

УДК 339.72

А. О. Столяр,

здобувач Інституту світової економіки і міжнародних відносин НАН України, відділ валютно-фінансових відносин



МІЖНАРОДНИЙ РИНОК КАПІТАЛІВ ЯК НЕВІД'ЄМНИЙ ЕЛЕМЕНТ СВІТОВИХ ФІНАНСІВ

Останнім часом в економічній літературі все більше приділяється уваги операціям на міжнародних ринках капіталів. Існує багато наукових статей, що досліджують сутність окремих інструментів, механізмів, що використовуються для залучення капіталів на зовнішніх ринках. Водночас, погляди та підходи до тлумачення міжнародного ринку капіталів, що формувалися на початковому етапі розвитку цього ринку, необхідно доповнити та розширити, оскільки у процесі свого розвитку міжнародний ринок капіталів зазнав певних змін і вдосконалення. У статті проаналізовано різні підходи до визначення економічних категорій капіталу та міжнародного ринку капіталів; досліджено місце міжнародного ринку капіталів у системі глобального фінансового ринку.

Ключові слова: капітал, засоби виробництва, міжнародний ринок капіталів, єврооблігації, синдигований кредит.

А. О. Столяр

МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК КАПИТАЛОВ КАК НЕОТЪЕМЛЕМЫЙ ЭЛЕМЕНТ МИРОВЫХ ФИНАНСОВ

В последнее время в экономической литературе все больше внимания уделяется операциям на международных рынках капиталов. Существует множество научных статей, в которых исследуется суть отдельных инструментов, механизмов, используемых для привлечения капитала на внешних рынках. В тоже время, взгляды и подходы к толкованию международного рынка капиталов, которые формировались на начальном этапе развития данного рынка, необходимо дополнить и расширить, поскольку в процессе своего развития международный рынок капиталов изменился и усовершенствовался. В статье проанализированы различные подходы к определению экономических категорий капитала и международного рынков капитала; исследовано место международного рынка капиталов в системе глобального финансового рынка.

Ключевые слова: капитал, средства производства, международный рынок капиталов, еврооблигации, синдицированный кредит.

Постановка проблеми. Упродовж досить тривалого часу економічні відносини між різними країнами та регіонами переважно відбувалися у вигляді ввозу і вивозу товарів, тобто їх імпорту та експорту. З розвитком капіталістичного виробництва і збільшенням міжнародних товаропотоків у структурі імпорту та експорту виникає такий специфічний вид товару, як капітал.

Власне саме завдяки капіталу та його обігу натуральний обмін перейшов у процес виробництва та торгівлі, що стало основою розвитку світової економіки. Визначення економічної категорії «капітал» сьогодні має доволі широкі рамки. Капітал як економічний ресурс часто поділяли на реальний, грошовий та фінансовий. Якщо у середньовіччя головну роль відігравав грошовий капітал, то у ХХ ст. ключової ваги набула фінансова форма капіталу.

Фактично одночасно з моментом виникнення поняття капіталу розпочався процес формування поняття ринку капіталів. Проте, як і з визначенням капіталу, в сучасній економічній науці ще не склалося чітке визначення категорії «ринку капіталів». Слід зазначити, що міжнародний ринок капіталів (МРК) почав формуватися лише з кінця ХІХ сторіччя, тоді як національні ринки виникли набагато раніше. Для того щоб усвідомити причини та фактори, під впливом яких МРК досяг сучасних масштабів, необхідно

A. O. Stolyar

THE INTERNATIONAL CAPITAL MARKET AS AN INTEGRAL ELEMENT OF THE GLOBAL FINANCES

Lately in economic literature the issue of international capital market's operations is paid greater attention. There exist a number of research articles and publications that analyze separate instruments and mechanisms that are used for capital rising on international market.

At the same time, views and approaches of defining of international capital market, that were formulated at the beginning stage of its development need to be amended and extend, because along the way of its development, international capital market has faced certain changes and upgrades. The article analyses different approaches of defining of economic category of capital and international capital market; the place of international capital market in the global finance environment were also defined.

Key words: capital, capital goods, international capital market, Eurobond, syndicated loan.

чітко визначити передумови й обставини, у яких відбувалося його зародження.

