення (наприклад, зменшення споживання викопного пального, залучення до господарських потреб енергії із відновлюваних та місцевих джерел: сонячна, вітрова енергія, біогаз, біопаливо) безпосередньо підвищує операційну ефективність бізнесу. Компенсатором витрат за даним напрямком є збільшення податкових надходжень за рахунок нарощування обсягу операцій з екологічною продукцією по всіх ланках виробничо-логістичного ланцюжку – починаючи з її виробництва і завершуючи споживанням.

По фінансовій галузі перспективні напрямки трансформації в напрямку сталого розвитку та забезпечення при цьому ефективності значною мірою залежать від специфіки галузі та її поточного стану. Зокрема, зародковий рівень розвитку українського фінансового ринку та відсутність широкого спектру “зелених” та SDG-інструментів є проблемою для сталого фінансування. Стимулювати розвиток фінансової галузі в напрямку більш активного впровадження принципів етичного та “зеленого” фінансування можливо за рахунок певних преференцій. Зокрема, таких як надання регуляторних та ліцензійних переваг фінансовим установам, які розробляють, активно просувають та використовують у своїй практичній діяльності інноваційні “зелені” та SDG-фінансові інструменти. Також важливою в цьому аспекті є імплементація операторами фінансового ринку ESG-критеріїв у свої бізнес-моделі. Певною мірою це узгоджується із певними кроками НБУ в цьому напрямку, що підтверджує достовірність даного висновку. Так, НБУ свого часу (у 2021 р.) було презентовано Політику щодо розвитку сталого фінансування [148], що передбачає імплементацію ESG-факторів у корпоративне управління банків. Іншим напрямком роботи може стати запровадження програм спеціальних програм рефінансування проектів, що відповідають критеріям ESG та (або) SDG. Такі заходи ефективно знижують бар’єри для входу та інновацій на ринку сталого фінансування.

Обґрунтування даних преференцій полягає в тому, що вони формують стимули для фінансових установ (банки, інвестиційні фонди, страхові компанії та ін.) до інновацій у сфері сталого фінансування та сталого розвитку в широкому розумінні. Результатом стане розробка та поширення інноваційних фінансових інструментів,

орієнтованих на цільовий характер та ефективність інвестицій (наприклад, SDG облігації та “зелені” акції). Іншим важливим результатом є підвищення прозорості ринку через обов’язкове розкриття інформації про сталий характер діяльності та у відповідності до нормативних вимог щодо обов’язкового розкриття інформації емітентами цінних паперів. У свою чергу, це забезпечить привабливість даних фінансових інструментів для місцевих та іноземних інвесторів. Залучення коштів із місцевих (локальних) джерел сприятиме мобілізації значних внутрішніх ресурсів. В тому числі, конвертованих у віртуальні активи та таких, що знаходяться поза господарським обігом.

Разом із тим, реалізація запропонованих заходів, потребує уваги в напрямку формування сприятливого нормативно-правового середовища, що є критичним для фінансового сектору. Зокрема, потужний позитивний ефект слід очікувати від перегляду та адаптації наявних нормативів для стимулювання фінансування “зелених” і SDG-проектів. Іншим напрямком удосконалення нормативів є робота, спрямована на усунення адміністративних бар’єрів та зниження транзакційних витрат. Але особливу увагу слід приділити законодавчому врегулюванню віртуальних активів. Це відкриє доступ до значного фінансового потенціалу, що наразі залишається нерелізованим. При цьому залишається вимога гармонізації законодавчих ініціатив із чинними нормативами ЄС.

Наступною важливою умовою є сприяння формуванню та розвитку державно-приватного партнерства. Публічний сектор має відігравати значну роль у фінансуванні наукових пошуків, розробці інновацій та технологій, узгоджених з принципами сталого розвитку, максимально спрощуючи доступ до них для приватних підприємств. Надання пріоритету фінансуванню приватних проектів, які відповідають цим принципам, через кредитні, грантові або інші фінансові програми та інструменти, сприятиме гармонізації фінансових цілей підприємств із концепцією сталого розвитку, ефективному розподілу фінансових ресурсів державного, корпоративного сектору та приватних осіб на потреби фінансування проектів, узгоджених із цілями сталого розвитку.

Критичним в системі заходів, спрямованих на збільшення можливостей підприємств щодо використання інструментів фінансового ринку є наявність, формування та розвиток фінансового ринку як такого та зрозумілих і доступних фінансових інструментів. В першу чергу це стосується інфраструктури фінансового ринку. Завданнями в цьому напрямку є створення платформ для емісії та обігу “зелених” та SDG облігацій, підтримка розвитку рейтингових агентств, які працюють із SDG інструментами, технологічні інновації (інформаційні технології, блокчейн, децентралізовані фінанси та ін.).

Ще одним проблемним напрямком залишається захист інституційний захист інвесторів, захист власності, забезпечення рівних умов для ведення бізнесу.

Реалізація запропонованих заходів сприятиме мобілізації необхідних фінансових ресурсів для фінансування потреб сталого розвитку, сприятиме формуванню ефективного фінансового ринку та фінансових інструментів. Іншим позитивним ефектом є формування нової бізнес-культури, орієнтованої не на “хапай й тікай” бізнес, а на відповідальність та довгострокову цінність. Це є основою успішного повоєнного відновлення України. Ефективність даних заходів буде визначатися їхньою здатністю генерувати економічний, соціальний та екологічний ефекти, сприяти раціональному та ощадливому використанню фінансових та інших ресурсів, забезпечуючи у такий спосіб стаłe зростання та добробут.

3.4. Перспективні фінансові інструменти та ринки для фінансування потреб стабілізації та відновлення потенціалу підприємств

Стан сучасного фінансового ринку в Україні наразі залишає бажати кращого. Це особливо помітно у фондовому секторі. Такий стан речей істотно стримує економічний розвиток країни та ефективне використання як внутрішнього, так і зовнішнього потенціалу для фінансування потреб відновлення та розвитку. Зокрема, обсяг торгів на фондовому ринку, демонструє негативну динаміку, що підтверджу-

ється показником індексу ПФТС. А ринок акцій при цьому, взагалі залишається недорозвиненим.

Ситуація, що склалася низку негативних наслідків. В контексті даної роботи, основним з них є те, що фінансові ресурси, необхідні для стабілізації та відновлення підприємств, особливо в умовах воєнних викликів та подальшого повоєнного відродження, не можуть бути мобілізовані в належному обсязі, навіть тоді, коли вони є наявними та доступними.

Тобто, одним із парадоксальних аспектів поточної ситуації є наявність значного невикористаного потенціалу залучення фінансових ресурсів, що належать громадянам і зберігаються у формі готівкових та товарних активів, включно з криптовалютами. Жодного ефективного використання таких ресурсів не спостерігається. При цьому, за оцінками, обсяг криптовалютного ринку України на початок 2025 року становив понад 100 млрд дол. США [133]. В цей же час, обсяг прямих іноземних інвестицій у 2024 році був лише 3,551 млрд дол. США [142]. Це співвідношення показує, що криптовалютні активи резидентів України майже в 30 разів перевищують обсяг іноземних інвестицій. Крім того, приватні грошові перекази з-за кордону у 2024 році склали близько 9,5 млрд дол. США [142], що у 2,5 рази більше, ніж надходження іноземних інвестицій. Ці дані свідчать про те, що фінансовий ринок країни залишається недоступним для широкого кола громадян та малих і середніх підприємств (МСП). Додатково, ситуацію обтяжує відсутність належного законодавчого врегулювання віртуальних активів, що перешкоджає їх легалізації та використанню в корпоративному секторі. А використання криптовалютних фінансових інструментів фізичними особами переміщує їх у так звану “сіру” зону. І це не лише створює додаткові ризики для громадян, а ще й зменшує потенційний обсяг фінансових ресурсів, які могли би бути залучені на потреби стабілізації та відновлення потенціалу підприємств за допомогою традиційних та інноваційних фінансових інструментів. А отже, є системною проблемою, яка потребує свого розв’язання.

Такий стан речей створює потребу в системній трансформації фінансового ринку України. При цьому, наявність недорозвиненої інфраструктури, особливо у

фондовому сегменті, може стати своєрідною “перевагою”, оскільки дозволяє будувати нову, більш ефективну ринкову систему без необхідності демонтажу застарілих та малоефективних механізмів. Ключовою умовою такої трансформації є інтеграція принципів сталого розвитку, зокрема цілей сталого розвитку ООН (SDG), та системи показників ESG (Environmental, Social and Governance).

Запропоновану нами концептуальну модель трансформації відображено на малюнку рис. 3.2.

Згідно з розробленою нами схемою, для досягнення стабілізації та відновлення потенціалу підприємств України необхідно здійснити комплексну трансформацію фінансового ринку. Вона передбачає зміни в напрямках кілька взаємопов’язаних векторів.

При цьому, пріоритетним завданням є мобілізація значного внутрішнього фінансового потенціалу. Даний вектор передбачає формування умов для залучення коштів громадян, які зберігаються у населення на руках у формі готівки та криптоактивів. Як вже зазначалось, обсяг криптовалютних активів у розпорядженні українських резидентів значно перевищує обсяг іноземних інвестицій. Ці кошти є величезним невикористаним ресурсом. Його залучення до господарського обігу через механізми та інструменти фінансового ринку потребує адаптації нормативного середовища до сучасних реалій із тим, щоб декриміналізувати віртуальні активи та забезпечити їх безпечний обіг, вивести їх із штучно створеної “сірої зони”.

Разом із цим, необхідно сприяти формуванню доступного та прозорого фінансового ринку, який буде відкритим для широкого загалу, а не лише для великих інституційних інвесторів та фінансово-промислових груп. Це дозволить залучити інвестиційний потенціал пересічних громадян та МСП до господарського обігу. При цьому, пріоритет у фінансовій політиці має надаватися захисту інтересів власних громадян та створенню умов для ефективного залучення їхніх фінансових ресурсів на взаємовигідних умовах. Такий підхід узгоджується з досвідом таких країн, як Ізраїль, Тайвань, Лаос та Південна Корея, які продемонстрували можливість успішного фінансового та економічного зростання навіть в умовах постійної загрози

