ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ІВАНА ФРАНКА

На правах рукопису

ТАРАСЮК ДАНИЛО СВЯТОСЛАВОВИЧ

УДК 336.761/.763:658.14 (477)

РОЗВИТОК РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

Спеціальність: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Дисертація
на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник
Доктор економічних наук, професор,
КРУПКА МИХАЙЛО ІВАНОВИЧ

ЛЬВІВ – 2015

ЗМІСТ

ВСТУП……..…..3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФУНКЦІОНУВАННЯ І СТРУКТУРИЗАЦІЯ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ….....11
1.1. Економічна суть та структура ринку корпоративних цінних паперів……...…....11
1.2. Еволюція розвитку ринку корпоративних цінних паперів……...…29
1.3. Функціонування ринку корпоративних цінних паперів та основні чинники його розвитку…….....40
Висновки до розділу І…….……..…....62
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ СТАНОВЛЕННЯ І РОЗВИТКУ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ…….……...…65
2.1. Формування та тенденції розвитку ринку корпоративних цінних паперів в Україні…….…….….…65
2.2. Особливості функціонування ринку корпоративних облігацій в Україні ……...93
2.3. Ринок акцій та вихід українських компаній на міжнародні ринки капіталу……...……..…...107
Висновки до розділу ІІ……..……..…....122
РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ…….125
3.1 Економіко-математичне моделювання розвитку ринку корпоративних цінних паперів в Україні……...…..…125
3.2 Шляхи оптимізації функціонування ринку корпоративних цінних паперів України……...…….…..….140
3.3. Обґрунтування засад європейської інтеграції вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів …….....….158
Висновки до розділу ІІІ……..……...….172
ВИСНОВКИ……...…….…..…175
ДОДАТКИ……...…….…..179
СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ…….…..198

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Важливим напрямом для стабілізації економічного розвитку є наявність ефективних механізмів залучення фінансових ресурсів суб'єктами господарювання. Ринок корпоративних цінних паперів України завдяки своїй інвестиційній ресурсомісткості відіграє важливу роль у фінансовій системі держави. Необхідність забезпечення відновлення економіки (після кризових, військово-політичних та інших форс-мажорних обставин) також потребує широкого використання корпоративних цінних паперів як фондових інструментів залучення капіталу.

Формування ринку корпоративних цінних паперів дає змогу забезпечити фінансування потреб економічних суб'єктів у трьох інституційних секторах – фінансових, нефінансових корпорацій та секторі домогосподарств. Попри важливість доступу до фінансових ресурсів контрагентів усіх інституційних секторів, саме фінансування сектору нефінансових корпорацій (підприємств-суб'єктів реального сектора економіки) у сучасних умовах визначає темпи та пропорції економічного розвитку. Підприємства – учасники ринку вирішують питання залучення необхідних ресурсів саме через випуск різних пайових та боргових корпоративних цінних паперів. Цим визначається їхня інвестиційна позиція на ринках капіталу і, водночас, розкривається здатність використовувати інвестиційний потенціал ринку корпоративних цінних паперів.

Теоретичні основи та практичні аспекти функціонування ринків корпоративних цінних паперів досліджені у працях зарубіжних дослідників, серед яких: Р. Брейлі, Л. Гітман, Р. Кінг, К. Кларк, Р. Левін, Ф. Модільяні, Р. Мертон, Ф. Мишкін, М. Міркін, Р. Робінсон, Б. Рубцов, Дж. Тьюлз, Ф. Фабоцці,У. Шарп, М. Шоулз. Значний доробок у вивчення ринку цінних паперів, у т.ч. і корпоративних, внесли й українські вчені, а саме: Г. Азаренкова, В. Базилевич, О. Барановський, М. Бурмака, А. Даниленко, Н. Дєєва, В. Корнєєв, О. Костюк, М. Крупка, Д. Лєонов, І. Лютий, Т. Майорова,

О. Метлушко, О. Мозговий, С. Мошенський, С. Науменкова, В. Опарін, В. Оскольський, Т. Паєнтко, А. Пересада, О. Підхомний, В. Плиса, Б. Пшик, Р. Слав'юк, О. Сохацька, Д. Тевелєв, В. Швець, І. Школьник та ін.

Віддаючи належне науковим розробкам зазначених учених, необхідно відмітити, що дослідження низки теоретичних і практичних питань функціонування ринку корпоративних цінних паперів не є вичерпним і потребує подальшого вивчення в умовах глобалізації та стратегії європейської інтеграції України.

Зокрема, відсутня необхідна чіткість у формулюванні й поповненні понятійного апарату ринку цінних паперів, уніфікації вживаних термінів і положень у рамках дотримання міжнародних стандартів його державного регулювання і контролю – і особливо цей аспект стає все більш відчутнім з врахуванням євроінтеграційних перспектив України. Також недостатньо досліджень у частині оцінки впливу на ринок корпоративних цінних паперів макроекономічних чинників із використанням економетричного інструментарію. Відчутна постійна потреба в комплексному аналізі волатильності індикаторів розвитку ринку корпоративних цінних паперів України, оцінці системних та індивідуальних ризиків здійснення операцій з цінними паперами.

З огляду на форс-мажорні чинники розвитку в останні роки, видаються непередбачуваними, а відтак і в значній мірі варіативними, перспективи ринку корпоративних цінних паперів України, що становить особливий науково-дослідницький інтерес.

Зазначене вище зумовило актуальність обраної теми дисертаційної роботи, її мету, завдання та структуру.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота є складовою частиною науково-дослідної роботи кафедри фінансів, грошового обігу і кредиту Львівського національного університету імені Івана Франка за напрямом "Фінансові стратегії розвитку економіки України" (державний реєстраційний номер 0112U004029), у межах

якої автор розкрив специфіку функціонування ринку корпоративних цінних паперів в Україні та теоретично обґрунтовано рекомендації щодо його ефективного розвитку.

Мета та завдання дослідження. Мета дисертаційної роботи полягає у поглибленні теоретичних і практичних засад розвитку ринку корпоративних цінних паперів в Україні для забезпечення ефективного механізму залучення фінансових ресурсів корпоративним сектором.

Для досягнення цієї мети в дисертації сформульовано такі завдання:

– уточнити роль і місце ринку корпоративних цінних паперів у структурі фінансового ринку;

– виявити та обґрунтувати вплив основних чинників на формування й розвиток ринку корпоративних цінних паперів;

– здійснити періодизацію розвитку вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів;

– дати оцінку ефективності функціонування ринку корпоративних цінних паперів в Україні;

– розкрити та науково обґрунтувати проблеми на шляху розвитку ринку корпоративних цінних паперів в Україні;

– з’ясувати вплив основних макроекономічних показників на випуск акцій та корпоративних облігацій українськими емітентами шляхом економетричного моделювання;

– розробити рекомендації щодо підвищення ефективності державного регулювання ринку корпоративних цінних паперів в Україні;

– сформулювати основи інтеграції вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів в умовах глобалізації економічних процесів.

Об’єктом дисертаційної роботи є ринок корпоративних цінних паперів як складова фінансового ринку.

Предметом дослідження є сукупність теоретичних і практичних засад становлення ринку корпоративних цінних паперів в Україні та перспектив його розвитку в умовах євроінтеграційних процесів.

Методи дослідження. Для вирішення сформульованих завдань у дисертаційній роботі використано загальнонаукові та спеціальні методи, а саме: *системний* (для аналізу механізму розвитку фінансового ринку у взаємозв'язку всіх його елементів); *факторного аналізу* (для виділення основних чинників впливу на розвиток ринку корпоративних цінних паперів); *наукового абстрагування* (для узагальнення термінологічного апарату); *історико-логічний* (для визначення етапів розвитку ринку корпоративних цінних паперів); *аналізу й синтезу, індукції та дедукції* (при дослідженні особливостей розвитку ринку корпоративних цінних паперів); *статистичний* (для оцінювання динаміки розвитку ринку корпоративних цінних паперів); *кореляційного аналізу й економетричного моделювання* (для визначення впливу макроекономічних показників на емісію компаніями корпоративних цінних паперів); *узагальнення* (для формулювання пропозицій щодо ефективного розвитку ринку корпоративних цінних паперів); *порівняльного аналізу* (для співставлення різних видів фінансових інструментів; окреслення напрямів імплементації іноземного досвіду); *графічний і табличний* (для візуального подання результатів дисертаційної роботи).