Ми вважаємо, що міжнародний ринок капіталів потрібно розглядати як невід'ємну складову світового фінансового ринку. Однак деякі науковці ототожнюють ці два поняття, що, напевно, є наслідком складної структури світового фінансового ринку та стрімкого розвитку нових інструментів, які є його елементами і широко використовуються в сучасних умовах.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Капітал як економічна категорія бере свій історичний початок ще від античних часів. Тоді під капіталом розуміли гроші, що надані в позику та приносять відсотковий дохід. Такий підхід залишався актуальним упродовж тривалого часу, оскільки до появи класу фабрикантів і найманих працівників в усіх галузях виробництва всі отримані прибутки зливалися в одне ціле. Відповідно в їх структурі було складно виділити, з одного боку, дохід від праці, а з другого – особливий вид доходу, який отримує власник капіталу. Навіть у торгівлі торговець поряд із коштами вкладав власну працю. Але вже у ХVІІ сторіччі капітали почали формуватися як результат біржової торгівлі, яка досягла великих масштабів у ХІХ сторіччі з розвитком міжнародної торгівлі товарами та цінними паперами. Мер-

кантилісти розглядали гроші як грошову форму капіталу. При цьому вони розуміли, що для його примноження гроші мали спочатку перетворитись у виробничу, а потім і в товарну форму [1, с. 17].

Нерідко при визначенні капіталу як фактора виробництва економісти об'єднують його із засобами виробництва. Наприклад, Д. Рікардо розглядав капітал як засіб виробництва, вважаючи, що капітал – це частина багатства держави, яка використовується у виробництві, та, окрім іншого, включає їжу, одяг, інструменти, сировину, устаткування, що необхідно для приведення праці в дію. Схожі погляди мали й такі англійські економісти, як Мальтус, Міль та Сенсор. Серед сучасних економістів цю концепцію підтримують А. Блиндер і У. Баумол. Вони включають у визначення капіталу всі резерви підприємств. П. Самуельсон та У. Нордхауз розглядають капітал як сукупність благ довгострокового користування [2, с. 25].

На відміну від своїх попередників, К. Маркс дотримався думки, що капітал є категорією соціального характеру. Він стверджував, що капітал – це самозростаюча вартість, що створює так звану додану вартість, при цьому вважаючи працю найманих працівників тим фактором, який створює додану вартість. Тому капітал К. Маркс розглядав, перш за все, як взаємовідносини між різними прошарками суспільства, зокрема між найманим працівником та капіталістом [2, с. 79].

Чарльз Дж. Вулфен в «Енциклопедії банківської справи та фінансів» визначив категорію «капітал» за чотирма сутностями. За економічною сутністю – це еквівалент реального капіталу, за бухгалтерською – це різниця між активами і зобов'язаннями, за підприємницькою – це обіговий та основний капітал, у кредитному аналізі – це майновий ризик [3, с. 75]. На думку американського економіста І. Фішера, капітал створює потік послуг, які повертаються потоком доходів. Чим вище цінується послуга того чи іншого капіталу, тим вищим є дохід. Тому розмір капіталу потрібно визначати на основі отриманих від нього доходів.

Щоб зробити узагальнення визначень та підходів до тлумачення економічної категорії капіталу, необхідно відокремити дві основні категорії: фізичний капітал (засоби виробництва, що функціонують і приносять дохід їх власнику) та грошовий капітал, або грошова форма капіталу, що насамперед призначена для придбання фізичного капіталу. Отже, капітал – це сукупність товарів, майна, активів, грошових коштів, що використовуються для отримання прибутку і збагачення.

Узагальнивши визначення капіталу, слід конкретизувати поняття ринку капіталів та визначити його міжнародний масштаб. Якщо ринки фізичного капіталу, і зокрема міжнародні, почали формуватися паралельно із міжнародною торгівлею, то міжнародний ринок грошового капіталу є доволі молодим, хоч динаміка його розвитку є дуже високою.