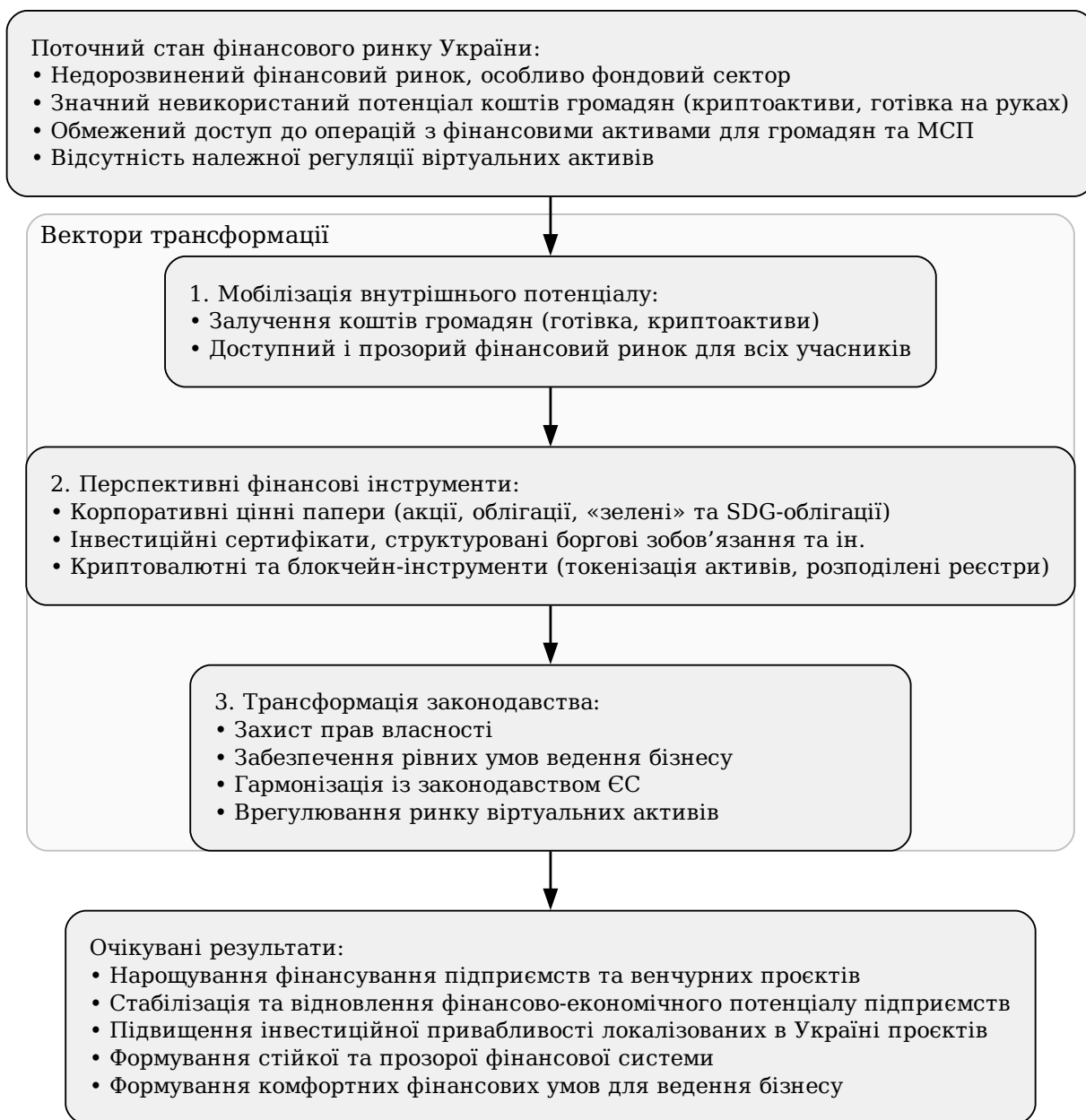


Рис. 3.2 – Концептуальна модель трансформації фінансового ринку України

воєнної агресії завдяки сильним інституціям та ефективній мобілізації внутрішнього потенціалу (див. с. 125, с. 138).

Для ефективного фінансування заходів, спрямованих на стабілізацію ситуації та відновлення підприємств важливе значення мають як корпоративні цінні папери, так і інноваційні цифрові інструменти. Серед корпоративних цінних паперів важливу роль відіграють облігації. Особливості даного інструменту обумовлюють його переваги для мобілізації капіталу на довгострокові проекти, розраховані на реалізацію із врахуванням положень концепції сталого розвитку.

Хоча сегмент недержавних облігацій в Україні наразі згортається, досвід країн ЄС, де “зелені” облігації мають законодавче регулювання (Директива 2023/2631) [28], підтверджує перспективність цього напрямку. Створення додаткових стимулів для розвитку ринку недержавних корпоративних облігацій, зокрема через спрощення процедур емісії та податкові пільги для інвесторів, які фінансують SDG-орієнтовані проекти, сприятиме активізації цього інструменту. Особливо перспективними в цьому аспекті є “зелені” облігації, концепція яких спрямовується на фінансування екологічних проектів. Також перспективними є запропоновані SDG облігації, які охоплюють ширший спектр, що охоплює 17 Цілей сталого розвитку ООН. Впровадження таких облігацій вимагає інституційної підтримки, розробки, реалізації та аналізу пілотних проектів, а також інтеграції з ESG-звітністю.

Акції також є перспективним інструментом для залучення довгострокового капіталу в проекти, узгоджені з концепцією сталого розвитку. Проте розвиток ринок акцій в Україні залишається недостатньо потужним, а індекс ПФТС демонструє негативну динаміку. Попри це, відсутність значного падіння під час війни свідчить про перебування ринку на “нижній межі”. А це означає наявність значного резерву для розвитку. Проте, для реалізації цього потенціалу необхідне суттєве покращення інвестиційного клімату, підвищення ліквідності ринку та формування стимулів для підготовки та здійснення емісій акцій компаніями, які відповідають ESG-стандартам.

Концепції “зелених” акцій, описані в літературі, також мають значний потенціал для залучення екологічно відповідального капіталу. При цьому, ризик втрати

контролю над підприємством є суттєвим фактором, який варто враховувати при обґрунтуванні параметрів емісії акцій.

В частині інвестиційних сертифікатів та структурованих боргових зобов'язань, слід зазначити на наступному. Інвестиційні сертифікати вже є одним з традиційних фінансових інструментів, що набули розвитку в Україні. Натомість структуровані боргові зобов'язання мають інноваційний характер і потребують опрацювання з тим, щоб також зайняти своє місце на фінансовому ринку. При цьому, ці обидва інструменти мають спільні риси. Зокрема, це те, що за своєю сутністю вони є своєрідним кошиком, в якому знаходиться набір корпоративних зобов'язань. У інвестиційних сертифікатах такі зобов'язання носять характер дивідендів і є довгостроковими. А структуровані боргові зобов'язання є радше короткостроковими і засновуються на відсоткових платежах. При цьому комплексний, структурований характер даних інструментів не лише диверсифікує ризики, але і дозволяє формувати різні за рівнем ризику фінансові інструменти для різних цільових груп інвесторів. Відповідно до їх толерантності до рівня ризику та більш або менш агресивного стилю ринкової стратегії. Тому розвиток цих інструментів сприятиме диверсифікації фінансових джерел для підприємств та зниженню ризиків для інвесторів. Особливо важливо це зазначити в контексті “зелених” та SDG-проектів.

Наступним важливим фінансовим інструментом, що потребує свого переосмислення є гарантії. Це - дієвий інструмент для зменшення ризиків та спрощення залучення коштів, особливо в контексті деризикінгу “зелених” та SDG-проектів.

І фінансовий лізинг, серед традиційних інструментів, зберігає свою привабливість для залучення капіталу у формі капітальних активів, маючи низький рівень ризиків та гнучкі умови, що дозволяє пришвидшене оновлення основних засобів та впровадження нових технологій, включаючи “зелені” та інші інноваційні рішення.

Потужний потенціал для МСП та технологічних секторів мають інноваційні цифрові фінансові інструменти, засновані на технології блокчейн, зокрема віртуальні та токенозовані активи. Ці інструменти можуть забезпечити прозоре залучення мікроінвестицій, цільове відстеження коштів та автоматизацію контролю за виконанням

проектів через смарт-контракти. Їхні переваги включають відкриті розподілені реєстри, які забезпечують незмінність, захист та достовірність записів. Це на технічному рівні реалізації даної технології робить контроль за рухом коштів прозорим. При цьому можлива також і певна конфіденційність власника гаманця (псевдонімність). Адже публічно доступною інформацією є лише унікальний ідентифікатор гаманця, а не персональні дані його власника.

Блокчейн та децентралізовані додатки (DApps) відкривають нові можливості для верифікації транзакцій, запобігання шахрайству та забезпечення прозорості операцій. Вони можуть бути використані для обліку активів та зобов'язань, ведення реєстрів, моніторингу транзакцій та логістики, управління відносинами з клієнтами (CRM), а також для рішень та інструментів у сфері децентралізованих фінансів (DeFi). Різні покоління блокчейну (1.0, 2.0, 3.0, 4.0) не виключають, а доповнюють одне одного, що підтверджується тривалою популярністю та капіталізацією біткойна. Проте, незважаючи на величезний невикористаний потенціал (обсяг капіталізації криптовалютних інструментів становить в Україні понад 100 млрд дол. США [133]), розвиток цих інструментів стримується через відсутність належного законодавчого врегулювання. Закон України “Про віртуальні активи”, прийнятий у 2022 році, досі не набув чинності через бездіяльність профільних органів щодо податкового регулювання. Це створює “сіру зону” та формує значні ризики для корпоративного сектору, перешкоджає легалізації та розкриттю потенціалу криптовалютних інструментів. Натомість, країни ЄС, на відміну від України, вже мають багаторічний досвід регулювання електронних грошей та криптоактивів. І успішно використовують ці інструменти в корпоративному секторі.

Шляхом до вирішення проблеми та реалізації перспектив, пов'язаних із ефективним використанням інноваційних фінансових інструментів, які використовують криптовалютні технології та інших є комплексна трансформація законодавства та інституційного середовища. При цьому, критично важливим є подолання системних проблем із забезпеченням верховенства права, захистом приватної власності.

Нами вже наводились дані щодо спроб незаконного заволодіння активами, що

належать іноземним інвесторів (див. с. 110). Такі ситуації створюють токсичний інвестиційний клімат і формують у потенційних інвесторів недовіру та закономірні очікування щодо високого ризику втрати інвестицій. Це, у свою чергу, викликає потребу у формуванні дієвої системи, яка забезпечить неухильне дотримання правових нормативів усіма учасниками і стане основою довіри. Основою для цього може виступити перезавантажена судова система, а також розвиток третейських судів та інституту медіаторства.

Іншим важливим напрямком роботи, спрямованої на формування ефективної системи розподілу і використання фінансових ресурсів є формування рівних умов та можливостей для ведення підприємницької діяльності. Вони мають бути такими незалежно від форми власності, належності до формальних та неформальних угруповань, наявності іноземних інвестицій тощо. Це включає в себе заходи щодо подолання корупційних ризиків та вибіркового застосування законодавчих нормативів. Зокрема, кращі умови для іноземних інвесторів порівняно з місцевими, закріплені в законодавстві, призводять до додаткових транзакційних витрат, пов'язаних із виведенням капіталу, зокрема, в офшори та його реінвестуванню вже через іноземні юрисдикції.

Для інтеграції у світову фінансову систему та залучення міжнародного капіталу вкрай важлива гармонізація українського законодавства із регуляціями Європейського Союзу. Особливо важливо зробити це у сфері фінансових інструментів та віртуальних активів. Тим більше, що країни ЄС мають багаторічний успішний досвід в цьому напрямку. Це дозволить розкрити величезний фінансовий потенціал криптоактивів для корпоративного сектору.

Нарощування залучень українських підприємств на зовнішніх фінансових ринках та мобілізація внутрішнього фінансового потенціалу потребують потужних інституційних змін. Поточна ситуація значною мірою ускладнюється тривалою російською збройною агресією і її наслідками. Але досвід таких країн, як Ізраїль, Тайвань, Лаос та Південна Корея (див. с. 125, с. 138), демонструє можливість успішного фінансового та економічного зростання навіть в умовах постійної воєнної

загрози. Що додатково доводить необхідність активної роботи у сфері розробки та впровадження фінансових інновацій не чекаючи на припинення дій агресора, які можуть тривати десятиріччями.

Рух в напрямку запропонованих векторів трансформації фінансового ринку України дозволить досягти низки важливих результатів. Насамперед, це сприятиме нарощуванню обсягів фінансування підприємств та венчурних проєктів. При цьому створення ефективного та прозорого фінансового ринку, доступного для широкого кола інвесторів, включно з громадянами та міжнародними партнерами, забезпечить збільшення обсягів залучення фінансових ресурсів для підприємств всіх секторів економіки за рахунок внутрішніх, локальних джерел. Це дозволить активно залучати капітал не лише для традиційних проєктів, але й для інноваційних та венчурних ініціатив, в тому числі - у “зелених” та технологічних галузях.