Теоретичною та методологічною основою дослідження є фундаментальні положення, методичні та теоретичні розроблення, висвітлені у працях вітчизняних і зарубіжних науковців з досліджуваної теми, інша спеціальна література, матеріали міжнародних конференцій з питань розвитку ринку корпоративних цінних паперів.

Інформаційну базу дослідження становлять законодавчі й нормативні документи у сфері фінансових ринків і господарської діяльності; нормативні акти Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національного банку України; офіційні статистичні дані Державної служби статистики України, Міністерства фінансів України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національного банку України, Банку міжнародних розрахунків, Світового банку, Міжнародного валютного фонду;

аналітичні матеріали біржових і позабіржових торгових систем, рейтингових агентств, аудиторських компаній.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в розвитку теоретико-методологічних підходів та розробленні практичних рекомендацій щодо підвищення ефективності функціонування ринку корпоративних цінних паперів в Україні. До основних результатів проведеного дослідження належать такі положення:

уперше:

– визначено на основі регресійного аналізу та теоретичних узагальнень взаємозалежність між зміною обсягів емісії корпоративних облігацій і динамікою макроекономічних показників соціально-економічного розвитку України, що дало змогу встановити ті з них, які чинять найбільший вплив на динаміку випусків корпоративних облігацій, а саме: темп зростання ВВП з запізненням на один рік, зміна обсягів валових заощаджень, рівень облікової ставки НБУ та рівень інфляції з запізненням на один рік;

удосконалено:

– тлумачення сутності фінансового ринку з виокремленням системного, інституційного і функціонального підходів, синтез яких дав змогу визначити фінансовий ринок як сукупність економіко-правових відносин між економічними контрагентами щодо акумуляції, розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів через систему фінансово-кредитних інститутів, які в межах чинного правового поля і затверджених механізмів забезпечують задоволення попиту та реалізацію пропозиції на фінансові інструменти й послуги всіх суб'єктів економічних відносин;

– теоретико-методичні положення щодо обґрунтування необхідності аналізу впливу чинників політичного, економічного, соціально-психологічного, інфраструктурного та глобального характеру на формування й розвиток ринку корпоративних цінних паперів, що дало змогу структурувати причинно-наслідкові зв’язки між цими чинниками й виявити характер їхнього впливу на ефективність функціонування ринку;

– класифікацію етапів формування ринку корпоративних цінних паперів залежно від його динаміки та тенденцій розвитку, яка, на відміну від тих, що існують, враховує вплив приватизаційних процесів і розглядає становлення ринку корпоративних цінних паперів крізь призму здійснення приватизації та акціонування;

набули подальшого розвитку:

– теоретичні підходи до визначення передумов, що впливають на характеристики розвитку ринку корпоративних облігацій та ринку акцій (дохідність, номінальна і курсова вартість, ризики придбання/інвестування, капіталізація та інші), які, з урахуванням змін кон'юнктури на фінансових ринках, дають можливість обґрунтувати перспективи і компаративну доцільність вибору джерел зовнішнього фінансування (боргові чи пайові/акціонерні) суб'єктами господарювання;

– пропозиції щодо удосконалення державного регулювання ринку корпоративних цінних паперів в Україні в контексті перспектив його інтеграції у міжнародні ринки капіталу та імплементації європейської нормативно-правової бази, що сприятиме розширенню використання фінансових інструментів ринку економічними суб'єктами й підвищить можливості доступу суб'єктів господарювання як до внутрішньодержавних, так і міжнародних джерел залучення капіталу;

– обґрунтування доцільності створення механізму гарантування захисту прав інвесторів у боргові цінні папери, особливістю якої є система відшкодувань та гарантій, що дасть змогу підвищити рівень довіри до вітчизняних боргових фінансових інструментів, знизити рівень системних і специфічних ризиків в інвестиційному середовищі та покращити інвестиційний клімат на ринку корпоративних цінних паперів.

Практичне значення одержаних результатів полягає у використанні науково-методичних підходів, висновків та пропозицій щодо вдосконалення державного регулювання ринку корпоративних цінних паперів в Україні. Методологічні здобутки можуть бути використані при удосконаленні

нормативно-правової бази на ринку корпоративних цінних паперів, розробленні стратегії розвитку українського фінансового ринку.

Наукові висновки та результати дисертаційної роботи використані Західним територіальним управлінням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку при розробленні заходів, спрямованих на підвищення ефективності функціонування ринку корпоративних цінних паперів в Україні (довідка №04-1/2077 від 26.09.2014 р.). Пропозиції щодо оптимізації діяльності суб'єктів господарювання на ринку корпоративних цінних паперів в Україні схвалено та використано фахівцями відділу інвестиційної діяльності Львівської обласної державної адміністрації (довідка №250-1 від 06.10.2014 р.).

Науково-методичні положення дисертації знайшли застосування в навчальному процесі на економічному факультеті Львівського національного університету імені Івана Франка при викладанні дисциплін «Ринок фінансових послуг», «Фінансовий ринок», «Фінансова діяльність суб'єктів господарювання» (довідка №3922-М від 16.09.2014 р.). Результати дисертації впроваджено у навчальний процес підготовки фахівців із питань фондового ринку в Центрі розвитку фондового ринку та корпоративного управління за такими спеціалізаціями: фахівець з питань депозитарної діяльності; фахівець із питань торгівлі цінними паперами (довідка №12-01/Д від 30.09.2014 р.).

Особистий внесок здобувача. Викладені в дисертації наукові результати одержані автором особисто та є самостійним, цілісним і завершеним науковим дослідженням. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, використано лише власні ідеї, теоретичні положення і висновки.

Апробація результатів дисертаційної роботи. Основні результати дослідження обговорювались і отримали позитивну оцінку на щорічних звітних науково-практичних конференціях викладачів та аспірантів економічного факультету Львівського національного університету імені Івана Франка; наукових семінарах кафедри фінансів, грошового обігу і

кредиту; міжнародних, всеукраїнських науково-практичних та студентсько-аспірантських конференціях. Зокрема: Міжнародній студентсько-аспірантській науковій конференції «Світова економічна криза: причини, наслідки та перспективи подолання» (м. Львів, 2010 р.); VI Міжнародній науково-практичній конференції «Міжнародні фінансові та страхові ринки в нових економічних умовах» (м. Київ, 2010 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Інформаційні системи і технології в економіці» (м. Київ, 2011 р.); Всеукраїнській меморіальній науковій конференції «Наукова спадщина професора Злупка С. М. у світлі формування сучасної парадигми економічної науки в Україні» (м. Львів, 2011 р.); Науково-практичній конференції «Культура управління в системі розвитку економіки України» (м. Львів, 2013 р.); Міжнародній науковій конференції «Вплив Європейського Союзу на соціально-економічний розвиток країн і регіонів – десятирічний досвід» (Польща, м. Кельце, 2014 р.); Науково-практичній конференції «Організація управління: витоки, реалії та перспективи розвитку» (м. Львів, 2014 р.).

Публікації. За результатами дослідження опубліковано 15 наукових праць, загальним обсягом 6,79 д. а., з них особисто автору належить 5,85 д. а., у тому числі 7 наукових статей у фахових виданнях (з яких 3 у співавторстві), 1 наукова стаття в іноземному виданні та 7 тез доповідей на наукових конференціях.

Структура та обсяг дисертації. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, додатків і списку використаних джерел. Основний зміст викладено на 178 сторінках комп’ютерного набору. Робота містить 30 рисунків, 18 таблиць та 10 додатків. Список використаних джерел налічує 205 позицій.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФУНКЦІОНУВАННЯ І СТРУКТУРИЗАЦІЯ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

1.1 Економічна суть та структура ринку корпоративних цінних паперів

Обов’язковою передумовою ефективного функціонування економічної системи є розвиток фінансового ринку, насамперед, сучасного механізму акумулювання й розміщення заощаджень в національній економіці. Результативність перерозподілу заощаджень від тих, хто володіє тимчасово вільними, до тих, хто їх потребує суттєво впливає на економічне зростання. Фінансовий ринок, ж забезпечує перерозподіл фінансових ресурсів з метою їх ефективного використання в економічній системі. Виконання даного завдання покладене, значною мірою, на ринок корпоративних цінних паперів. Ефективне функціонування ринку корпоративних цінних паперів є не лише обов’язковою передумовою сталого розвитку фінансового ринку, але й чинником, який забезпечує зростання реального сектору економіки.