Проблематика формування міжнародного ринку капіталів, його місце та роль в економіці є теоретичною проблемою, проте вона має доволі важливе практичне значення. Походження міжнародного ринку капіталів відбувалося у кожній країні по-різному, залежно від історичних умов, що згодом відбилося в його структурі і зумовило вплив на економічний розвиток суспільства. Тому сьогодні не існує чіткого визначення категорії міжнародного ринку капіталів та його місця у світовій фінансовій системі. Інколи в сучасній економічній літературі ринок капіталів підміняють ринком цінних паперів, хоч вони не є тотожними. Радше можна стверджувати, що останній є складовою ринку капіталів. Ми вважаємо, що найбільш узагальненим є визначення ринку капіталів як групи взаємопов'язаних ринків, на яких формується попит, пропозиція та ціни на фінансові інструменти, а також відбувається перерозподіл вільних коштів інвесторів на користь тих суб'єктів, що мають в них потребу. Поряд із міжнародним ринком капіталів у систему світового фінансового ринку входить міжнародний грошовий ринок і міжнародний валютний ринок. На відміну від ринку

капіталів грошовий ринок включає ринок короткострокових зобов'язань строком до одного року.

Якщо спробувати дати визначення світовому фінансовому ринку, то, спираючись передусім на тлумачення західних економістів, під цією категорією слід розуміти систему ринкових взаємовідносин, що забезпечує акумуляцію та перерозподіл міжнародних фінансових потоків. Водночас, за визначенням З. О. Луцишин, світовий фінансовий ринок – це ринок предметів торгівлі, на якому є позичковий капітал, боргові інструменти та похідні контракти. А з функціональної точки зору – це сукупність національних і міжнародних ринків фінансових активів, які акумулюються, перерозподіляються й розподіляються через банківські та фінансові установи [4, с. 110].

Основні результати дослідження. В умовах глобалізації міжнародних фінансів поступово зникає межа між внутрішнім (локальним) і міжнародним ринком капіталів. Останній утворився в результаті розвитку внутрішніх ринків та набув більш-менш сучасних контурів після розпаду Бреттон-Вудської монетарної системи, яка на певний час, після припинення дії золотого стандарту і руйнівних наслідків двох світових війн виконувала покладені на неї функції стабілізатора валютних курсів та інфляційних процесів у країнах, які стали учасниками цієї системи. Вона базувалася на американському доларі, який був прив'язаний до курсу золота, – 35 доларів за унцію. Після серії збільшень дефіциту платіжного балансу США (1965 р.) та зниження купівельної спроможності долара на внутрішньому ринку довіра світової фінансової спільноти до цієї валюти почала знижуватися. А після стрімкої девальвації англійського фунта стерлінга в 1967–1968 рр. міжнародний капітал став активно перетікати з долара в золото, що остаточно зупинило систему фіксованих валютних курсів [5, с. 18].

Завершення епохи фіксованих валютних курсів та жорстких валютних регулювань, які їх супроводжували, були технічною передумовою виникнення міжнародного ринку капіталів. Ціни на фінансові активи визначалися рівнем активності ринку капіталів у кожній країні. Трейдери та інвестиційні банкіри міжнародних фінансових установ зрозуміли, що є можливість заробляти на арбітражі між різними національними ринками.

Упродовж тривалого часу після закінчення Другої світової війни переважною формою капіталу, що обертався на зовнішньому ринку, була офіційна державна допомога країнам Європи і Японії. Поряд із тим, приватний капітал у досить незначних обсягах рухався переважно із США у напрямку Європи у вигляді прямих іноземних інвестицій та інвестицій у традиційні міжнародні облігації. Вже на початку XX ст. активно діяв євровалютний ринок, основою якого було короткострокове кредитування між міжнародними банками і транснаціональними корпораціями.

Формальним початком повноцінного функціонування міжнародного ринку капіталів можна вважати момент утворення ринку єврооблігацій. Катализатором цього процесу стало податкове обтяження американських інвесторів та кредиторів, що купували облігації нерезидентів, які розміщували їх на американському ринку (*Interest Equalization Act 1963*). Такі кроки влада США робила на тлі суттєвого збільшення дефіциту поточного рахунку. Ці обставини сприяли виникненню інструменту єврооблігацій, які розміщувались на європейських майданчиках (переважно Лондон) та були деноміновані в американських доларах.

Паралельно набирала обертів ринок єврокредитів як елемент міжнародного ринку капіталів. Ще одним результатом обмеження вивозу капіталу із США стало те, що американські транснаціональні корпорації для фінансування своїх активів поза територією США мали залучати ресурс за межами країни базування материнської компанії. Основними інструментами ринку єврокредитів стали синдиковані позики та кредитні лінії строком від 1-го року.