По-друге, реалізація запропонованих заходів має сприяти стабілізації та відновленню фінансово-економічного потенціалу підприємств. В даному контексті доступ до різноманітних фінансових інструментів, що відповідають принципам сталого розвитку, допоможе підприємствам не лише відновити зруйновані потужності, а й модернізувати їх, впроваджуючи сучасні, ресурсоефективні та екологічно чисті технології, що має стати пріоритетним напрямком фінансування. Це сприятиме підвищенню стійкості підприємств до зовнішніх шоків, формуватиме умови для підвищення конкурентоспроможності продукції та забезпечить їх довгострокове функціонування.

Наступним завданням і очікуваним ефектом є підвищення інвестиційної привабливості локалізованих в Україні проєктів. Системні зміни у законодавстві (захист прав власності, рівні умови ведення бізнесу, гармонізація нормативів з ЄС) та розвиток фінансового ринку сприятимуть підвищенню довіри у внутрішніх та зовнішніх інвесторів. Наслідком цього є те, що локалізовані в Україні фінансові платформи із відповідними фінансовими інструментами стануть привабливим майданчиком для інвестицій, у тому числі у проєкти, орієнтовані на сталий розвиток, які наразі є привабливішими за межами країни.

По-четверте, в переліку рекомендованих заходів і очікуваних результатів є формування стійкої та прозорої фінансової системи. При цьому слід зазначити, що стабільність фінансової системи України, продемонстрована в умовах російської збройної агресії та воєнного стану не викликає сумнівів. Але при цьому впровадження інноваційних цифрових інструментів на основі блокчейну, разом з інструментами, що враховують ESG-критерії та SDG-орієнтоване фінансування, забезпечить високий рівень прозорості та зменшить корупційні ризики. В кінцевому підсумку це сприятиме трансформації фінансової системи на таку, яка ефективніше розподіляє ресурси та підтримує економічне зростання, а також заохочує відповідальність усіх учасників за свої дії.

Системним, синергетичним ефектом від реалізації даних заходів стане формування комфортних фінансових умов для ведення бізнесу. Його ознаками є усунення адміністративних бар'єрів, спрощення процедур залучення та використання фінансових ресурсів, а також чітке та передбачуване законодавче регулювання, в тому числі у сфері віртуальних активів, поширення інноваційних фінансових інструментів. Все це в комплексі спрямоване на формування сприятливого середовища для підприємницької діяльності. Це дозволить бізнесу зосередитися на розвитку та інноваціях, а не на подоланні регуляторних перешкод та ризиків, зменшить непродуктивні транзакційні витрати та витрати на адміністрування. Реалізація зазначених заходів сприятиме більш ефективному використанню фінансових ресурсів, їх залученню із внутрішніх та зовнішніх джерел, формуванню нової бізнес-культури, орієнтованої на відповідальність та довгострокову цінність, що є основою успішного повоєнного відновлення України.

Висновки до розділу 3

1. Обґрунтовано перспективи ефективного фінансування потреб сталого розвитку підприємств в умовах сучасних викликів, зокрема воєнних та повоєнного

відновлення України. На основі проведеного аналізу встановлено, що нинішній стан фінансового ринку України, особливо його фондового сегменту, значною мірою стримує економічний розвиток та не дозволяє ефективно використовувати наявний потенціал внутрішніх і зовнішніх джерел фінансування. Основною проблемою є домінування державних цінних паперів та згортання сегменту недержавних фінансових інструментів. Це обмежує можливості залучення капіталу для розвитку підприємств. Проте саме недорозвиненість інфраструктури фінансового ринку може стати перевагою, оскільки дозволяє будувати нову, ефективнішу систему без необхідності демонтажу застарілих механізмів, інтегруючи при цьому принципи сталого розвитку, зокрема цілі SDG та критерії ESG.

2. Важливим напрямком трансформації фінансового ринку є впровадження інноваційних фінансових інструментів, таких як “зелені” та SDG-орієнтовані облігації. А також кредити та цінні папери, які сприятимуть мобілізації ресурсів для проектів, узгоджених з принципами сталого розвитку. Перспективним також є розвиток децентралізованої мережі електронних фінансів, що дозволить спростити доступ до фінансових ресурсів для підприємств різних регіонів. Втім, реалізація цього завдання ускладнюється неформальним характером діяльності таких проектів, що обмежує їхні можливості через білі плями у регулюванні. Нормативне врегулювання такої діяльності дозволило б розширити доступ до фінансових ресурсів на національному та міжнародному рівнях, відкрити шлях до створення нових інноваційних фінансових інструментів, та сприяло б активізації фінансового ринку.
3. Особливої уваги потребує робота в напрямку розвитку інноваційних цифрових фінансових інструментів, зокрема віртуалізації та токенизації активів. Потенціал даного ринку в Україні оцінюється в понад 100 млрд доларів США. Проте їх використання стримується через відсутність належного законодавчого регулювання, зокрема податкового. Це створює для корпоративного сектору “сіру зону” та формує значні ризики. Легалізація віртуальних активів та гармонізація

законодавства з нормами ЄС відкривають доступ до значного фінансового потенціалу, який наразі залишається нереалізованим. Це особливо важливо в контексті досвіду країн, таких як Ізраїль, Тайвань та Південна Корея, які продемонстрували можливість економічного зростання навіть в умовах воєнних загроз завдяки сильним інституціям та ефективній мобілізації внутрішнього потенціалу.

4. Етичне фінансування інтегрує в собі не лише екологічні, але й соціальні та управлінські критерії. Це є критично важливим для формування стійкої та відповідальної фінансово-економічної системи. На відміну від “зелених” фінансів, що зосереджені виключно на екологічних аспектах, етичне фінансування передбачає ширший спектр принципів, включаючи прозорість, підзвітність та відповідальне управління. Це дозволяє не лише уникати негативного впливу на суспільство та навколишнє середовище, а й активно сприяти вирішенню соціальних проблем через інвестиції з позитивним впливом. Важливим кроком у цьому напрямку є імплементація ESG-критеріїв та SDG-орієнтованих інвестицій, що вже знаходить відображення в політиці Національного банку України та інших регуляторів.
5. Формування системи преференцій для соціально-відповідальних та “зелених” проектів є необхідною умовою для сталого розвитку фінансово-економічної системи України. Диференційований підхід до різних сегментів економіки, зокрема малих і середніх підприємств, виробництва, торгівлі та фінансового сектору, дозволить сформувати точки швидкого зростання та забезпечити комплексну ефективність заходів. Для малих і середніх підприємств особливо важливим є спрощення доступу до кредитних ресурсів через пільгові умови для “зелених” та SDG-кредитів, а також запровадження цільових програм надання державних гарантій, що знижуватиме фінансове навантаження та підвищуватиме привабливість інвестицій у сталі ініціативи. У виробничій сфері ключовим є впровадження податкових стимулів та прискореної амортизації для інвестицій у “зелені” технології, що сприятиме модернізації виробництв та

переходу на екологічно чисті рішення.

6. У сфері торгівлі перспективними є цільові кредитні лінії та грантові програми, спрямовані на просування соціально-відповідальних та “зелених” продуктів, а також оптимізацію логістичних процесів. Це сприятиме реалізації цілей сталого розвитку, зокрема відповідального споживання та виробництва та сталого розвитку міст і громад. Для фінансового сектору важливим є надання регуляторних та ліцензійних переваг установам, які активно впроваджують “зелені” та SDG-фінансові інструменти, що має стимулювати розвиток ринку сталого фінансування.
7. В кінцевому підсумку реалізація запропонованих заходів сприятиме мобілізації необхідних фінансових ресурсів для фінансування потреб сталого розвитку, формуванню ефективного фінансового ринку, розвитку нових інноваційних фінансових інструментів. Це дозволить залучити необхідні фінансові ресурси для відновлення та модернізації підприємств, впровадження ресурсоефективних та екологічно чистих технологій, сприятиме підвищенню стійкості підприємств до зовнішніх шоків та підвищенню їх конкурентоспроможності. Крім того, системні зміни у законодавстві, зокрема щодо захисту прав власності та гармонізації нормативів з ЄС, сприятимуть підвищенню інвестиційної привабливості України та формуванню сприятливого середовища для підприємницької діяльності, орієнтованої на довгострокову цінність та відповідальність.

ВИСНОВКИ

1. Запропоновано концептуальну модель трансформації фінансового ринку України з пріоритетом на фінансування потреб сталого розвитку підприємств. Дана модель є системною відповіддю на виклики сьогодення. Модель базується на трьох взаємопов'язаних векторах: мобілізації внутрішнього потенціалу, розвитку перспективних фінансових інструментів та трансформації законодавчого поля. Особливого значення набуває перший вектор, оскільки він передбачає залучення фінансових ресурсів, які вже є наявними в Україні і потенціал яких оцінюється в понад 100 млрд доларів США. Це на порядок перевищує річні обсяги прямих іноземних інвестицій. Важливою умовою практичної реалізації моделі є не лише нормативне врегулювання криптоактивів (третій вектор), а й створення спеціалізованої інфраструктури, в тому числі - децентралізованої, що дозволить підприємствам суттєво спростити доступ до залучень капіталу. Другий вектор моделі акцентує увагу на розвитку інноваційних фінансових інструментів, зокрема “зелених” та SDG-орієнтованих облігацій, які вже довели свою ефективність у країнах ЄС. Для України важливим моментом також є запровадження механізмів верифікації проектів, що фінансуються через ці інструменти, з метою уникнення “грінвошингу” та забезпечення реального сприяння реалізації цілей сталого розвитку. Третій вектор передбачає гармонізацію національного законодавства з європейськими стандартами, зокрема директивою 2023/2631 щодо “зелених” облігацій, нормативним регулюванням криптовалютних активів та фінансових ринків в цілому, що є необхідною передумовою для інтеграції українського фінансового ринку в глобальні ланцюги переміщення капіталу та залученню глобальних фінансових ресурсів на потреби розвитку українських підприємств.
2. Запропоноване авторське визначення “зелених фінансів”, сформульоване на основі аналізу генезису концепції сталого розвитку в історичній, географі-

чній та соціально-культурній ретроспективі. Дане визначення виходить за межі традиційного розуміння цього терміну як сукупності лише фінансових інструментів і охоплює також відповідну інфраструктуру та фінансові відносини, що обслуговують завдання збереження навколишнього середовища, формуючи у такий спосіб цілісну екосистему сталого фінансування. Згідно із запропонованим визначенням під “зеленими” фінансами слід розуміти сукупність фінансових інструментів, відповідних їм інфраструктури та фінансових відносин, що обслуговують завдання збереження навколишнього середовища й відповідають принципам сталого розвитку.

Практичне значення запропонованого визначення полягає в можливості розробки диференційованих фінансових продуктів для різних категорій підприємств, враховуючи їхні специфічні потреби та можливості. Наприклад, для виробничих компаній доцільним є запровадження податкових пільг на інвестиції в “зелені” технології, тоді як для торгівельних підприємств – грантові програми на оптимізацію логістичних процесів в напрямку впровадження “зеленої” логістики.

3. Досліджено структуру та взаємозв’язки між різними видами фінансування – “зеленим”, соціально відповідальним та етичним. Аналіз проведено через призму ESG-концепції. Він дозволив виявити синергію та взаємодоповнюваність аналізованих видів фінансування. Зокрема, якщо “зелене” фінансування зосереджується на екологічних аспектах, то соціально відповідальне та етичне фінансування розширюють цей підхід, включаючи соціальні та управлінські критерії. Це підвищує стійкість фінансових рішень. Етичне фінансування є найбільш широкою концепцією і виходить за межі ESG, доповнюючи його моральними та ціннісними аспектами, такими як прозорість, підзвітність та відповідальне управління. Це є критично важливим для формування довіри інвесторів та суспільства. Також, особливістю цього підходу є те, що кожний наступний вид фінансування включає до свого складу попередній та доповнює його новими ознаками.