Для уточнення поняття «ринок корпоративних цінних паперів», доцільно дослідити генезис таких сумісних понять: «фінансовий ринок», «ринок цінних паперів» та «фондовий ринок». У світовій економічній літературі існують численні підходи до їх тлумачення, що спричинено непослідовністю досліджень та відсутністю детального аналізу сутності даних термінів в умовах ринкових відносин.

Почнемо з найширшого поняття – «фінансовий ринок». Термін «фінансовий ринок» (*англ. «financial market»)* у сучасному науковому середовищі почав використовуватись порівняно недавно. Однією з перших наукових праць, в якій про нього згадується, є опублікована у 1963 році стаття економіста Джеймса Тобіна [31]. Автор ототожнює фінансовий ринок з ринком капіталів.

Вагомий вплив на розуміння терміну «фінансовий ринок» саме в сучасному значенні (як сукупності грошового ринку та ринку капіталів) відіграла публікація в 1974 р. у США книги Рональда Робінсона «Фінансові ринки: нагромадження і розміщення багатства» [27].

У європейських країнах поняття «фінансовий ринок» розповсюджувалось під впливом американської економічної думки. І хоча у Франції термін «фінансовий ринок» (*фр. «marché financier»*) почав періодично використовуватись ще у кінці 1960-х років, у той час він асоціювався скоріш з ринком капіталу, не включаючи ринок грошей (*фр. «marché monetaire»*) [19, с. 488-491].

У відомій німецькій енциклопедії «Der Grosse Brokhaus» 1954 р. окремо використовувалися поняття «грошовий ринок» (*нім. «geldmarkt»)* у значенні ринку короткотермінових кредитів і «ринок капіталів» (*нім. «kapitalmarkt»)* у значенні довготермінових кредитів, але термін «фінансовий ринок» (*нім. «finanzmarkte»)* не зустрічався [11]. Не бачимо ми його і в енциклопедії «Meyers Enzyklopadisches Lexikon» 1973 р. [22].

У радянській економічній літературі довгий час використовувався термін «ринок позикового капіталу», який об’єднував ринок грошей і ринок капіталів. І. А. Трахтенберг у праці «Денежное обращение и кредит при капитализме» 1962 року пише: «Під ринком позикового капіталу слід розуміти зіткнення попиту і пропозиції позикового капіталу як особливого виду капіталу, що знаходить своє визначення у протиставленні промисловому і торговому капіталу» [188, с. 493]. Проте цей термін уже застарів і на практиці витіснений більш сучасним – «фінансовий ринок».

У сучасній вітчизняній економічній науці ще не виробилося єдиного системного підходу до визначення сутності та структури поняття «фінансовий ринок». Існує низка розбіжностей у тлумаченні даного терміну як у вчених-фінансистів, так і у вчених, що працюють у сфері економічної теорії.

У додатку А зроблено спробу детально проаналізувати погляди вітчизняних науковців, у результаті чого ми дійшли до висновку, що найчастіше виокремлюють такі три підходи до тлумачення даного поняття:

1) системний підхід, прихильники якого розглядають фінансовий ринок як *систему економічних відносин*, націлену на формування, розподіл та перерозподіл капіталу [165, 191, 201]. Зокрема, колектив авторів під керівництвом проф. І. О. Лютого [165, с. 45] при тлумаченні фінансового ринку встановлює чіткі межі його функціонування – від моменту, коли суб'єкти виокремлюють фінансові ресурси, які призначаються для отримання доходу, і до моменту, коли ці ресурси використовуються у виробничих цілях. Автори стверджують, що такий рух не обов'язково повинен бути поступальним, направленим, оскільки значна кількість угод проходить через перехідні ланки, а такі процеси як, наприклад, вторинний обіг цінних паперів, можуть взагалі виключати перехід ресурсів до кінцевого споживання;

2) інституційний підхід, представники якого вбачають у фінансовому ринку *сукупність інститутів*, з яких він складається (посередники, емітенти, інвестори, біржі, розрахунково-клірингові організації, позабіржові організатори торгівлі, депозитарії та ін.) [82, 83, 96, 106]. Головним завданням цих фінансових посередників є створення сприятливого фінансового середовища для нагромадження економічними суб'єктами фінансових ресурсів та забезпечення їх перетворення в інвестиції;

3) технічний (функціональний) підхід, згідно якого фінансовий ринок є *механізмом перерозподілу капіталу* за допомогою посередників на основі взаємодії попиту та пропозиції [73].

На підставі синтезу цих підходів «фінансовий ринок» визначимо як сукупність економіко-правових відносин між економічними контрагентами щодо акумуляції, розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів через систему фінансово-кредитних інститутів, які в межах чинного правового поля та затверджених механізмів забезпечують задоволення попиту і

реалізацію пропозиції на фінансові інструменти й послуги всіх суб'єктів економічних відносин.

Для того, аби в повній мірі зрозуміти роль та значення фінансового ринку в економічній системі держави перейдемо до аналізу його структури.

Більшість учених вважають, що фінансовий ринок поділяється на дві частини: ринок грошей і ринок капіталів [82, 124, 64]. Так, В. М. Опарін стверджує, що *ринок грошей* — це сфера, де завдяки кредитній системі можна купити гроші, а сама кредитна система визначається як «сукупність кредитних установ, які здійснюють концентрацію тимчасово вільних грошових коштів та їх надання в кредит» [124, с. 39]. На ринку капіталів об'єктом торгівлі є не тільки гроші, а й право власності. Зокрема, М. І. Крупка вважає, що на ринку капіталів відбуваються операції з «середньо- і довготерміновими депозитами та кредитами, довготерміновими корпоративними і державними борговими зобов'язаннями та акціями» [64, с. 80].

Іншої думки притримується І. О. Школьник, коли доходить до висновку, що фінансовий ринок за своїм функціональним призначенням поділяється на ринок капіталу, грошовий ринок та ринок похідних фінансових інструментів [204, с. 46]. За видом базового активу похідні фінансові інструменти поділяються на валютні, процентні, кредитні, іпотечні, індексні та макродеривативи. Вони, на відміну від простих фінансових інструментів, які дають право на реальний капітал, створюють фіктивний (або віртуальний) капітал. З нею погоджується і О. М. Сохацька, яка вважає, що окрім первинного ринку, на якому відбувається емісія фінансових інструментів, та вторинного ринку, що забезпечує їхню ліквідність та обіг, виділяється третинний ринок – ринок похідних фінансових інструментів. При чому, термін «третинний ринок» автор визначає як «систему міжнародних економічних відносин суб'єктів господарювання та держави з приводу зменшення цінової невизначеності, пов'язаної з фактором часу на ринку базових товарних та фінансових активів

через укладання строкових фінансових контрактів, в яких вартісна оцінка величини зобов'язань та прав одного із контрагентів фіксується у момент укладання, а іншого – походить від вартості базового активу» [175, с. 12]. Ми ж вважаємо логічним виділення у окремий підсегмент ринку похідних фінансових інструментів, оскільки основним його завданням є продаж не цінних паперів в класичному їхньому значенні, а фінансових ризиків, що прив'язані до базового фінансового інструменту.

Отже, всі структурні елементи фінансового ринку, незважаючи на свої унікальні, відмітні характеристики, тісно переплітаються, між собою взаємодіють і один одного доповнюють. Згідно системного підходу, яким ми керуємось при визначенні фінансового ринку, будь-який об'єкт «…виникає та існує в рамках деякої великої системи. Зв'язки між об'єктами і системою є суттєвими основами виникнення, існування та розвитку об'єкта і системи в цілому» [173, с. 15]. Будучи окремим цілим, кожен елемент системи складається з частин і сам є частиною чогось. Так, наприклад, ринок цінних паперів, складаючись з короткотермінових та довготермінових цінних паперів, є частиною як грошового ринку, так ринку капіталів. Схематично це може бути подано таким чином:

Рис. 1.1. **Структура фінансового ринку***

**Джерело: розроблено автором на основі [52, 124, 204, 192]*

Ринок цінних паперів є важливим інструментом забезпечення процесів перерозподілу капіталу та залучення фінансових ресурсів. Фінансові ринки

безпосередньо або через фінансових посередників налагоджують зв'язок між інвесторами і позичальниками. Заощадження, що акумулюються банківськими та небанківськими фінансовими організаціями перетворюються на інвестиційні інструменти, які можуть використовуватись для різних цілей.

Прийнято вважати, що ринок цінних паперів є місцем, де відбувається процес купівлі-продажу та перетинаються попит і пропозиція на особливий товар – цінні папери.