З розвитком економік, експорту товарів та послуг провідних країн Європи почав утворюватися суттєвий профіцит поточних рахунків, що також підвищувало ліквід-

ність на міжнародному ринку. Поряд із єврооблігаціями та єврокредитами в доларах США почали з'являтися інструменти, деноміновані в німецьких марках, швейцарських і французьких франках.

У процесі еволюції ринок капіталів остаточно набув усіх ознак міжнародного ринку. Часові пояси втратили свою значущість, адже капітал рухався між різними країнами 24 години на добу. Капітал спрямовувався в безліч різних напрямків, реагуючи на найменші коливання відсоткових ставок у світі. Суб'єкти міжнародного ринку капіталу – комерційні та інвестиційні банки, брокери, трейдери і біржові посередники – утворили розгалужену глобальну мережу, яка працює не зупиняючись навіть на хвилину.

Як уже зазначалось раніше, визначення категорії «міжнародний ринок капіталу» не є остаточно сформованим. Деякі вчені ототожнюють поняття світовий фінансовий ринок та міжнародний ринок капіталів. Як зауважує Д. М. Михайлов, вони є фактично тотожними з понятійної точки зору категоріями. З. О. Луцишин уточнює, що все ж таки є незначні відмінності, які дають можливість вважати міжнародний ринок капіталів складовою фінансового ринку, а останній – сукупністю ринків з їх механізмами функціонування [4, с. 110]. Слід зазначити, що західні економісти поділяють світовий фінансовий ринок на міжнародний валютний ринок (*FX market*), грошовий ринок (*money market*), кредитний ринок (*credit market*) та ринок капіталів (*capital market*). Наприклад, З. Боді й Р. Мертон визначають ринок капіталів як ринок довгострокових зобов'язань та акцій, на противагу ринку грошей (строком погашення до одного року) і кредитному ринку (від одного до трьох років) [6, с. 320].

Іншим відкритим питанням залишається межа між фондовим ринком та ринком капіталів, оскільки, з точки зору строковості інструментів, на фондових майданчиках присутні безліч короткострокових (як правило – похідних) інструментів – таких, як опціони, ф'ючерсні контракти та короткострокові векселі. Існують погляди щодо відокремлення фондового ринку і ринку капіталів. Зокрема С. Я. Боринець вважає, що ринок цінних паперів та ринок кредитних ресурсів слід розглядати окремо. Аргументуючи свою позицію, він вказує на відмінність цих ринків за своїми найхарактернішими ознаками, а саме: при одержанні коштів на кредитній основі їх власник не змінюється, тоді як при купівлі цінних паперів – змінюється.

На нашу думку, спираючись на погляди як вітчизняних, так і західних економістів, у сучасному розумінні, міжнародний ринок капіталів є невід'ємним елементом світового фінансового ринку та має власну структуру, як це зображено на рис. 1.



Рис. 1. Структура світового фінансового ринку та міжнародного ринку капіталів
Джерело: Складено автором

Додатково у структурі світового фінансового ринку можна виділити ринок деривативів, але оскільки сучасні похідні й різноманітні синтетичні інструменти (кредитні дефолтні свопи, *LPN*, *CLN* та інші) використовуються на міжнародному валютному, грошовому і ринку капіталів, буде дуже складно надати чіткі рамки такому ринку та викремити його структурні елементи [7, с. 1–5].

За останнє десятиріччя кількість операцій та обсяги залучених ресурсів на міжнародному ринку капіталів зросли більш ніж удвічі та на початок 2009 року перевищували \$4 трлн. Майже 95% відсотків усіх операцій – це операції з борговими інструментами, а саме із синдікованими кредитами, єврооблігаціями та певними їх видозмінами. Для того щоб зрозуміти масштаб міжнародного ринку капіталів та визначити, які його інструменти мають більшу вагу, необхідно проаналізувати динаміку залучених фінансових ресурсів. У табл. 1 наведено обсяги залучених фінансових ресурсів на зовнішніх ринках упродовж одного року [8].