Практичне значення даного підходу полягає у формуванні наукового базису для розробки комплексних фінансових інструментів та продуктів, які поєднують різні види фінансування. Наприклад, комбіновані SDG-кредити з пільговими ставками для підприємств, що одночасно реалізують екологічні та соціальні проекти, можуть стати ефективним інструментом для банківського сектору. Інтеграція ESG-критеріїв у скорингові моделі банків дозволить знизити кредитні ризики та підвищити привабливість таких продуктів для інвесторів. Крім того, цей підхід сприятиме формуванню стійкої фінансово-економічної системи, де фінансові рішення враховують не лише економічну ефективність, але й соціальні та екологічні наслідки.

4. З метою обґрунтування пріоритетних напрямків застосування фінансових інструментів проведено їх класифікацію та оцінку потенціалу їх використання на цілі повоєнного відновлення та формування сталого розвитку. Виявлено, що найбільший потенціал для цільового фінансування екологічних проектів та ініціатив, що відповідають цілям сталого розвитку мають “зелені” та SDG-облігації. При цьому, SDG-облігації розширюють можливості підприємств щодо мобілізації коштів, оскільки охоплюють ширший спектр проектів у порівнянні із “зеленими”. Банківські кредити, особливо з імплементацією SDG-критеріїв, залишаються інструментом “першого вибору” для малих і середніх підприємств, оскільки забезпечують більш оперативний доступ до фінансових ресурсів.

Що стосується векселів, то вони демонструють обмежений потенціал через можливі проблеми із ліквідністю та високі ризики. А їх короткостроковий характер робить векселі малопридатними для фінансування довгострокових проектів. Перспективними напрямками інновацій є токенизація активів та смарт-контракти, які можуть спростити доступ підприємств до фінансових ресурсів, особливо на основі інструментів децентралізованих фінансів. Проте їхнє впровадження стримується відсутністю належного законодавчого регулювання. Це створює “сіру зону” для бізнесу та підвищує ризики.

5. Проведений в ході виконання цієї роботи аналіз стану фінансового ринку України виявив системні проблеми, що стримують фінансування потреб сталого розвитку підприємств. Основною з них є домінування державних боргових інструментів на ринку цінних паперів. Це значною мірою обмежує можливості недержавних емітентів залучати капітал. На підтвердження викладеного, слід відмітити, що обсяги торгів на ПФТС у 2022 році скоротилися на 60% порівняно з 2021 роком. При цьому відновлення ринку відбувається переважно за рахунок емісії державних цінних паперів. Такий стан справ формує дисбаланс на ринку та обмежує доступ підприємств до фінансових ресурсів.
- Додатковою проблемою є високі відсоткові ставки, які роблять боргові інструменти (такі як банківські кредити та облігації) надто дорогими для підприємств. При цьому, для корпоративного сектору середні ставки становлять 12–18%, тоді як для домогосподарств вони сягають 36%, що в умовах обмежених ресурсів перерозподілює пріоритети кредиторів із корпоративного сектору на населення і обмежує кредитування для підприємств. Також, ринок боргових цінних паперів характеризується нестабільністю в сегменті нефінансових корпорацій, де обсяги заборгованості відновлюються повільно після кожного економічного спаду. Це вказує на інституційні бар'єри та дискримінацію цього сектору, що потребує системних змін у законодавстві та регуляторній політиці.
6. Встановлено, що перспективи впровадження інноваційних фінансових інструментів для фінансування сталого розвитку підприємств визначаються їхньою здатністю поєднувати традиційні механізми залучення капіталу із сучасними технологічними рішеннями, що відповідають принципам ESG та цілям сталого розвитку. Зокрема, “зелені” та SDG облігації довели свою ефективність у країнах ЄС, де ринок таких інструментів демонструє динамічне зростання завдяки чіткому законодавчому регулюванню та механізмам верифікації проектів. В Україні широке впровадження даних інструментів стримується відсутністю стандартизованих процедур оцінки відповідності проектів принципам сталого розвитку, пробілами у нормативній базі.

Такі інноваційні фінансові інструменти, як децентралізовані фінанси (DeFi) та технології смарт-контрактів, відкривають нові можливості для мобілізації фінансових ресурсів, особливо для малих і середніх підприємств. Ці інструменти дозволяють автоматизувати процеси фінансування, знизити транзакційні витрати та підвищити прозорість операцій. Проте, їх впровадження в Україні ускладнюється правовою невизначеністю та відсутністю регуляторних механізмів.

Разом із тим, особливе значення має інтеграція інноваційних інструментів з традиційними механізмами фінансування, такими як банківські кредити та цільові програми державних гарантій. Наприклад, комбінування SDG-облігацій з пільговими кредитами для МСП може створити синергетичний ефект, знижуючи фінансове навантаження на підприємства та підвищуючи їхню інвестиційну привабливість. Отже, впровадження інноваційних фінансових інструментів потребує комплексного підходу, який поєднує нормативне регулювання, розвиток інфраструктури та інтеграцію з наявними фінансовими інструментами та технологіями, а також із глобальними фінансовими системами. Це дозволить не лише мобілізувати необхідні ресурси для сталого розвитку підприємств, а й створити стійку фінансову екосистему, здатну адаптуватися до сучасних викликів.

7. На основі комплексного підходу опрацьовано перспективні напрямки інтеграції в глобальну та європейську фінансові системи. Спрямовані на це заходи дозволять активізувати механізми залучення фінансових ресурсів для відновлення та сталого розвитку українських підприємств із глобального фінансового ринку. На основі проведеного аналізу найбільш перспективними напрямками співпраці визначено Польщу, США та Сполучене Королівство. Але недолугий стан фінансового ринку в Україні, нестача надійних та ефективних фінансових інструментів, а також інституційні проблеми, такі як нерівні умови ведення бізнесу та правова невизначеність стримують рух в цьому напрямку. Порівняння з такими країнами, як Польща, де капіталізація фондового ринку на душу насе-

лення вища за Україну в 16,7 разів, демонструє значний резерв для зростання. Він може бути реалізований за умови гармонізації законодавства з міжнародними стандартами та покращення захисту прав власності. Системні зміни у законодавстві, зокрема в напрямку гармонізації з нормами ЄС, сприятимуть формуванню умов для залучення як зовнішніх, так і внутрішніх інвестицій, що забезпечить синергетичний ефект для економічного відновлення.

8. Розробка обґрунтування перспектив розвитку фінансових інструментів на основі криптовалютних технологій та віртуальних активів дозволили виявити потужний потенціал для залучення фінансування. Подальший аналіз вказує на підвищений рівень ризиків при роботі з даними інструментами. Разом із тим, окремі криптовалютні технології та відповідні інструменти є мало- або навіть безризиковими. Це, зокрема, облік, ведення реєстрів та інші операції на основі технології блокчейн, що не пов'язані із безпосереднім проведенням фінансових транзакцій.

Фінансовий потенціал сегменту криптовалютних активів в Україні в цілому оцінюється в понад 100 млрд доларів США. В глобальному масштабі оцінка даного сегменту фінансового ринку перевищує 3 трлн доларів в еквіваленті. Це вказує на значний ресурс для мобілізації капіталу, який залишається практично невикористаним. Реалізація даного потенціалу стримується через відсутність належного законодавчого регулювання. Це створює для бізнесу “сіру зону” та формує суттєві ризики. Легалізація віртуальних активів та гармонізація законодавства з нормами ЄС відкриють доступ до фінансових ресурсів, які наразі залишаються нереалізованими. Такий підхід дозволить не лише розширити спектр інноваційних фінансових інструментів, а й створить умови для впровадження токенизації активів та технологій смарт-контрактів, що сприятиме підвищенню прозорості та ефективності фінансових операцій.

9. Встановлено раціональність використання банківського кредиту як фінансового інструменту першого вибору для малих і середніх підприємств (МСП) в умовах пошуку зовнішніх джерел фінансування. Такий вибір визначається

доступністю та відносною простотою процедур банківського кредитування у порівнянні з іншими фінансовими інструментами. При цьому актуальності набуває імплементація критеріїв сталого розвитку (SDG) у практику кредитування. Це дозволяє доповнити традиційні критерії фінансової ефективності врахуванням принципів соціальної та екологічної відповідальності. Такий підхід не лише підвищує стійкість фінансових рішень, а й сприяє формуванню позитивного іміджу підприємств та банківських установ, що впроваджують SDG практики.

Важливим елементом цього процесу є запровадження програм державних гарантій для кредитів, спрямованих на фінансування проектів, що відповідають SDG-критеріям. Це дозволяє знизити кредитні ризики для банків та підвищити доступність фінансових ресурсів для МСП, які часто стикаються з обмеженими можливостями залучення капіталу. Іншим позитивним ефектом є сприяння розвитку сталого бізнесу та підвищенню його конкурентоспроможності.

Імплементація SDG-критеріїв у кредитні політики банків також сприяє формуванню стійкої фінансово-економічної системи, де фінансові рішення враховують не лише економічну доцільність, а й соціальні та екологічні впливи. Це сприятиме реалізації проектів, що відповідають глобальним цілям сталого розвитку, економічному зростанню та соціальному добробуту.

БІБЛІОГРАФІЯ

1. Nováček P. After Rio+20: Preparing for Sustainable Retreat? *quageo*. 2013. Feb. Vol. 32, no. 1. P. 55–60. DOI: 10.2478/quageo-2013-0007. URL: <http://dx.doi.org/10.2478/quageo-2013-0007>.
2. Report of the United Nations Conference on Environment and Development. New York : United Nations, 1993. 486 p. ISBN: 92-1-100498-5.
3. Lele S. Rethinking Sustainable Development. *Current History*. 2013. Nov. Vol. 112, no. 757. P. 311–316. DOI: 10.1525/curh.2013.112.757.311. URL: <http://dx.doi.org/10.1525/curh.2013.112.757.311>.
4. The Limits to Growth / Meadows D. H., Meadows D. L., Randers J., and III W. W. B. New York : Universe Books, 1972. 205 p. ISBN: 0-87663-165-0.
5. Lovelock J. Gaia, a New Look at Life on Earth. London : Oxford University Press, 1979. 157 p. ISBN: 9780192176653.
6. The Biosphere and Noosphere Reader / ed. by Pitt D., Samson P. R. London : Routledge, 1998. 222 p. ISBN: 0415166454.
7. Lovelock J. The Revenge of Gaia. Why the Earth is Fighting Back - and how We Can Still Save Humanity. New Delhi : Allen Lane, 2006. 176 p. ISBN: 9780713999143.
8. UN. Agenda 21: Earth Summit: The United Nations Programme of Action from Rio. United Nations, 1993. ISBN: 978-92-1-100509-7.
9. Diamond J. Collapse: How Societies Choose to Fail or Succeed. New York : Viking, 2005. 576 p. ISBN: 9780143036555.
10. Guimarães R., Fontoura Y. Desenvolvimento sustentável na Rio+20: discursos, avanços, retrocessos e novas perspectivas. *Cadernos EBAPE.BR*. 2012. Sep. Vol. 10, no. 3. P. 508–532. DOI: 10.1590/s1679-39512012000300004. URL: <http://dx.doi.org/10.1590/S1679-39512012000300004>.