Доволі часто поняття «ринок цінних паперів» ототожнюють з *терміном* «фондовий ринок». Зокрема такий підхід можемо зустріти у вітчизняному законодавстві та у працях деяких учених-економістів, а саме О. Д. Василика, В. В. Колесника, Н. І. Костіної, К. С. Марахова, О. Г. Мендрула. Спробуємо з'ясувати, чи існує різниця між цими поняттями та яка саме.

Згідно закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», «фондовий ринок (ринок цінних паперів) – сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів)» [160]. Відтак можемо дійти висновку, що законодавець не розділяє визначення фондового ринку та ринку цінних паперів.

О. Д. Василик вважав ринок цінних паперів особливим місцем здійснення ринкових відносин, на якому для залучення інвестицій для суб'єктів господарської діяльності здійснюється акумуляція вільних фінансових ресурсів завдяки продажу цінних паперів. Учений стверджував, що поняття «фондовий ринок» та «ринок цінних паперів» є синонімами, тому що за своїм економічним змістом цінні папери відображають матеріальні або грошові фонди [52, с. 326-327].

Російський економіст, дослідник фінансових ринків Я. М. Міркін теж притримується думки, що поняття фондового ринку та ринку цінних паперів співпадають [113, с. 100]. Він характеризує цінні папери як вид прав власності на економічні ресурси. Одночасно цінні папери володіють певними властивостями: оборотність, документальність, ліквідність, стандартність,

ризик та ін. [190, с. 66-67]. Саме завдяки своїм властивостям і можливе створення ринку цінних паперів як самостійного ринкового механізму і економічних відносин щодо ринкового обігу цінних паперів. Втім, якщо продовжити логіку викладу матеріалу автором, то можна дійти висновку, що, *якщо* цінні папери формують визначений вид економічних ресурсів і закріплюють права на сукупність інших ресурсів, які формують грошові, фінансові та інші фонди, то цінні папери можна назвати фондовими цінностями, а місце, де вони функціонують – ринком фондових цінностей, або фондовим ринком. В цьому значенні термін «фондовий ринок» справді буде синонімом ринку цінних паперів.

К. Марахов вважає, цінні папери знаходяться в обігу на біржах, які історично прийнято називати фондовими [109, с. 26]. Однак, на нашу думку, термін «фондова біржа» є дослівним перекладом з англійської терміну «*Stock Exchange»* (stock – фонди, акції, цінні папери), тобто вона покликана формувати фонди, точніше капітал економічних суб’єктів. А функціонально це завдання може вирішуватись завдяки використанню певних фінансових інструментів, у тому числі цінних паперів. Термін «фондовий ринок» походить від англійського слова «funds» або від французького «fonds». Проте в Європі та США слово «funds» взагалі не використовується щодо ринку цінних паперів. Наприклад, у США термін «funds» застосовується, в основному, до пенсійних та інвестиційних фондів. Також у США існує такий макроекономічний індикатор, як відсоткова ставка по федеральних фондах, згідно якої дванадцять федеральних банків, які входять до Федеральної резервної системи США, надають один одному короткотермінові кредити, і яка визначає вартість кредитів для комерційних банків. Загалом, у західній економічній літературі поняття «ринок цінних паперів» (*англ. «securities market»*) використовується не так часто, як в вітчизняній. Натомість, зустрічаються терміни «ринок акцій» (*англ. «stock market», «equity market»),* ринок облігацій (*англ. «debt market», «bond market»)* і ринок похідних фінансових інструментів (*англ. «derivatives market»).* В залежності від міри

розвитку, ринки поділяють на розвинені (*англ. «developed market»)* та ті, що розвиваються (*англ. «emerging markets»).*

Вітчизняні науковці А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко та С. В. Урванцева вважають, що «ринок цінних паперів складається з двох частин – фондового ринку та сфери обігу цінних паперів у вигляді купівлі-продажу короткотермінових (до одного року) документів. Таким чином, ринок цінних паперів за економічним змістом – це поняття дещо ширше за фондовий ринок, хоча значення останнього є достатньо великим (саме на ньому знаходяться в обігу акції і облігації)» [150, с. 123].

С. М. Еш зазначає: «фондовий ринок часто розглядають як частину ринку капіталів, як ринок фондових цінностей або як ринок позичкового капіталу. Основними інструментами фондового ринку є цінні папери різних видів, типів, які належать до різних сегментів» [74, с. 318]. Розглянемо фінансовий ринок за основними сегментами, що мають зв'язок з цінними паперами (таблиця 1.1).

Таблиця 1.1

Фінансові інструменти за основними сегментами ринку [74, с. 319].

Фінансовий ринок	
сегменти ринку	***фінансові інструменти***
Грошовий	– Гроші – Короткотермінові цінні папери
Цінних паперів	– Короткотермінові цінні папери – Середньотермінові цінні папери – Довготермінові цінні папери
Фондовий	– Середньотермінові цінні папери – Довготермінові цінні папери
Капіталів	– Довготермінові цінні папери – Середньотермінові кредити – Довготермінові кредити

Отож, з даної таблиці видно, що ринок цінних паперів є більш ширшим поняттям, ніж фондовий ринок, оскільки включає крім середньотермінових та довготермінових цінних паперів ще й короткотермінові фінансові інструменти. Схожої точки зору притримується В. Плиса, який також розрізняє дані терміни: «фондовий ринок – це механізм ринкових

взаємовідносин, де здійснюються операції з середньо- і довготерміновими цінними паперами, при яких відбувається взаємодія фінансового, кредитного та інвестиційного секторів економіки, внаслідок чого динамічно накопичуються та перерозподіляються ринкові ресурси у вигляді потоків грошових резервів між його суб'єктами» [146, с. 10].

Дотримується думки щодо більш ширшого тлумачення саме ринку цінних паперів вітчизняний науковець та керівник Національної комісії з цінних паперів та фондових ринків Д. Тевелєв. В своєму дослідження він дає таке тлумачення: «ринок цінних паперів – соціально-економічна система, в якій за допомогою заздалегідь встановлених правил та визначених механізмів здійснюється взаємодія між всіма його учасниками в процесі регулювання, контролю та функціонування з метою акумулювання та перерозподілу тимчасово вільних коштів для вирішення як макроекономічних, так і мікроекономічних цілей та завдань» [186, с. 90]. Проте ми не можемо погодитись з поглядом автора, оскільки вважаємо наведене визначення занадто узагальнюючим, та таким, що може стосуватися всього фінансового ринку.

Американські науковці Р. Тьюлз та Р. Бредлі асоціюють фондовий ринок виключно з ринком цінних паперів корпорацій (корпоративних цінних паперів) [188, с. 16]. В якості пояснень використовують те, що цінні папери, які випускаються державою є облігаціями або борговими зобов'язаннями, а не акціями, які визначають частку акціонерів в капіталі компанії. На нашу думку, така позиція є хибною, оскільки випливає, що облігації також не належать до фондового ринку, бо є борговими цінними паперами. В такому випадку виникають сумніви в доцільності використання терміну «фондовий ринок», оскільки він включатиме тільки ринок акцій.

Проаналізувавши наукові праці вітчизняних та зарубіжних науковців-економістів, ми дійшли висновку, що доцільно розрізняти терміни «ринок цінних паперів» та «фондовий ринок»: ринок цінних паперів є більш

широким елементом фінансового ринку і включає крім середньо- та довготермінових, ще й короткотермінові цінні папери.

Для того, щоб наблизитися до розуміння терміну «ринок корпоративних цінних паперів», на нашу думку доцільно виокремити цей сегмент зі структури усього ринку цінних паперів (таблиця 1.2).

Таблиця 1.2

Класифікація ринку цінних паперів*

Критерії поділу	***Види ринків цінних паперів***
Спосіб розміщення цінних паперів	первинний ринок; вторинний ринок.
Економічна природа цінних паперів	ринок боргових цінних паперів; ринок пайових цінних паперів; ринок похідних цінних паперів; ринок іпотечних цінних паперів; ринок приватизаційних цінних паперів; ринок товаророзпорядчих цінних паперів.
Територія обігу цінних паперів	місцевий ринок; національний ринок; міжнародний ринок.
Механізм виплати доходу	ринок цінних паперів з фіксованим доходом; ринок цінних паперів з змінним доходом.
Організаційні форми	біржовий ринок; позабіржовий ринок.
Специфіка організаційної структури	горизонтальний ринок; вертикальний ринок.
Поведінка суб’єктів ринку	«ринок ведмедів»; «ринок биків».
Суб’єкти випуску цінних паперів	ринок державних цінних паперів; ринок корпоративних цінних паперів; ринок цінних паперів фінансово-кредитних установ.