Таблиця 1
Залучення фінансування на міжнародних ринках капіталів за видами інструментів (за рік, млрд. дол. США)

Інструменти міжнародного ринку капіталів	1998	2000	2002	2004	2006	2008
Облігації та довгострокові інструменти грошового ринку	678	1 241	1 009	1 621	2 419	2 096
Акції	125	317	102	214	358	259
Синдіковані кредити	902	1 485	1 300	1 807	2 064	1 656
Загалом	1 705	3 043	2 411	3 642	4 841	4 011

Джерело: Банк міжнародних розрахунків (<http://bis.org/statistics/>)

Обсяги залучення акціонерного капіталу є доволі низькими порівняно з облігаціями та синдікованими кредитами. Це можна пояснити тим, що розміщення акцій найчастіше відбувається на внутрішньому ринку, а тому вони не можуть розглядатись як операції на міжнародному ринку капіталів. Водночас, інвестиційний попит формують не лише місцеві покупці, а й міжнародні інвестори.

До акцій, які розміщуються на зовнішніх ринках, насамперед ми відносимо депозитарні розписки (*ADR* або *GDR*) у випадках, коли емітент уже має лістинг на локальному фондовому майданчику, а також первинне розміщення акцій (*IPO*). Зазвичай у такому випадку фактичним емітентом виступає холдингова компанія, що зареєстрована в іноземній юрисдикції з привабливим податковим кліматом [7, с. 12].

Ринок синдікованих кредитів, як ще один із основних елементів міжнародного ринку капіталів, в останні роки зменшив темпи свого зростання. Це, своєю чергою, пояснюється «посткризовим апетитом» на ризик з боку міжнародних кредиторів, оскільки, з точки зору ліквідності та регулювання, синдікований кредит є більш ризикованим порівняно, наприклад, з єврооблігацією. Але є вірогідність того, що надалі кредитори/інвестори намагатимуться підвищити прибутковість своїх операцій і будуть готові брати на себе більші ризики. Така ситуація цілком можлива в умовах збільшення вартості капіталів під впливом підвищення відсоткових ставок ключовими центробанками світу.

Сьогодні майже кожна країна «присутня» на міжнародному ринку капіталів чи як отримувач інвестицій, чи як інвестор/кредитор. Можна виділити країни нетто-експортери та нетто-імпорттери капіталу. Перевищення попиту над пропозицією капіталів (або навпаки) насамперед залежить від рівня розвитку внутрішнього ринку капіталів. Наприклад, такі країни, як США, Японія чи Канада, мають добре розвинений механізм залу-

чення приватного та публічного капіталу всередині країни. Водночас, більшість країн колишнього СРСР є більшою мірою нетто-імпортерами капіталу. Для України доступ до інвестиційних ресурсів є життєво необхідним інструментом розвитку національної економіки на нинішньому етапі економічного розвитку. Звичайно, необхідність розвивати власні внутрішні ринки капіталів є безперечною. Проте в умовах глобалізації та лібералізації валютних регулювань саме через раціональну інтеграцію внутрішнього ринку капіталів у міжнародний ми бачимо перспективи розвитку економіки нашої країни.

Висновок. Сьогодні визначено місце міжнародного ринку капіталів у системі міжнародних фінансів. Водночас, проаналізувавши динаміку розвитку та еволюції цього ринку, можна з упевненістю сказати, що вже в середньостроковій перспективі міжнародний ринок капіталів знає певних трансформацій і набуде нових, більш широких рамок та масштабів, що й стане предметом майбутніх досліджень.

Література

1. Maurice Obstfeld. Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth / Cambridge University Press, 2004. – 344 p.
2. Аникин А. В. Юность науки / А. В. Аникин. – М. : Политиздат, 1971. – 194 с.
3. Вулфен Ч. Дж. Энциклопедия банковской справи та фінансів / Ч. Дж. Вулфен ; пер. з англ. – Самара, 2000. – 1583 с.
4. Луцишин З. О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації / З. О. Луцишин. – К. : Друк, 2002. – 320 с.
5. Gabriel Hauge, Erik Hoffmeyer. The International Capital Market and the International Monetary System; Per Jacobsson Lecture, IMF. Washington D.C., 1978. – 45 p.
6. Зви Боди. Финансы / Зви Боди, Роберт К. Мертон ; пер. с англ. – М. : Вильямс, 2007. – 360 с.
7. Diana Farrell. Key Mapping the global capital markets / Diana Farrell, Aneta Marcheva. San Francisco : McKinsey Global Institute, 2005. – 15 p.
8. Securities statistics and syndicated loans / Bank for International Settlements. – <http://bis.org/statistics/>