11. Morris J. Confuse: How Jared Diamond Fails to Convince. *Energy & Environment*. 2005. July. Vol. 16, no. 3–4. P. 395–421. DOI: 10.1260/0958305054672376. URL: <http://dx.doi.org/10.1260/0958305054672376>.
12. Cléménçon R. Welcome to the Anthropocene: Rio+20 and the Meaning of Sustainable Development. *The Journal of Environment & Development*. 2012. Aug. Vol. 21, no. 3. P. 311–338. DOI: 10.1177/1070496512457289. URL: <http://dx.doi.org/10.1177/1070496512457289>.
13. The Future We Want. Rio de Janeiro : United Nations, 2012. 72 p. URL: <https://sdgs.un.org/sites/default/files/publications/733FutureWeWant.pdf>.
14. Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development [Electronic resource]. 2015. URL: <https://sdgs.un.org/sites/default/files/publications/21252030AgendaforSustainableDevelopmentweb.pdf>.
15. Standards Guidance for SDG Impact Standards for Enterprises [Electronic resource]. 2021. URL: https://sdgimpact.undp.org/assets/20220318_UNDP_SDG_Impact_Standards_Guidance_for_Enterprise_Standards.pdf.
16. Making Investment Grade: The Future of Corporate Reporting [Electronic resource]. Cape Town : United Nations, Deloitte, University of Stellenboch, 2012. 136 p. URL: https://sdgs.un.org/sites/default/files/publications/651Making_Investment_Grade.pdf.
17. Ivanova M. Reforming the institutional framework for environment and sustainable development: Rio+20's subtle but significant impact. *International Journal of Technology Management & Sustainable Development*. 2013. Sep. Vol. 12, no. 3. P. 211–231. DOI: 10.1386/tmsd.12.3.211_1. URL: http://dx.doi.org/10.1386/tmsd.12.3.211_1.
18. UN. The 17 Goals | Sustainable development [Electronic resource]. 2024. URL: <https://sdgs.un.org/goals#history>.
19. Financing the Green Transformation / Volz U., Böhnke J., Eidt V., Knierim L.,

- Richert K., and Roeber G. M. Palgrave Macmillan UK, 2015. ISBN: 9781137486127. DOI: 10.1057/9781137486127. URL: <http://dx.doi.org/10.1057/9781137486127>.
20. Дорошенко В. М. Сучасні інструменти фінансування енергозбереження: "Green Finances". *Збірник наукових праць ЧДТУ. Серія: Економічні науки*. 2019. Липень. № 50. С. 49–53.
 21. Карлін М. І., Івашко О. А. Зелені фінанси як новий напрям залучення інвестицій в економіку України. *Економічний форум*. 2020. July. Vol. 1, no. 3. P. 97–104. DOI: 10.36910/6775-2308-8559-2020-3-15. URL: <http://dx.doi.org/10.36910/6775-2308-8559-2020-3-15>.
 22. Олійник Д. Вплив "зелених фінансів" на економічні, соціальні та екологічні наслідки: виклики сьогодення [Електронний ресурс]. *Незалежний аудитор*. 2016. № 11(58). URL: http://n-auditor.com.ua/ru/component/na_archive/1490.html?view=material.
 23. Трушкіна Н., Боярко І. Зелені фінанси у контексті концепції сталого розвитку: бібліометричний і трендовий аналіз. *Society. Economy. Digitalization*. 2024. May. Vol. 1, no. 1. P. 13–28. DOI: 10.31379/sed.1.1.2024.7. URL: <http://dx.doi.org/10.31379/sed.1.1.2024.7>.
 24. Oanh T. T. K. Sustainable development: Driving force from the relationship between finance inclusion, green finance and green growth. *Sustainable Development*. 2023. Nov. Vol. 32, no. 3. P. 2811–2829. DOI: 10.1002/sd.2808. URL: <http://dx.doi.org/10.1002/sd.2808>.
 25. Bhatnagar M., Taneja S., Özen E. A wave of green start-ups in India—The study of green finance as a support system for sustainable entrepreneurship. *Green Finance*. 2022. Vol. 4, no. 2. P. 253–273. DOI: 10.3934/gf.2022012. URL: <http://dx.doi.org/10.3934/GF.2022012>.
 26. Radu A. L., Scricciu M. A., Caracota D. M. Carbon Footprint Analysis: Towards a Projects Evaluation Model for Promoting Sustainable Development. *Procedia*

- Economics and Finance*. 2013. Vol. 6. P. 353–363. DOI: 10.1016/s2212-5671(13)00149-4. URL: [http://dx.doi.org/10.1016/S2212-5671\(13\)00149-4](http://dx.doi.org/10.1016/S2212-5671(13)00149-4).
27. Fu C., Lu L., Pirabi M. Advancing green finance: a review of sustainable development. *Digital Economy and Sustainable Development*. 2023. Vol. 1, no. 1. DOI: 10.1007/s44265-023-00020-3. URL: <http://dx.doi.org/10.1007/s44265-023-00020-3>.
 28. Regulation (EU) 2023/2631 of the European Parliament and of the Council of 22 November 2023 on European Green Bonds and optional disclosures for bonds marketed as environmentally sustainable and for sustainability-linked bonds [Electronic resource]. 2023. URL: <http://data.europa.eu/eli/reg/2023/2631/oj>.
 29. The Green Bond Principles, 2016 [Electronic resource]. 2016. URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/GBP-2016-Final-16-June-2016.pdf>.
 30. Запровадження зелених облігацій в Україні як інструмент залучення інвестицій в проекти з енергоефективності та ВДЕ [Електронний ресурс]. 2017. URL: https://saee.gov.ua/sites/default/files/Green_bonds_Ukraine.pdf.
 31. Voica M. C., Panait M., Radulescu I. Green Investments – Between Necessity, Fiscal Constraints and Profit. *Procedia Economics and Finance*. 2015. Vol. 22. P. 72–79. DOI: 10.1016/s2212-5671(15)00228-2. URL: [http://dx.doi.org/10.1016/s2212-5671\(15\)00228-2](http://dx.doi.org/10.1016/s2212-5671(15)00228-2).
 32. Kazlauskiene V., Draksaite A. Green Investment Financing Instruments. *Advances in Business Strategy and Competitive Advantage*. IGI Global, 2020. P. 189–213. DOI: 10.4018/978-1-7998-2193-9.ch010. URL: <http://dx.doi.org/10.4018/978-1-7998-2193-9.ch010>.
 33. Berensmann K., Dafe F., Lindenberg N. Demystifying green bonds. *Research Handbook of Investing in the Triple Bottom Line*. Edward Elgar Publishing, 2018. Aug. P. 333–352. ISBN: 9781786439994. DOI: 10.4337/9781788110006.00023. URL: <http://dx.doi.org/10.4337/9781788110006.00023>.
 34. Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку 1 “Загальні вимоги

до фінансової звітності” [Електронний ресурс]. 2013. Затв. наказом Міністерства фінансів України №73 від 07.02.2013. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0336-13>.

35. Гаряга Л. Фінансовий ринок: контент-аналіз особливостей трактування. *Socio-economic relations in the digital society*. 2021. Вип. № 2(41). С. 24–30. DOI: 10.18371/2221-755x2(41)2021249961. URL: [http://dx.doi.org/10.18371/2221-755X2\(41\)2021249961](http://dx.doi.org/10.18371/2221-755X2(41)2021249961).
36. Selgin G. In defense of bank suspension. *Journal of Financial Services Research*. 1993. Dec. Vol. 7, no. 4. P. 347–364. DOI: 10.1007/bf01046928. URL: <http://dx.doi.org/10.1007/BF01046928>.
37. Selgin G. A., White L. H. How would the invisible hand handle money. *Journal of Economic Literature*. 1994. Dec. Vol. XXXII. P. 1718–1749. URL: <https://www.jstor.org/stable/2728792>.
38. White L. H. Free Banking in History and Theory [Electronic resource]. *SSRN Electronic Journal*. 2014. DOI: 10.2139/ssrn.2435536. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2435536>.
39. Evans A. J. What is the Latin for ‘Mayonnaise’? A Response to Bagus, Howden and Gabriel. *Journal of Business Ethics*. 2014. July. Vol. 131, no. 3. P. 619–623. DOI: 10.1007/s10551-014-2299-0. URL: <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-014-2299-0>.
40. Hansen K. J. M. Review Essay: Sound Money without Free Banking: Revisiting Economic Principles. *Quarterly Journal of Austrian Economics*. 2023. Oct. Vol. 26, no. 3. DOI: 10.35297/qjae.010167. URL: <http://dx.doi.org/10.35297/qjae.010167>.
41. Bagus P., Howden D., Gabriel A. Oil and Water Do Not Mix, or: Aliud Est Credere, Aliud Deponere. *Journal of Business Ethics*. 2014. Feb. Vol. 128, no. 1. P. 197–206. DOI: 10.1007/s10551-014-2087-x. URL: <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-014-2087-x>.
42. Falalieieva L., Strilets B. Capital Movement Restrictions in EU Law: Retrospective and Modern Approaches, Development Trends. *European Studies*. 2023. Dec.

- Vol. 10, no. 1. P. 53–86. DOI: 10.2478/eustu-2023-0003. URL: <http://dx.doi.org/10.2478/eustu-2023-0003>.
43. Hamuľák O. Unveiling the overlooked freedom – the context of free movement of capital and payments in the EU law. *International and Comparative Law Review*. 2012. Dec. Vol. 12, no. 2. P. 129–145. DOI: 10.1515/iclr-2016-0091. URL: <http://dx.doi.org/10.1515/iclr-2016-0091>.
 44. Про валюту і валютні операції [Електронний ресурс]. 2018. Закон України №2473-VIII від 21.06.2018. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/main/2473-19>.
 45. Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення [Електронний ресурс]. 2019. Закон України №361-IX від 06.12.2019. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/361-20>.
 46. Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану [Електронний ресурс]. 2022. Постанова НБУ №18 від 24.02.2022. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0018500-22>.
 47. Nakamoto S. Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System [Electronic resource]. *SSRN Electronic Journal*. 2008. DOI: 10.2139/ssrn.3440802. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3440802>.
 48. A systematic review on evolution of blockchain generations / Srivastava A., Bhattacharya P., Singh A., and Mathur A. *ITEE Journal*. 2018. Dec. Vol. 7, no. 6. P. 1–8.
 49. Badari A., Chaudhury A. An Overview of Bitcoin and Ethereum White-Papers, Forks, and Prices [Electronic resource]. *SSRN Electronic Journal*. 2021. DOI: 10.2139/ssrn.3841827. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3841827>.
 50. Raval S. Decentralized Applications: Harnessing Bitcoin's Blockchain Technology. Boston : O'Reilly Media, 2016. 116 p.
 51. Про віртуальні активи [Електронний ресурс]. Закон України №2074-IX від 17.02.2022. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2074-20>.

52. Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку 13 “Фінансові інструменти” [Електронний ресурс]. 2001. Затверджено Наказом МФУ №559 від 30.11.2001. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1050-01>.
53. Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 32 (МСБО 32). Фінансові інструменти: подання [Електронний ресурс]. 2012. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/929_029.
54. Господарський кодекс України [Електронний ресурс]. 2003. Документ №436-IV від 16.01.2003. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/436-15/>.
55. Цивільний кодекс України [Електронний ресурс]. 2003. Документ №435-IV від 16.01.2003. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/435-15/>.
56. Податковий кодекс України [Електронний ресурс]. 2010. Документ №2755-VI від 02.12.2010. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17/ed20130203/>.
57. Про банки і банківську діяльність [Електронний ресурс]. 2001. Закон України №2121-III від 07.12.2000. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2121-14/>.
58. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки [Електронний ресурс]. 2006. Закон України №3480-IV від 23.02.2006. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/>.
59. Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків [Електронний ресурс]. 1996. Закон України №448/96-ВР від 30.10.1996. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-vr/>.
60. Про акціонерні товариства [Електронний ресурс]. 2022. Закон України №2465-IX від 27.07.2022. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2465-20/>.
61. Про господарські товариства [Електронний ресурс]. 1991. Закон України №1576-XII від 19.09.1991. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1576-12/>.
62. Про фінансовий лізинг [Електронний ресурс]. 2021. Закон України №1201-IX від 04.02.2021. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1201-20/>.
63. Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку 24 “Прибуток на

- акцію” [Електронний ресурс]. 2001. Затв. наказом Міністерства фінансів України №344 від 16.07.2001. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0647-01/>.
64. Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку 34 “Платіж на основі акцій” [Електронний ресурс]. 2008. Затв. наказом Міністерства фінансів України №1577 від 30.12.2008. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0057-09/>.
 65. Положення про порядок здійснення банками операцій з векселями в національній валюті на території України [Електронний ресурс]. 2002. Затверджене Постановою Правління НБУ №508 від 16.12.2002. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0174-03/>.
 66. Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств та їх обігу [Електронний ресурс]. 2018. Затверджене рішенням НКЦПФР №425 від 21.06.2018. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0843-18/ed20180621/>.
 67. Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу [Електронний ресурс]. 2013. Затверджене рішенням НКЦПФР №2998 від 27.12.2013. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0171-14/>.
 68. Положення про порядок здійснення банками операцій за гарантіями в національній та іноземній валютах [Електронний ресурс]. 2004. Затв. постановою Правління НБУ №639 від 15.12.2004. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0041-05/>.
 69. Порядок здійснення емісії та реєстрації випуску акцій акціонерних товариств, які створюються шляхом злиття, поділу, віділу чи перетворення або до яких здійснюється приєднання [Електронний ресурс]. 2013. Затв. рішенням НКЦПФР №520 від 09.04.2013. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0795-13/>.
 70. Directive 2009/110/EC of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on the taking up, pursuit and prudential supervision of the business of

electronic money institutions amending Directives 2005/60/EC and 2006/48/EC and repealing Directive 2000/46/EC [Electronic resource]. 2009. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32009L0110&qid=1723822419398>.

71. Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC [Electronic resource]. 2013. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32013L0036&qid=1723822318758>.
72. Regulation (EU) 2022/858 of the European Parliament and of the Council of 30 May 2022 on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, and amending Regulations (EU) No 600/2014 and (EU) No 909/2014 and Directive 2014/65/EU [Electronic resource]. 2022. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32022R0858>.
73. Regulation (EU) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2023 on markets in crypto-assets, and amending Regulations (EU) No 1093/2010 and (EU) No 1095/2010 and Directives 2013/36/EU and (EU) 2019/1937 [Electronic resource]. 2023. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32023R1114>.
74. Are corporate environmental activities to meet sustainable development goals (SDGs) simply greenwashing? An empirical study of environmental management control systems in Vietnamese companies from the stakeholder management perspective / Nishitani K., Nguyen T. B. H., Trinh T. Q., Wu Q., and Kokubu K. *Journal of Environmental Management*. 2021. Oct. Vol. 296. P. 113364. DOI: 10.1016/j.jenvman.2021.113364. URL: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jenvman.2021.113364>.
75. Radu O. M., Dragomir V. D., Ionescu-Feleagă L. The Link between Corporate ESG Performance and the UN Sustainable Development Goals. *Proceedings of the Inter-*

- national Conference on Business Excellence*. 2023. July. Vol. 17, no. 1. P. 776–790. DOI: 10.2478/picbe-2023-0072. URL: <http://dx.doi.org/10.2478/picbe-2023-0072>.
76. Scheyvens R., Banks G., Hughes E. The Private Sector and the SDGs: The Need to Move Beyond ‘Business as Usual’. *Sustainable Development*. 2016. Mar. Vol. 24, no. 6. P. 371–382. DOI: 10.1002/sd.1623. URL: <http://dx.doi.org/10.1002/sd.1623>.
 77. The process of selecting and prioritising corporate sustainability issues: Insights for achieving the Sustainable Development Goals / Ike M., Donovan J. D., Topple C., and Masli E. K. *Journal of Cleaner Production*. 2019. Nov. Vol. 236. P. 117661. DOI: 10.1016/j.jclepro.2019.117661. URL: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.117661>.
 78. Звіт зі сталого розвитку 2022: UKRSIBBANK [Електронний ресурс]. 2022. URL: https://ukrsibbank.com/wp-content/uploads/financial_reports/CSR_report2022-UA2.pdf.
 79. Labadi S. *Rethinking Heritage for Sustainable Development*. UCL Press, 2022. June. 244 p. ISBN: 9781800081925. DOI: 10.14324/111.9781800081925. URL: <http://dx.doi.org/10.14324/111.9781800081925>.
 80. Easterly W. The Cartel of Good Intentions: Bureaucracy vs. Markets in Foreign Aid. *SSRN Electronic Journal*. 2002. DOI: 10.2139/ssrn.999981. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.999981>.
 81. Rowland W. *The plot to save the world; the life and times of the Stockholm Conference on the Human Environment*. Toronto : Clarke, Irwin, 1973. 194 p. ISBN: 9780772005892.
 82. Damon M., Sterner T. Policy Instruments for Sustainable Development at Rio +20. *The Journal of Environment & Development*. 2012. Apr. Vol. 21, no. 2. P. 143–151. DOI: 10.1177/1070496512444735. URL: <http://dx.doi.org/10.1177/1070496512444735>.
 83. МХП : Працюємо заради Перемоги [Електронний ресурс]. 2024. URL: <https://mhp.com.ua/uk/glorytoUkraine>.

84. NIBULON - #1 Grain Exporter [Електронний ресурс]. 2024. URL: <https://www.nibulon.com>.
85. Агропромисловий холдинг Астарта-Київ [Електронний ресурс]. 2024. URL: <https://astartaholding.com>.
86. Bernanke B., Gertler M. Agency Costs, Collateral, and Business Fluctuations. 1986. Sep. DOI: 10.3386/w2015. URL: <http://dx.doi.org/10.3386/w2015>.
87. Bernanke B. S. Nobel Lecture: Banking, Credit, and Economic Fluctuations. *American Economic Review*. 2023. May. Vol. 113, no. 5. P. 1143–1169. DOI: 10.1257/aer.113.5.1143. URL: <http://dx.doi.org/10.1257/aer.113.5.1143>.
88. Kiyotaki N., Moore J. Credit Cycles. *Journal of Political Economy*. 1997. Apr. Vol. 105, no. 2. P. 211–248. DOI: 10.1086/262072. URL: <http://dx.doi.org/10.1086/262072>.
89. King R. G., Watson M. W. Money, Prices, Interest Rates and the Business Cycle. *The Review of Economics and Statistics*. 1996. Feb. Vol. 78, no. 1. P. 35. DOI: 10.2307/2109846. URL: <http://dx.doi.org/10.2307/2109846>.
90. Галуцьких Н., Кошкарьова Є., Чорна А. Теоретичні підходи до визначення та синхронізації світових економічних циклів. *InterConf*. 2021. Чер. С. 41–50. DOI: 10.51582/interconf.7-8.06.2021.004. URL: <http://dx.doi.org/10.51582/interconf.7-8.06.2021.004>.
91. Жаворонок А. В. Кредит і циклічність економічного розвитку: взаємозв'язок та особливості. *Проблеми сучасних трансформацій. Серія: економіка та управління*. 2022. Липень. № 3. DOI: 10.54929/2786-5738-2022-3-03-03. URL: <http://dx.doi.org/10.54929/2786-5738-2022-3-03-03>.
92. Коваленко О. В., Ященко Л. О. Концептуальна модель циклічного розвитку ринку цукру в Україні та світі. *Продовольчі ресурси*. 2023. Чер. Т. 11, № 20. С. 221–229. DOI: 10.31073/foodresources2023-20-21. URL: <http://dx.doi.org/10.31073/foodresources2023-20-21>.
93. Konstantakopoulou I. Financial Intermediation, Economic Growth, and Business

- Cycles. *Journal of Risk and Financial Management*. 2023. Dec. Vol. 16, no. 12. P. 514. DOI: 10.3390/jrfm16120514. URL: <http://dx.doi.org/10.3390/jrfm16120514>.
94. Сосновська О. О., Деденко Л. В. Особливості функціонування підприємств в умовах циклічного розвитку економіки. *Збірник наукових праць Університету державної фіскальної служби України*. 2019. Чер. № 1. С. 229–245. DOI: 10.33244/2617-5940.1.2019.229-245. URL: <http://dx.doi.org/10.33244/2617-5940.1.2019.229-245>.
 95. Guan Z. Analysis of Different Phenomena in Financial Cycles. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*. 2023. Nov. Vol. 36, no. 1. P. 72–77. DOI: 10.54254/2754-1169/36/20231787. URL: <http://dx.doi.org/10.54254/2754-1169/36/20231787>.
 96. Tsiakas I., Zhang H. On the Direction of Causality between Business and Financial Cycles. *Journal of Risk and Financial Management*. 2023. Sep. Vol. 16, no. 10. P. 430. DOI: 10.3390/jrfm16100430. URL: <http://dx.doi.org/10.3390/jrfm16100430>.
 97. Chen Y. S. The Driver of Green Innovation and Green Image – Green Core Competence. *Journal of Business Ethics*. 2007. July. Vol. 81, no. 3. P. 531–543. DOI: 10.1007/s10551-007-9522-1. URL: <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-007-9522-1>.
 98. Azevedo S. G., Carvalho H., Cruz Machado V. The influence of green practices on supply chain performance: A case study approach. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*. 2011. Nov. Vol. 47, no. 6. P. 850–871. DOI: 10.1016/j.tre.2011.05.017. URL: <http://dx.doi.org/10.1016/j.tre.2011.05.017>.
 99. Abu Seman N. A. Green Supply Chain Management: A Review and Research Direction. *International Journal of Managing Value and Supply Chains*. 2012. Mar. Vol. 3, no. 1. P. 1–18. DOI: 10.5121/ijmvsc.2012.3101. URL: <http://dx.doi.org/10.5121/ijmvsc.2012.3101>.
 100. Luthra S., Garg D., Haleem A. Green supply chain management: Implementation and performance – a literature review and some issues. *Journal of Advances in*

- Management Research*. 2014. Apr. Vol. 11, no. 1. P. 20–46. DOI: 10.1108/jamr-07-2012-0027. URL: <http://dx.doi.org/10.1108/JAMR-07-2012-0027>.
101. Xia Y., Li-Ping Tang T. Sustainability in supply chain management: suggestions for the auto industry. *Management Decision*. 2011. May. Vol. 49, no. 4. P. 495–512. DOI: 10.1108/00251741111126459. URL: <http://dx.doi.org/10.1108/00251741111126459>.
 102. Tyan J., Wee H. M. Vendor managed inventory: a survey of the Taiwanese grocery industry. *Journal of Purchasing and Supply Management*. 2003. Jan. Vol. 9, no. 1. P. 11–18. DOI: 10.1016/s0969-7012(02)00032-1. URL: [http://dx.doi.org/10.1016/S0969-7012\(02\)00032-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0969-7012(02)00032-1).
 103. Sroufe R. Integration and organizational change towards sustainability. *Journal of Cleaner Production*. 2017. Sep. Vol. 162. P. 315–329. DOI: 10.1016/j.jclepro.2017.05.180. URL: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.05.180>.
 104. Zimon D., Tyan J., Sroufe R. Drivers of sustainable supply chain management: practices to alignment with un sustainable development goals. *International Journal for Quality Research*. 2020. Mar. Vol. 14, no. 1. P. 219–236. DOI: 10.24874/ijqr14.01-14. URL: <http://dx.doi.org/10.24874/IJQR14.01-14>.
 105. ESG and UN SDGs Driven Strategy Generation Process for Green and Pink Oceans / Markopoulos E., Zhao K., Samkova M., and Vanharanta H. *Human Factors, Business Management and Society. AHFE*. 2023. Vol. 97. P. 11–20. DOI: 10.54941/ahfe1003878. URL: <http://dx.doi.org/10.54941/ahfe1003878>.
 106. Sustainable investing assets reach \$12 trillion as reported by the US SIF Foundation’s biennial Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends [Electronic resource]. 2018. URL: <https://www.ussif.org/files/USSIFTrendsReport2018Release.pdf>.
 107. How to invest in the “Market of Sustainability”: evaluating the impacts of a real estate investment across ESG criteria [Investire nel “Mercato sostenibile”: Valutare gli impatti di un investimento immobiliare attraverso i criteri ESG] / Cadamuro Mor-