**Джерело: складено автором на основі* [165, 74]

Як ми бачимо, в залежності від суб’єктів випуску цінних паперів виділяються три види ринків: ринок державних цінних паперів, ринок корпоративних цінних паперів, ринок цінних паперів фінансово-кредитних установ.

Відтак, ринок корпоративних цінних паперів можна визначити як частину фінансового ринку, яка становить сукупність фінансово-кредитних інститутів та соціально-економічних відносин щодо акумуляції, розподілу й

перерозподілу фінансових ресурсів, які забезпечують задоволення попиту та реалізацію пропозиції на корпоративні цінні папери.

До фінансових інструментів, що знаходяться в обігу на ринку державних цінних паперів належать цінні паперів, що випущені державою та місцевими органами влади (муніципальні цінні папери). Основним призначенням таких фінансових інструментів є, в першу чергу, покриття бюджетного дефіциту, а також реалізація окремих інвестиційних проектів. У цьому й полягає основна відмінність між державними та корпоративними цінними паперами, адже для компаній приватного сектору економіки ринок в першу є місцем здійснення ефективного перерозподілу ресурсів – залучення чи інвестування. Держава через уряд ж використовує ринок як елемент забезпечення макроекономічної стабільності: фінансує поточний бюджетний дефіцит, регулює грошову масу в обігу, забезпечує касове виконання державного бюджету, надає комерційним банкам дешеві і ліквідні фінансовий активи тощо.

Відмітною характеристикою ринку цінних паперів фінансово-кредитних установ (інвестиційних фондів, страхових компаній, банків, недержавних пенсійних фондів) є те, що отримані від емісії цінних паперів фінансові ресурси потрапляють не в сектор реальної економіки, а до самих учасників фінансових ринків, що відокремлює їх в окремий сегмент ринку цінних паперів. Емісія цінних паперів цими структурами за своє суттю є фактично одним з етапів перерозподілу фінансових ресурсів, а не фінансуванням реального сектору економіки.

Корпоративні цінні папери емітуються акціонерними товариствами (корпораціями) нефінансового сектору. До прикладу, вітчизняний науковець В. С. Шапран виокремлює ринок корпоративних цінних паперів у зв’язку з нерівноцінним впливом окремих сегментів ринку цінних паперів на економічний розвиток. Автор подає досить грунтовне тлумачення ринку корпоративних цінних паперів: «частина ринку цінних паперів, що має прямий канал руху коштів від власників вільних коштів до безпосередніх

реципієнтів інвестицій (за виключенням держави) та забезпечує цим ефективний перерозподіл ресурсів і власності в економічній системі, і включає в себе усі ринки цінних паперів, які здатні випускати корпоративні утворення, що мають високий потенціал впливу на економічний розвиток у країнах з ринковою системою господарювання» [198, с. 30]. Проте автор не розділяє окремо ринок корпорацій та кредитно-фінансових установ та відносить їх в одну групу. Таку позиції ми не поділяємо, оскільки за своїм економічним змістом фінансові інструменти на цих ринках виконують різну функцію. Зрештою, і самі інструменти емітування відрізняються: фінансово-кредитні установи здебільшого випускають депозитні сертифікати, облігації та фінансові векселі, корпорації – акції, облігації та товарні векселі [135, с. 59]. Однак така структуризація не стосується емісії фінансово-кредитними установами власних акцій як пайових фінансових інструментів, оскільки їхнє значення та економічний зміст є тотожними з випуском акцій корпораціями, а відмінність полягає лише в виді діяльності емітента.

Викликають сумніви й питання куди віднести цінні папери акціонерних товариств, що повністю або в більшій мірі належать державі. На нашу думку правильним є зарахування таких суб’єктів до ринку корпоративних цінних паперів, оскільки держава, будучи власником, відповідає за зобов’язання виключно в межах свого внеску до статутного фонду. Навіть у випадку отримання державних гарантій щодо зобов’язань корпорації цінні папери всеодно не можна віднести до державних, оскільки будь-яке товариство, яке має стратегічно-важливе державне значення має право клопотати про надання гарантій державою [198, с. 28].

Наведене вище пояснення ринку корпоративних цінних паперів дає нам підстави запропонувати таке визначення: «корпоративні цінні папери» — це цінні папери підприємств, об’єднань підприємств, різних форм акціонерних та інших товариств, які засвідчують майнові права й визначають характер економіко-правових взаємовідносин між сторонами та передбачають виконання зобов’язань згідно з умовами розміщення.

Проаналізувавши вітчизняне законодавство та напрацювання регуляторних органів в досліджуваній сфері побудуємо модель структури ринку цінних паперів України за суб'єктами випуску, а також згрупуємо їх за видами, наведеними в ЗУ «Про цінні папери та фондові біржі» [160] (рис. 1.2).

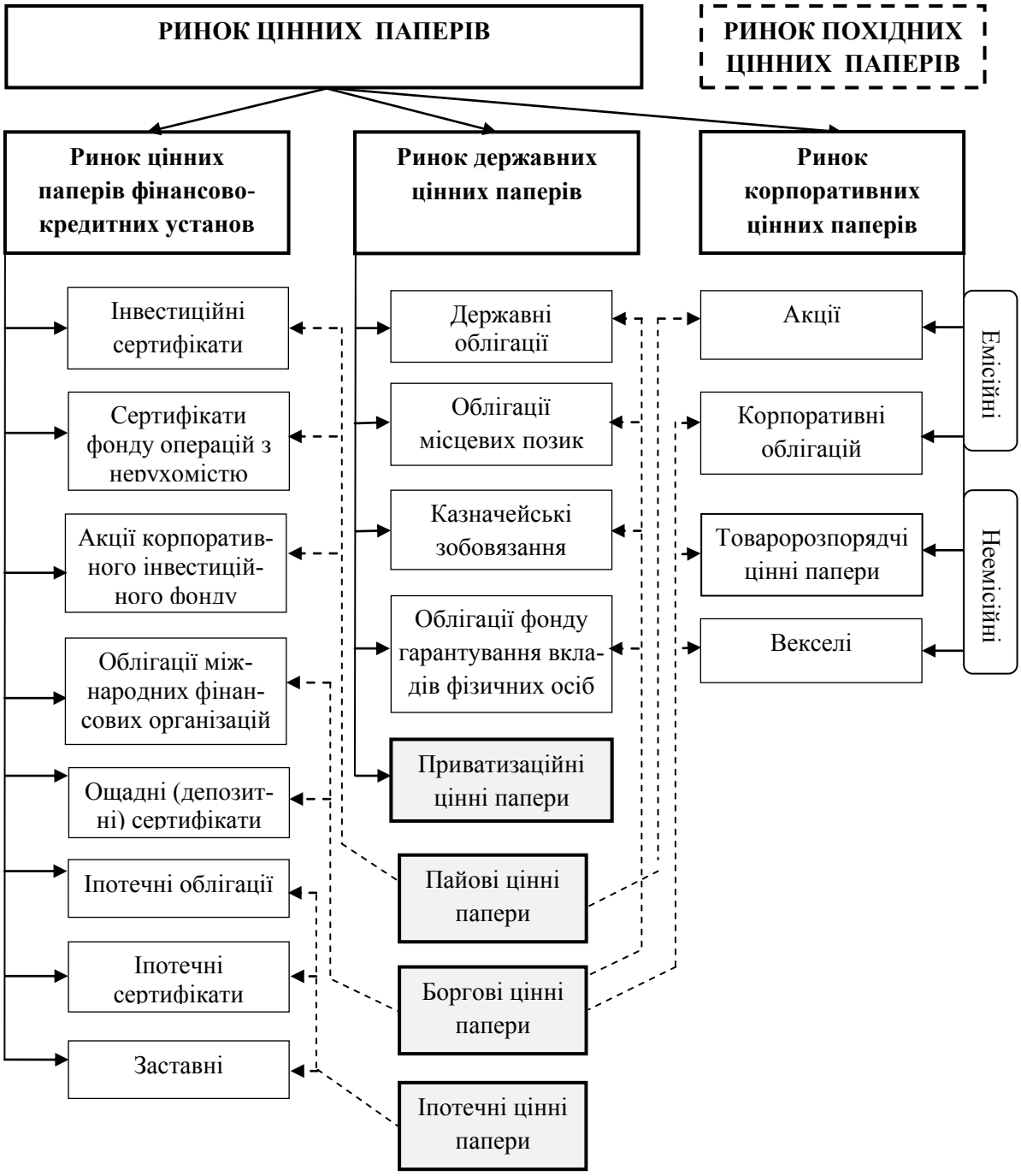


Рис. 1.2. **Структура ринку цінних паперів України в розрізі суб'єктів випуску згідно чинного законодавства***