Стаття надійшла до редакції 13 липня 2011 року

УДК 339.92

В. М. Козка,

аспірантка Інституту світової економіки та міжнародних відносин НАН України

ІНВЕСТИЦІЙНА ПРИВАБЛИВІСТЬ УКРАЇНИ ДЛЯ КНР

У статті розглянуто сучасний стан українсько-китайських взаємовідносин, зокрема зосереджено увагу на питаннях інвестиційної привабливості України та потенційних інвестиційних проєктів, які наразі готуються Китаєм до реалізації.

Ключові слова: українсько-китайські відносини, інвестиційна привабливість України, інвестиційні проєкти, іноземні інвестиції.

В. Н. Козка

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ УКРАИНЫ ДЛЯ КНР

В статье рассмотрено современное состояние украинско-китайских взаимоотношений, в частности сосредоточено внимание на вопросах инвестиционной привлекательности Украины и потенциальных инвестиционных проектах, которые сейчас готовятся Китаем к реализации.

Ключевые слова: украинско-китайские отношения, инвестиционная привлекательность Украины, инвестиционные проекты, иностранные инвестиции.

Постановка проблеми. Сучасна політична та економічна динаміка розвитку Азіатсько-Тихоокеанського регіону засвідчує потужне нарощування Китаєм національного потенціалу, що створює відповідні умови для забезпечення домінуючих позицій як на регіональному, так і на міждержавному рівнях.

На початковому етапі індустріалізації в азіатських країнах зовнішньоекономічна співпраця мала велике значення, адже слугувала своєрідним каналом для отримання необхідних технологій. Якщо ж говорити про зовнішньоекономічне співробітництво загалом, то стратегічними партнерами України, окрім країн СНД та ЄС, нині є також і географічно віддалені найбільші держави світу, які є важливими ринками збуту та постачальниками товарів. Чільне місце серед них належить Китаю.

Зважаючи на характерні тенденції сучасного економічного розвитку КНР, розбудова українсько-китайського співробітництва сприятиме відновленню українських підприємств, науково-дослідних лабораторій і центрів. Альтернативним варіантом забезпечення сировинними ресурсами української економіки може бути партнерство з нафтовими підприємствами Китаю. Якщо враховувати зростаючий вплив країн АТР на розвиток світової еко-

V. M. Kozka

INVESTMENT ATTRACTIVENESS OF UKRAINE FOR CHINA

The article deals with the current state of Ukrainian-Chinese relations, the focus is done on the issues of investment attractiveness of Ukraine and potential investment projects which are currently preparing for implementation from the Chinese side.

Key words: Ukrainian-Chinese relations, the investment attractiveness of Ukraine, investment projects, foreign investments.

номіки та формування орієнтирів міжнародної політики, то розширення політичного й економічного діалогу з країнами цього регіону відкрило б нові можливості для реалізації геополітичних і гео економічних інтересів України.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Питанням, які торкаються досліджень українсько-китайського співробітництва, присвячено ряд наукових праць українських учених, зокрема В. Новицького, Є. Шарова, С. Толстова, М. Алексієнка, В. Урусова, Д. Романова, О. Лукаша, Ю. Пахомова, О. Шевчука. Серед зарубіжних авторів можна виділити Шенкар Одеда та Ван Пена, А. Гончарука, Н. Королюка, А. Куна, Цзян Чанбіня, Хе вея, Лю Дуна, Лі Син Хая, Лі Феня та ін.

Мета статті: проаналізувати сучасний стан українсько-китайських відносин та визначити перспективи співробітництва України і Китаю в інвестиційній сфері.

Основні результати дослідження. Українсько-китайське співробітництво є однією із найважливіших зовнішніх складових економічного потенціалу України. Наразі позиції України і КНР з багатьох міжнародних питань є близькими та співпадають. Обидві країни дотримуються принципу позаблокової політики і демонструють відсутність прагнення використовувати силу для врегулювання