- gante F., Gholamzadehmir M., Sdino L., and Rosasco P. *Valori e Valutazioni*. 2023. July. Vol. 33. P. 65–84. DOI: 10.48264/vvsiev-20233306. URL: <http://dx.doi.org/10.48264/VVSIEV-20233306>.
108. He J. Research of Financing Opportunities from the ESG Policy for Chinese Enterprises. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*. 2024. Apr. Vol. 77, no. 1. P. 60–63. DOI: 10.54254/2754-1169/77/20241574. URL: <http://dx.doi.org/10.54254/2754-1169/77/20241574>.
 109. Friede G., Busch T., Bassen A. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 2015. Oct. Vol. 5, no. 4. P. 210–233. DOI: 10.1080/20430795.2015.1118917. URL: <http://dx.doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>.
 110. Urinov B. Financial Markets vs. Security Markets. *Iqtisodiy taraqqiyot va tahlil*. 2024. July. Vol. 2, no. 7. P. 190–200. DOI: 10.60078/2992-877x-2024-vol2-iss7-p p190-200. URL: <http://dx.doi.org/10.60078/2992-877X-2024-vol2-iss7-pp190-200>.
 111. Coghlan R. *The Theory of Money and Finance*. Macmillan Education UK, 1980. ISBN: 9781349861217. DOI: 10.1007/978-1-349-86121-7. URL: <http://dx.doi.org/10.1007/978-1-349-86121-7>.
 112. Національний банк України|Статистика [Електронний ресурс]. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic>.
 113. Piskunov R., Moskalenko O. Anatomy of Financial Crises: Periodization and Causes. *Проблеми сучасних трансформацій. Серія: економіка та управління*. 2024. May. no. 13. DOI: 10.54929/2786-5738-2024-13-08-02. URL: <http://dx.doi.org/10.54929/2786-5738-2024-13-08-02>.
 114. Koilo V. Macroeconomic and energy impacts of Russia's invasion of Ukraine: A comparative analysis across countries. *Geopolitics under Globalization*. 2024. Dec. Vol. 5, no. 1. P. 19–34. DOI: 10.21511/gg.05(1).2024.02. URL: [http://dx.doi.org/10.21511/gg.05\(1\).2024.02](http://dx.doi.org/10.21511/gg.05(1).2024.02).

115. Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. URL: <https://www.ukrstat.gov.ua>.
116. Team R. C. R: A Language and Environment for Statistical Computing. R Foundation for Statistical Computing, Vienna, Austria, 2025. URL: <https://www.R-project.org/>.
117. Жар В. Гарантії безпеки для України: аналіз міжнародного досвіду [Електронний ресурс]. 2023. Accessed: 08.07.2025. URL: https://analytics.intsecurity.org/wp-content/uploads/2023/09/Ukr_CIS_07_Security-Guarantees-for-Ukraine.pdf.
118. Yamada T., Yamada H. The long-term causal effect of U.S. bombing missions on economic development: Evidence from the Ho Chi Minh Trail and Xieng Khouang Province in Lao P.D.R. *Journal of Development Economics*. 2021. May. Vol. 150. P. 102611. DOI: 10.1016/j.jdeveco.2020.102611. URL: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jdeveco.2020.102611>.
119. Індеси - ПФТС [Електронний ресурс]. 2025. URL: <https://pfts.ua/trade-info/indexes>.
120. Верес І. Правове регулювання електронних підписів. *Господарство і право*. 2017. № 3. С. 11–15. URL: <http://pgp-journal.kiev.ua/archive/2017/3/3.pdf>.
121. CoinMarketCap [Electronic resource]. URL: <https://coinmarketcap.com>.
122. Team C. Despite war and regulatory questions, crypto adoption grows in Eastern Europe driven by institutions and DeFi activity [Electronic resource]. 2025. URL: <https://www.chainalysis.com/blog/2024-eastern-europe-crypto-adoption/>.
123. Конституція України [Електронний ресурс]. 1996. закон №254к/96-ВР від 28.06.1996. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/254к/96-ВР>.
124. Рішення Конституційного Суду України № 1-рп/99 від 09.02.1999 [Електронний ресурс]. 1999. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v001p710-99/print1361472511601946>.
125. Щодо застосування штрафних санкцій за порушення податкового законодавства, вчинені до 1 січня 2011 року [Електронний ресурс]. 2011. Лист від 24.11.2011

- p. №2198/11/13-11. URL: <https://i.factor.ua/ukr/journals/nibu/2011/december/issue-101/article-59908.html>.
126. TAV [Electronic resource]. 2025. URL: <https://taventures.vc/contact/>.
 127. TA Ventures збільшує фонд до \$75 млн та починає інвестувати у Web3 [Електронний ресурс]. 2021. URL: <https://ain.ua/2021/12/29/ta-ventures-zbilshuye-fond/>.
 128. "Попереду планети всієї": які компанії займаються блокчейном в Україні [Електронний ресурс]. 2019. URL: <https://epravda.com.ua/projects/fintech/2019/10/09/652378/>.
 129. Hacken|End-to-end blockchain security & compliance partner [Electronic resource]. 2025. URL: <https://hacken.io>.
 130. Український банк запустить пілотний проєкт електронних грошей на блокчейні [Електронний ресурс]. 2021. URL: <https://epravda.com.ua/news/2021/12/16/680731/>.
 131. Перша криптокартка в Україні: Unex Bank, Mastercard та Weld Money запустили платіжну картку для розрахунків криптовалютою [Електронний ресурс]. 2022. URL: <https://www.mastercard.com/news/eemea/uk-ua/розділ-новин/прес-релізи/uk-ua/2022/перша-криптокартка-в-україні-unex-bank-mastercard-та-weld-money-запустили-платіжну-картку-для-розрахунків-криптовалютою/>.
 132. Нацбанк проведе відкрите тестування е-гривні у 2025 році [Електронний ресурс]. 2024. URL: <https://epravda.com.ua/finances/nbu-protestuye-e-grivni-u-2025-roci-800252/>.
 133. Україна посіла друге місце у Східній Європі за обсягом криптотранзакцій [Електронний ресурс]. 2024. URL: <https://news.finance.ua/ua/shhorichno-v-ukraini-zrostaye-obsyah-zadeklarovanyh-koshtiv-u-kryptovalyutah>.
 134. Ukraine potentially lacks from 14.8 no 45.3 billion USD due to the insufficient level of the rule of law [Electronic resource]. 2022. URL: <https://www.agromino.com/wp-content/uploads/2024/05/agromino123.png>.

135. Історія рейдерського захоплення ЗАТ "Житомирські ласощі"[Електронний ресурс]. 2016. URL: https://espresso.tv/blogs/2016/01/09/istoriya_reyderskogo_zakhoplennya_zat_quotzhytomyrski_lasoschiquot.
136. У Львові рейдери украли у зарубіжних інвесторів торгово-розважальний центр "Victoria Gardens"[Електронний ресурс]. 2017. URL: <https://znaj.ua/society/u-lvovi-rejdery-ukraly-u-zarubizhnyh-investoriv-torgovo-rozvazhalnyj-centr-victoria-gardens>.
137. Коментар щодо публікації на порталі Agronews [Електронний ресурс]. 2024. URL: <https://ovostar.ua/ua/media/novyny/komentar-shchodo-zvynuvachen-ovostar-yunion-u-shakhraystvi-pry-prydbanni-mayna/>.
138. Латвійський банк заявив про рейдерську атаку в Україні [Текст]. 2021. URL: <https://i.kr.ua/v-sviti/latviiskii-bank-zaiaviv-pro-reidersky-ataky-v-ukraini.html>.
139. Рейдерська атака на іноземні інвестиції Agromino в Харківській області (оновлено) [Електронний ресурс]. 2024. URL: <https://www.agromino.com/ua/2024/02/19/raid-attack-against-foreign-investments-of-agromino-in-kharkiv/>.
140. Про захист іноземних інвестицій на Україні [Електронний ресурс]. 1991. Закон України №1540а-ХІІ від 10.09.1991. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1540a-12>.
141. Про режим іноземного інвестування. 1996. Закон України №93/96-ВР від 19.03.1996. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/93/96-vr>.
142. World Development Indicators | World Bank Group [Electronic resource]. 2025. URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators/preview/on>.
143. UN. Remarks on the adoption of the 2030 Agenda For Sustainable Development, New York, 25 September 2015. 2016. Dec. DOI: 10.18356/d30cbc8b-en. URL: <http://dx.doi.org/10.18356/d30cbc8b-en>.
144. Про фінансові послуги і фінансові компанії [Електронний ресурс].

Закон України №1953-IX від 14.12.2021. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1953-20>.

145. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки [Електронний ресурс]. 2006. Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.
146. Про затвердження Положення про порядок здійснення банками операцій з векселями в національній валюті на території України [Електронний ресурс]. 2002. Постанова Національного банку України від 16.12.2002 № 508. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0174-03/>.
147. Yadukha S., Matviychuk O. Changing the tax system – for or against? *Herald of Khmelnytskyi National University. Economic sciences*. 2020. Sep. Vol. 284, no. 4. P. 209–213. DOI: 10.31891/2307-5740-2020-284-4-39. URL: <http://dx.doi.org/10.31891/2307-5740-2020-284-4-39>.
148. Національний банк презентував Політику щодо розвитку сталого фінансування на період до 2025 року [Електронний ресурс]. 2021. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-prezentuvav-politiku-schodo-rozvitku-stalogo-finansuvannya-na-period-do-2025-roku>.

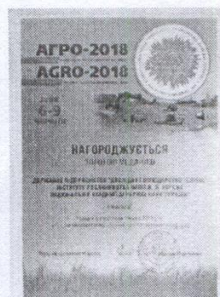
ДОДАТКИ



«ЕЛІТНЕ»

ДЕРЖАВНЕ ПІДПРИЄМСТВО ДОСЛІДНЕ ГОСПОДАРСТВО

ІНСТИТУТ РОСЛИННИЦТВА ІМЕНІ В. Я. ЮР'ЄВА
НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ АГРАРНИХ НАУК УКРАЇНИ



№ 17-1 від 23 01 2026 р.

ДОВІДКА

про впровадження результатів наукових досліджень
аспіранта Державного біотехнологічного університету

Литвинова Євгенія Анатолійовича

Представлені результати дисертаційного дослідження аспіранта кафедри фінансів, банківської справи та страхування Державного біотехнологічного університету Литвинова Євгенія Анатолійовича щодо фінансування залучень потреб сталого розвитку підприємств за допомогою залучень на фінансових ринках мають важливе значення та практичну спрямованість. Особливої актуальності вони набувають через необхідність подолання негативних наслідків воєнних дій, стабілізації та відбудови, що обумовлює потреби у спрощенні доступу до фінансування.

У цьому зв'язку слід зазначити на рекомендації щодо спрощення доступу до фінансування проєктів, що відповідають SDG критеріям через запровадження програм державних гарантій за кредитами, що будуть спрямовані на фінансування таких проєктів. Практична реалізація даної рекомендації дозволяє поживати соціально-економічний розвиток шляхом ефективного поєднання ресурсів державного та приватного сектору. При цьому забезпечується зменшення фінансових ризиків та надається пріоритет орієнтованим на формування сталого розвитку проєктам.

Також заслуговують на увагу пропозиції щодо активізації роботи в напрямку розвитку фінансових інновацій. Зокрема, «зелених» фінансів, токенизації активів, залученню фінансових ресурсів для фінансування потреб підприємств через посередництво криптовалютних активів та інші. Рекомендація щодо інтеграції інноваційних інструментів із традиційними механізмами фінансування спрямована на збереження наступності та формування гнучкого фінансового механізму, здатного до ефективної роботи у складних умовах.