**Джерело: побудовано автором на основі* [160]

Як уже зазначалося, доцільним вважаємо виділення в окремий сегмент ринок похідних цінних паперів, оскільки основним його завданням є продаж фінансових ризиків як окремих об’єктів, які прив’язані до базового фінансового інструменту. У фінансовій літературі їх ще називають деривативами або контрактами з цінними паперами. Підсумовуючи проведений аналіз наукових праць [35, 139], можна виділити основні ознаки, які розкривають відмінності деривативів від класичних корпоративних цінних паперів, а саме:

1) В основу деривативів покладені інші фінансові інструменти – цінні папери, валюта, інші деривативи (опціон на ф’ючерсний контракт);

2) Похідні цінні папери використовуються не з метою купівлі/продажу базового активу, а, в більшості, у спекулятивних цілях: отримання доходу від різниці у цінах, або для хеджування базового активу (страхування цінових ризиків);

3) Ринок похідних інструментів пов'язують з ринком цінних паперів, оскільки вони будуються за однаковими економічними принципами, формування ціни здійснюється за одними законами і, в більшій мірі, торгівлю здійснюють одні й ті ж самі учасники;

4) Емісію деривативів можуть здійснювати як акціонерні товариства, так і держава, фінансово-кредитні установи та інші учасники фінансового ринку.

Ми вважаємо, що у зв’язку з наведеними вище ознаками відносити деривативи до ринку цінних паперів є не раціонально. Як з економічної, так і з юридичної точки зору, ринок похідних цінних паперів функціонує поряд з кредитним, грошовим та ринком цінних паперів та виступає окремим структурним елементом фінансових ринків.

Отже, з рис. 1.2 видно, що згідно чинної законодавчої бази України до корпоративних цінних паперів доцільно віднести емісійні (акції та корпоративні облігації) та неемісійні (векселі й товаророзпорядчі) цінні папери.

Економічний зміст, класифікацію та параметри таких фінансових інструментів як акції та корпоративні облігації вже достатньо широко охарактеризовано в вітчизняних та зарубіжних наукових працях, тому ми зупинимось тільки на порівнянні переваг та недоліків використання цих інструментів для залучення довготермінового капіталу корпораціями (таблиця 1.3).

Таблиця 1.3

Переваги та недоліки у використанні акцій та облігацій суб'єктами господарювання*

	Переваги	Недоліки
АКЦІЇ	Кошти залучаються на термін діяльності компанії, що усуває необхідність їхнього повернення Залучаються значні суми фінансування; Сума дивідендів по акціях може встановлюватись з врахуванням фінансового стану емітента Покращують бізнес-імідж компанії, що збільшує можливості для подальшого розвитку	Важлива максимальна відкритість та прозорість діяльності підприємства; Можливість блокування емісії власниками контрольного пакету акцій, оскільки вона зменшує частку в власності та може призвести до втрати контролю над підприємством; Небажання компанії знижувати показник «прибуток на акцію» *(Earnings Per Share, EPS),* оскільки чим більший прибуток, тим більша ринкова вартість компанії В Україні випуском акцій неможливо залучити велику суму коштів.
ОБЛІГАЦІЇ	Як правило, не потребують забезпечення; Залучаються значні суми фінансував-ня; Тривалий термін фінансування; При великих обсягах емісії витрати менші, ніж за отримання кредиту; Гарантування стабільних умов довго-термінового фінансування, оскільки вони можуть бути змінені лише у випадках, що передбачені емітентом Можливість гнучкого податкового і фінансового планування. Рішення про емісію облігацій не належить до компетенції загальних зборів акціонерів, а може прийматись радою директорів	На невеликих сумах витрати більші ніж за кредитами; Важлива максимальна відкритість та прозорість діяльності підприємства. Емісія корпоративних облігацій можлива тільки після повної виплати статутного капіталу Обсяг залучених коштів обмежений трикратного розміру власного капіталу або розміром забезпечення, яке надається компанії третіми особами

**Джерело: складено автором на основі [86, 117, 122, 193]*

Зокрема, І. Лютий основними перевагами залучення коштів за допомогою облігацій підприємств вважає [165]:

- різні терміни тривалості облігаційної позики та можливість погашення позики достроково;
- нижчі, у порівнянні із банківськими, відсоткові ставки;
- забезпечення за облігаціями не є обов’язковим;
- можливість хеджування ризиків за допомогою змінної відсоткової ставки у довготерміновій перспективі;
- більш гнучке управління своїми податковими зобов’язаннями для підприємства;

Малодослідженими в працях вітчизняних науковців є товаророзпорядчі цінні папери, тому вважаємо за доцільне дати короткий аналіз цим фінансовим інструментам, які є важливими складовими ринку корпоративних цінних паперів.

Отже, товаророзпорядчі цінні папери належать до відокремленої групи корпоративних цінних паперів, які тільки останнім часом були визначені на законодавчому рівні в Україні. До них в Україні належать коносамент і складське свідоцтво. Згідно з Цивільним кодексом України, держателі цих цінних паперів мають право розпоряджатися майном, яке вказане у цих документах [195].

У міжнародній практиці товаророзпорядчі цінні папери мають таке застосування:

1) Використання простих і подвійних складських свідоцтв у банківському кредитуванні: в рахунок погашення кредиту чи під заставу;

2) Використання складських свідоцтв у програмах реструктуризації заставних кредитів;

3) Виконання витратної частини бюджету з одночасним погашенням податкової заборгованості платників податків [86, с.19].

Зауважимо, що сфера застосування товаророзпорядчих цінних паперів досить широка. Проте найбільшою заслугою складських свідоцтв є те, що вони дають змогу перерозподіляти фінансові ресурси зі сфери позичкового капіталу у сферу промислового, виконуючи роль своєрідного доповнення до

векселів. Одночасне застосування цих двох фінансових інструментів дає великий синергетичний ефект, а саме великий притік фінансових ресурсів у промисловість.

Доволі розповсюдженою є процедура переуступки простих складських свідоцтв на зернових ринках США, яка виглядає наступним чином. Виробники зерна поставляючи його на елеватори отримують взамін не гроші, а розписку, в якій зазначено, що він зберігає за собою право власності на зерно. З таким документом виробник виходить на ринок і в подальшому переуступаючі складські розписки виступають повним замінником товару. Цей механізм сприяє збільшенню обсягів продажу зерна та зменшенню втрат, пов’язаних з його переміщенням та зберіганням.

Загалом, сучасний фінансовий ринок характеризується постійною модифікацією фінансових інструментів. Особливістю міжнародного руху капіталів за умов інституційних трансформацій є підвищення диверсифікації фінансових інструментів і каналів розподілу інвестицій, завдяки чому виникають нові схеми інвестування.

Фінансові інструменти, що знаходяться в обігу на ринку корпоративних цінних паперів характеризуються рядом ознак, а саме: дохідністю, номінальною і курсовою вартістю, ризиками придбання/інвестування, ліквідністю, капіталізацією, галузевою приналежністю тощо. Спробуймо проаналізувати основні з них:

1) Дохідність – один з ключових показників, за яким оцінюють вигідність та доцільність інвестування коштів. Зазвичай, використовують спарені параметри ризиковість-дохідність. Адже чим вищі ризики за фінансовими інструментами, тим вища дохідність, і навпаки, чим надійніші інвестиції – тим нижчий прибуток за ними. Залежність між дохідністю фінансових інструментів від ризиків за ними розглядають за допомогою моделі оцінювання дохідності фінансових активів CAPM (Capital Asset Pricing Model). Згідно даної моделі ціна окремих активів залежить від

конкретного капіталовкладення та рівня зв’язаного з ним систематичного ризик [123].