Приймаючи до уваги викладене вище, слід зазначити, що результати дослідження мають практичну цінність, а окремі з них використовуються в роботі ДПДГ «Елітне» ІР НААН України. Довідку видано за місцем вимоги.

Директор



Віталій ОРЛОВ

Україна, Харківська область, Харківський район, с. Елітне, вул. Насіннева 19, 62408

Наш сайт www.elitne.com.ua, Електронна адреса elitne.dpdg@gmail.com

Тел.: (057) 747-74-17, 747-73-81, 747-73-71 (факс)

Поточний рахунок 26007052217250 в ПАТ «КБ «ПРИВАТБАНК» м. Харків, МФО 351533

код ЄДРПОУ 05460373, ПІН 054603720235



**АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО
«СХІДНО- УКРАЇНСЬКИЙ
БАНК «ГРАНТ»**

вул. Данилевського, 19,
м. Харків, 61001, Україна
Тел./факс (057)752-45-96
Тел: (057)714-09-52, 700-50-49
Телекс 831180 GRANT UX
SWIFT-GRBKUA2X
E-mail: bank@grant.ua
Web: www.grant.ua
Код ЄДРПОУ 14070197

**JOINT-STOCK COMPANY
«EASTERN UKRAINIAN
BANK «GRANT»**

19, Danilevsky St.,
Kharkov, 61001, Ukraine,
Tel./fax: +380 (57)752-45-96
Tel. +380 (57) 714-09-52, 700-50-49
Telex 831180 GRANT UX
SWIFT-GRBKUA2X
E-mail: bank@grant.ua
Web: www.grant.ua

05.03.2026

№ 12-1.2- 821/2026

За місцем вимоги

Довідка

про впровадження результатів наукових досліджень
аспіранта Державного біотехнологічного університету

Литвинова Євгенія Анатолійовича

Дійсним підтверджуємо практичну значущість результатів, отриманих
аспірантом Державного біотехнологічного університету Литвиновим Є.А. в
ході виконання його дисертаційного дослідження.

Зокрема, рекомендація щодо доцільності запровадження та поширення
співпраці з державою в напрямку надання цільових гарантій банківським
установам та корпоративному сектору для фінансування проєктів, які мають
соціальні та «зелені» пріоритети й відповідають критеріям окупності,
дозволяє зменшити ризики, пов'язані із кредитуванням таких проєктів,
створити додаткові стимули для соціально-економічного розвитку, отримати
синергетичний позитивний ефект як для банківських установ та
корпоративного сектору, так і для суспільства в цілому.

Обґрунтовану в роботі рекомендацію щодо інтеграції ESG критеріїв у
процедури кредитного скринінгу прийнято до уваги при організації
практичної роботи профільних підрозділів банку.

**Голова Правління
АТ «БАНК «ГРАНТ»**



Валерій ПАХОМОВ
Валерій ПАХОМОВ



Вих. № 11/01 від 30.01.2026 р.

ДОВІДКА
щодо впровадження результатів наукових досліджень
аспіранта кафедри фінансів, банківської справи та страхування
Державного біотехнологічного університету
ЛИТВИНОВА ЄВГЕНІЯ АНАТОЛІЙОВИЧА

Громадська організація «Федерація аудиторів, бухгалтерів і фінансистів АПК України» засвідчує, що результати дисертаційного дослідження аспіранта кафедри фінансів, банківської справи та страхування Державного біотехнологічного університету Литвинова Євгенія Анатолійовича, а також підготовлені ним рекомендації і пропозиції, мають прикладне значення та можуть бути використані у практичній діяльності.

Опрацювання поданих матеріалів дає підстави стверджувати, що отримані Литвиновим Є.А. результати спрямовані на удосконалення фінансової роботи на підприємствах різних організаційно-правових форм та форм власності, мають наукову та практичну цінність.

На особливу увагу заслуговує висновок про наявність значного інвестиційного потенціалу, накопиченого у сфері віртуальних активів, залучення якого може бути реалізоване через відновлення призупиненого нині процесу гармонізації нормативної бази із кращими світовими практиками у цій сфері із тим, щоб вивести криптовалютні активи із «сірої» зони та забезпечити можливість їх використання як легального фінансового інструмента, доступного як приватним особам, так і корпоративному сектору. Це сприятиме поживавленню активності на фінансовому ринку та інтеграції України у глобальну фінансову систему, а також певною мірою забезпечить потреби в інвестиційному ресурсі, необхідному для фінансування програм розвитку та відновлення виробничого потенціалу, втраченого у зв'язку із російською воєнною агресією.

Окремо слід відзначити висновок щодо доцільності інтеграції інноваційних фінансових інструментів із традиційними механізмами фінансування, що має на меті створити синергетичний ефект, сприяти формуванню гнучкої та сталої фінансової системи, спроможної адаптуватись до сучасних викликів і успішно долати їх.

Результати дослідження, висновки та рекомендації Литвинова Євгенія Анатолійовича взято до уваги та рекомендовано до використання у діяльності Громадської організації «Федерація аудиторів, бухгалтерів і фінансистів АПК України».

Виконавчий директор



Юлія НЕЖИД

ПОГОДЖЕНО
Проректор з наукової роботи
Державного біотехнологічного
університету

Вр
«22» 01 2026р.
(підпис)
Валерій МИХАЙЛОВ

ЗАТВЕРДЖУЮ
Проректор з науково-педагогічної роботи
Державного біотехнологічного
університету



Максим СЕРІК
(підпис)
2026р.

АКТ ВПРОВАДЖЕННЯ результатів науково-дослідних, дослідно-конструкторських і технологічних робіт в освітній процес закладів вищої освіти

Замовник Державний біотехнологічний університет
(найменування організації)
в.о. ректора ДБТУ Кудряшов А.І.
(П.І.Б. керівника організації)

Дійсним актом підтверджується, що результати дисертаційної роботи аспіранта Литвинова Євгенія Анатолійовича на тему «Ефективність фінансування потреб сталого розвитку підприємств за допомогою залучень на фінансових ринках»
(найменування теми)

виконаної на кафедрі фінансів, банківської справи та страхування
(найменування кафедри)

виконуваної з жовтня 2022 р. по січень 2026 р.
(терміни виконання)

впроваджені в освітній процес кафедри фінансів, банківської справи та страхування
(найменування структурного підрозділу, де здійснювалося впровадження)

1. Вид впроваджених результатів теоретико-методичні рекомендації щодо особливостей організації роботи з криптовалютами та іншими віртуальними активами в умовах незавершеності заходів, спрямованих на нормативне врегулювання операцій із зазначеною групою активів (нормативною «сірою зоною») суб'єктами господарської діяльності та фізичними особами, а також практичних застосунків технології блокчейн у способи, що не створюють значного підвищення ризиків для відповідних суб'єктів.
(технологія, обладнання, методики, тощо)

2. Форма впровадження удосконалено науково-методичне забезпечення освітнього процесу: оновлено зміст лекцій, завдання для практичних занять, самостійної та індивідуальної роботи студентів

3. Новизна результатів науково-дослідних робіт полягає у подальшому розвитку комплексу питань, пов'язаних із обґрунтуванням перспектив розвитку інноваційних фінансових інструментів та технологій на основі криптовалютних інструментів та віртуальних активів; зокрема, підтверджено підвищений рівень ризиків підприємств при роботі з такими інструментами, показано що мінімальний ризик несе використання даних інструментів, пов'язане із виконанням завдань технічного і технологічного характеру, таких як облік, ведення реєстрів тощо.

(піонерське, принципово нове, якісно нове, модифікації, модернізація старих розробок)

4. Перелік курсів і дисциплін, у рамках яких викладені результати НДР «Ринок криптовалют» (протокол засідання кафедри № 9 від 21.01.2026 р.); «Фінансові технології і блокчейн» (протокол засідання кафедри № 9 від 21.01.2026 р.).

5. Соціальний і науково-економічний ефект проявляється у підвищенні якості підготовки фахівців, зниженні рівня фінансових ризиків та формуванні передумов для безпечної інтеграції інноваційних фінансових технологій у діяльність суб'єктів господарювання. Соціальний ефект полягає у підвищенні рівня фінансової грамотності здобувачів освіти та формуванні критичного мислення щодо використання криптовалют і віртуальних активів в умовах нормативної невизначеності; розвитку у майбутніх фахівців компетентностей у сфері управління фінансовими ризиками, пов'язаними з цифровими активами; формуванні відповідального підходу до використання інноваційних фінансових інструментів, що сприяє зниженню ймовірності фінансових втрат як для бізнесу, так і для фізичних осіб; забезпеченні адаптації освітнього процесу до сучасних викликів цифровізації економіки та фінансового сектору. Науково-економічний ефект проявляється у розвитку теоретико-методичних засад використання криптовалют і віртуальних активів у діяльності підприємств, обґрунтуванні напрямів мінімізації фінансових ризиків через визначення найбільш безпечних сфер застосування, підвищенні ефективності прийняття управлінських рішень завдяки використанню розроблених методичних рекомендацій, сприянні цифровій трансформації бізнес-процесів із урахуванням принципів безпеки, прозорості та економічної доцільності.

Зав. кафедри

К.е.н., доц.



(підпис)

Ставерська Т.О.
(ініціали, прізвище)

2021-11-06



УКРАЇНА

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ХАРКІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ СЕМЕНА КУЗНЕЦЯ

61166, м. Харків, пр. Науки, 9-А, тел. (057) 702-03-04, факс: (057) 702-07-17
E-mail: post@hneu.edu.ua, http://www.hneu.edu.ua, ЄДПРОУ 02071211

№ 26/86-34-30 від 23.03.2026

На № _____ від _____

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційної роботи

Литвинова Євгенія Анатолійовича,

на тему: «Ефективність фінансування потреб сталого розвитку підприємств за допомогою залучень на фінансових ринках»

Отримані у процесі виконання дисертаційної роботи Литвиновим Євгенієм Анатолійовичем науково-практичні результати впроваджені у навчальний процес під час викладання освітніх компонентів, пов'язаних із управлінням фінансовими ресурсами підприємства. Їх впровадження здійснюється за умови інтеграції розроблених автором науково-методичних положень у зміст навчальних освітніх компонентів, що формують професійні компетентності у сфері управління фінансовими ресурсами підприємства.

Результати дослідження щодо ідентифікації ризиків, пов'язаних із залученням фінансування із зовнішніх джерел, використовуються у межах лекційних та практичних занять для формування у здобувачів вищої освіти системного розуміння природи фінансових ризиків підприємства. Практичні підходи до зменшення таких ризиків включені до навчальних кейсів, ситуаційних завдань, аналітичних вправ та практичних робіт, що сприяє розвитку у здобувачів навичок оцінювання ризиків при прийнятті фінансових управлінських рішень.

Розроблені автором підходи до використання боргових та інвестиційних інструментів фінансування застосовані під час викладання тем, присвячених формуванню структури капіталу підприємства, управлінню фінансовими ресурсами та вибору джерел фінансування господарської діяльності. Матеріали дослідження використані при підготовці лекцій, методичних рекомендацій, а також при розробленні практичних завдань щодо вибору оптимальних фінансових інструментів у процесі формування раціональної стратегії фінансового менеджменту суб'єкта підприємницької діяльності.

Зазначені здобутки впроваджені в освітній процес на другому магістерському рівні вищої освіти Харківського національного економічного університету імені Симона Кузнеця в рамках освітніх компонентів «Ризик-менеджмент» та «Управління бізнес-фінансами» за освітньою програмою «Бізнес-адміністрування».

Проректор з
навчально-методичної роботи

Каріна НЕМАШКАЛО



260470