2) Ризики властиві усім фінансовим інструментам, однак рівень та характеристики цих ризиків різні. Існують різні види ризиків: систематичні, специфічні, відсоткові, ліквідності, фінансові, проектні, інвестиційні, підприємницькі, валютні, портфельні тощо. З позиції інвесторів уникати чи мінімізувати дію ризиків дає змогу диверсифікація інвестиційного портфелю. Однак диверсифікація не може гарантувати безпеку в разі дії систематичних ризиків, які чинять вплив на весь портфель, наприклад, зниження темпів економічного зростання на макрорівні.

Якщо порівнювати акції та облігації, то останні вважаються менш ризикованим фінансовим інструментом, тому що в силу свого боргового характеру вони більшою мірою забезпечують захист інтересів інвесторів. Це проявляється у великих гарантіях для інвесторів з боку емітента, як у здійсненні поточних купонних платежів, так і повернення суми інвестованого капіталу. Акції ж є фінансовим інструментом з вищим рівнем ризикованості. Дійсно, поточні платежі по акціях у вигляді дивідендів не гарантовані, а з точки зору захисту капіталу акціонери, як власники компанії, знаходяться в гірших умовах, аніж власники облігацій, так як у разі банкрутства компанії спочатку будуть задоволені вимоги кредиторів, до яких належать і власники облігацій [46].

3) Вартість фінансового інструмента (номінальна чи курсова). Номінальна вартість визначається під час емісії цінних паперів, має суто інформаційний характер та не впливає на формування ціну при подальшому обізі фінансового інструменту. Курсова ж, або ринкова, співвідношенням попиту та пропозиції на цінні папери. Курсова вартість залежить від багатьох чинників: в разі випуску боргових цінних паперів – розміром облікової ставки, рейтингом емітента, тривалістю залучення тощо. У випадку ж емісії пайових цінних паперів – фінансовим станом емітента, очікуваннями інвесторів, ринковою кон’юнктурою тощо.

4) Ліквідність фінансового інструменту – «…спроможність окремих об'єктів інвестування бути реалізованими протягом короткого часу без втрати їхньої реальної вартості у разі зміни раніше прийнятих інвестиційних рішень…» [191]. В умовах розвиненого ринку корпоративних цінних паперів купівля акцій компанії, яка публічно котирується на фондовій біржі, є високоліквідним капіталовкладенням. Акції ж приватних (закритих) акціонерних товариств – менш ліквідна інвестиція, оскільки їхній продаж може зайняти більше часу, а пошук покупця може бути пов'язаний з певними витратами [123, с. 228]. Підсумовуючи зазначимо, що висока ліквідність фінансових інструментів підвищує їхню вартість та інвестиційну привабливість.

Комплексна оцінка даних характеристик, дасть змогу для економічних суб’єктів та інвесторів обґрунтувати перспективи та компаративну доцільність вибору джерел фінансування/інвестування. До прикладу, фінансові інструменти, які характеризуються наявністю більших ризиків водночас мають вищу дохідність, а менш ліквідні фінансові інструменти – нижчу дохідність. Оцінювання даних характеристик фінансових інструментів з врахуванням змін кон’юнктури на фінансових ринках передує вибору типу фінансування компанією: боргове чи пайове/акціонерне.

Підсумовуючи зазначимо, що розвиток ринку цінних паперів в Україні є вкрай важливим для функціонування національної економіки вцілому, так як будучи місцем перерозподілу фінансових ресурсів, сприяє їх залученню в найперспективніші галузі народного господарства, що, безумовно, сприяє оптимізації структурних зрушень в економіці.

1.2. Еволюція розвитку ринку корпоративних цінних паперів

Для комплексного вивчення теоретико-методологічних основ розвитку ринку корпоративних цінних паперів важливим є дослідження ринку на початкових етапах його становлення. Могутні Австрійська та Російські

імперії, між якими були розділені українські землі впродовж XIX – поч. XX ст., активно впроваджували новітні на той час інструменти залучення фінансових ресурсів. Зокрема, на території сучасної України випуск корпоративних цінних паперів має тривалу історію, а її вивчення є невід'ємним та важливим завданням при цілісному дослідженні формування ринку корпоративних цінних паперів в Україні.

Початок індустріалізації на території українських земель розпочався в середині XIX ст. Експорт продукції цукрової та зернової галузей промисловості зумовив необхідність розбудови транспортної інфраструктури, а саме залізничної дороги, яка мала б з'єднувати основні промислові центри з Одеським портом. Так, забезпечення будівництва залізничного покриття у другій половині XIX ст. на території сучасної України, яка на той час належала до Російської імперії, відбувалось шляхом залучення іноземних інвестицій, в основному із Західної Європи. Саме використання урядом акцій та облігацій дало змогу до початку XX ст. побудувати 70% загальної протяжності залізничної дороги. У своїй праці Мошенський С. З. зазначає: «будівництво залізниць в Україні відбувалось під час загального економічного підйому після реформ 1860-х років, коли значно підсилився вплив світових фінансових ринків» [115, с. 354].

Позаяк рентабельність залізничної дороги не виправдала очікування уряду та інвесторів, її подальше функціонування вимагало надання численних урядових гарантій та субсидій. Збитковість залізниці призвела до вчинення російським урядом в 1868 р. на той час безпрецедентного акту – продажу державної залізничної дороги – Миколаївської лінії (термін використання 85 років). Фактично відбулася приватизація державного суб'єкта господарювання приватною структурою «Головне товариство російських залізниць», а на кошти, виручені з приватизації, було утворено особливий залізничний фонд. Основним завданням новоствореного фонду було фінансування залізничного будівництва, що вирішило проблему пошуку коштів на інфраструктурні проекти [179].

Ще на етапі обговорення ідеї продажу залізниці міністр фінансів Княжевич А. М. наводив аргументи, що отримання іноземних позик, а також, власне, продаж об'єкта державної власності, дасть змогу збільшити запаси золотих монет, що зупинить інфляцію, яка розпочалася ще під час Кримської війни. Відтак, у 1867 р. указом імператора Олександра II було випущено облігації Миколаївської дороги загальною вартістю 75 млн. крб. Параметри облігаційного випуску наведено у табл. 1.4.

Таблиця 1.4

Основні параметри облігаційного випуску Миколаївської залізниці від 01.05.1867 р.

Кількість облігацій	600 000 шт.
Номінальна вартість облігації	125 руб. або 500 франків, 20 Ф. стерл., 236 гол. гульд.;
Ставка купону	4% річних
Періодичність виплати купонів	2 рази на рік: 1 листопада та 1 травня
Термін обігу	84 роки
Оподаткування	Звільнено
Гарантії	Державне казначейство
Порядок погашення облігацій	За фіксованим курсом в банківських установах Лондона, Амстердаму та Парижу
Курс	Фіксований: 500 фр.= 20 ф.стер. = 236 гол. гульд. = 125 руб

**Джерело: складено автором на основі* [179]

У березні 1869 р., вже після переходу Миколаївської залізниці під контроль Головного товариства російських залізниць, за згодою уряду було здійснено друге розміщення облігацій. Виручені від даного випуску кошти, загальним обсягом 64 437 500 руб., були передані уряду, відтак, остаточно відбулася передача права власності до Головного товариства. Варто зауважити, що у структурі компанії переважала частка іноземного капіталу, що дозволило передати передовий світовий досвід розвитку залізничної транспорту. Наведений вище приклад здійснення приватизації державного підприємства шляхом випуску корпоративних цінних паперів став визначальною частиною моделі розвитку залізничної інфраструктури у Російській імперії. Вирішення проблеми залучення фінансових ресурсів для

будівництва інфраструктурних проектів було знайдено, що дало змогу до початку XX століття забезпечити транспортне покриття на різних частинах українських земель.

Збільшення обсягів використання цінних паперів на території сучасної України відбувалось під впливом загальноєвропейських тенденцій: наприкінці 1860-х – на початку 1870-х рр. простежувався певний ажіотаж у питанні створення акціонерних товариств, випуску цінних паперів тощо. Вже у 1870 р. загальний обсяг цінних паперів, випущених у Російській імперії становив 3 млрд. руб. В Німеччині цей період отримав назву «грюндерський бум», а завершення періоду активізації і початок загальносвітової фінансової кризи 1873 р. – «грюндерський крах». Незважаючи на двадцятирічну фінансову депресію, яка була наслідком бурхливого зростання ринку цінних паперів, все ж, фундамент для функціонування ринку було створено, а акції та облігації залізничних компаній стали базою масового ринку корпоративних цінних паперів [115, с. 355].

В енциклопедичному словнику Брокгауза і Ефрона [72] зазначено, що з-поміж усіх видів бірж, саме фондові мали найбільше значення, а за обсягами торгів випереджали всі інші. З цінних паперів до початку XVII століття предметом ділових угод були лише векселі, а акції та облігації почали котируватися тільки на початку XIX століття. Цікавим є той факт, що у 1815 році на Лондонській біржі в обігу перебувало всього 80 акцій та облігацій, тоді як у 1889 році – вже 1630. Схожий ріст спостерігався також на інших біржах. Більше того, в обіг на біржі увійшли також іноземні векселі, банківські білети і паперові гроші. Слід зазначити, що на початку XX століття у Росії, Німеччині і на решті континенту, товарна і фондова біржі мали спільну адміністрацію, правила і приміщення. А у США та Англії, навпаки, кожен вид бірж становив самостійну установу.

На теренах сучасної України ще з XIX століття існувало чотири основних бізнес-мережі, три з яких були у складі Російської імперії

(Київська, Харківська та Одеська біржі) і одна – у складі Австро-Угорської імперії (Львівська біржа).

Київська біржа почала працювати у 1869 році, а її операції були більшою мірою пов’язані з торгівлею цукром. Переважна частина фондових операцій проводилася акціями і паями цукрових заводів. Серед цінних паперів вагому частку займали облігації державних позик, які котирувалися на біржах Петербурга, Москви і Варшави. Інформація про іпотечні цінні папери та заставні листи Київського, Полтавського, Харківського та інших земельних банків, які котирувалася на Київській біржі, публікувалася в газеті «Київська біржа. Торговий бюлетень». Серед інших видів цінних паперів розрізняють також облігації міських позик та акції іноземних компаній [115, с. 355-356].

Одеська біржа, створена у 1796 році, провадила операції переважно з зерном та з іноземною валютою. В операціях з цінними паперами проводила самостійну політику, а валютні операції, пов’язані з зерном, впливали навіть на ситуацію на Петербурзькій біржі. На біржі котирувалися банківські білети, облігації 5% виграшної позики, 5% викупні свідоцтва, 5,5% державні облігації, заставні листи та акції земельних банків.

Центром операцій з цінними паперами для східних областей України стала Харківська біржа, заснована 1868 року, де найбільшу питому частку займали папери місцевих підприємств реального сектору економіки. На біржі котирувалися акції, паї, заставні листи земельних банків [115, с. 358-359].

Львівська біржа виконувала функції не лише торгового майданчика для купівлі-продажу збіжжя та інших товарів, а й була місцем торгівлі цінними паперами та іноземною валютою. Біржові бюлетені надавали інформацію про попит, пропозицію та проведені операції з акціями. Станом на 1920 рік, на біржі проводилося котирування акцій 7 банків, 14 торговельних і промислових підприємств. Акції, випущені в період Австро-Угорської імперії, незважаючи на її розпад, й надалі успішно котирувалися, а дивіденди виплачувалися в австрійській валюті. Найбільшим попитом користувалися

акції банків, забезпечених іпотекою. Проте більше, ніж акції банків, котирувалися акції торговельних товариств, особливо тих, які виробляли споживчі товари, адже попит на ці товари не сильно залежав від ситуації в країні. Особливо популярними були акції саме місцевих суб'єктів підприємництва, оскільки їх держателі ставали інвесторами розвитку свого регіону, а інформацію про стан справ товариств могли отримувати не тільки від емітентів, а й від робітників підприємств [29].

Вже у 1922 році спостерігалася активізація на ринку цінних паперів Львівської біржі, про що свідчить як зростання кількості банків, торгівельних і промислових товариств, так і зростання загальної кількості операцій. Це дало змогу акціонерним товариствам збільшити обсяги емісії акцій з метою залучення додаткового капіталу. Не можна оминути і факт зростання цін на акції, що зумовлювало спекулятивні дії як продавцями, так і покупцями цінних паперів.

На Львівській біржі у 1922 р. були представлені не тільки акції, а й заставні листи шести банків та облігації м. Львова та усієї Галичини. Даний вид цінних паперів забезпечував їхнім держателям фіксований дохід (переважно 4 або 4,5%). Заставні листи випускались зазвичай банками та забезпечувались іпотекою, а облігації м. Львова і регіону – їхніми доходами і майном. Ціни на облігації здебільшого були нижче від їх номінальної вартості, в той час як ціни на заставні листи переважно були не менші за номінальні [199, с. 392-395].

Окрему сторінку в історії цінних паперів України відкриває діяльність українських інституцій м. Львова у першій половині XX століття. Цінні папери у Львові випускались державними органами, органами місцевого самоврядування, банківськими та кредитними установами, акціонерними товариствами та громадськими суспільно-політичними і культурними організаціями.

Серед українських банківських установ можна виділити «Земельний банк Гіпотечний» у Львові. Його засновниками були: митрополит Андрей

Шептицький, єпископи Константин Чехович і Григорій Хомишин, священик Тит Войнаровський, посли до Галицького сейму Микола Василько, др. Кость Левицький, др. Євген Олесницький, Юліан Романчук та інші [88, с. 9]. Банк розпочав свою діяльність 1 квітня 1910 року. На момент заснування статутний капітал банку становив 1 млн. корон: 2500 акцій номіналом 400 корон кожна (додаток Б). Половина акцій були іменні, інша половина – на пред'явника. Найбільшими акціонерами стали митрополит Андрей Шептицький – 100 акцій, товариство «Дністер» – 100 акцій, «Краєвий Союз Кредитовий» – 25 акцій; «Народна Торгівля» – 25 акцій; др. Соловій – 25 акцій. Кожні п'ять акцій давали один голос. Якщо хтось володів меншою кількістю акцій – то мав право об'єднатися з іншими учасниками, щоб зреалізувати своє право на волевиявлення. Цікавим є той факт, що жоден акціонер не міг мати більше, аніж 20 голосів на загальних зборах.

«Земельний банк Гіпотечний» розвивався вкрай швидко, активно надавав іпотечні та вексельні позики. Від початку діяльності (упродовж 1910-1915 рр.) було надано 1 846 позик на загальну суму 7 335 500 корон. Розміщував він також і заставні листи власної емісії номіналом 100, 200, 1 000, 2 000, 10 000 корон. Зауважимо, що емісія заставних листів була надзвичайно вигідна як для самого банку, так і для його вкладників, так як заставні листи приносили 4,5% прибутку в рік і зазвичай забезпечувалися невеликими селянськими господарствами, що давало можливість для швидкої амортизації інвестицій. У той час на фондовому ринку переважали заставні листи, які приносили тільки 4% в рік. Це забезпечувало «Земельному банку Гіпотечному» динамічний розвиток, і на загальних зборах було прийнято рішення про збільшення статутного фонду до 2 млн. корон. Зважаючи на те, що держателі попередніх акцій мали щорічно 6% дивідендів, то вже до кінця квітня 1914 року акціонерний капітал банку зріс на 300 тис. корон [200, с. 556-558].

Наступну групу емітентів цінних паперів становлять акціонерні товариства. На даний момент відомою є лише одна збірна акція (десять акцій

по 10 000 польських марок кожна) акційної спілки «Полотно», емітована у 1924 році (Додаток В). Вона мала малий формат, що було притаманно для цінних паперів, випущених у роки гіперінфляції та містила на собі 3 друковані підписи.

Про емісію цінних паперів суспільно-політичними і культурними організаціями відомо дещо більше. Так, одним з найбільших емітентів було Товариство руських ремісників «Зоря», засноване у 1884 році не лише для спільного культурного та освітнього розвитку, а й для взаємної матеріальної допомоги. Спершу Товариство розміщувалося в Народному домі у м. Львові, а на 25 річницю ювілею придбало будинок на вул. Личаківській, 29. Головним джерелом фінансування Товариства були благодійні внески. Але оскільки їх не вистачало для купівлі будинку, то організація почала емітувати цінні папери під назвою «запис довжник». Документ мав зазначений номінал 100 корон і був датований червнем 1909 року. Безвідсоткову позику планували повернути найпізніше до 10 років, а список держателів, кому повертати кошти найшвидше, обирався шляхом жеребкування щорічно у День Вознесіння. Проте вже дуже скоро Товариство змушене було продати будинок на вул. Личаківській і купити менший на вул. Вірменській з тим, щоб частину здавати в оренду і використовувати ці кошти для розрахунку зі своїми вкладниками [200, с. 559].

Цінними паперами, що відображають фінансову діяльність «Просвіти» є довжні грамоти номіналом 5 злотих, які випущені 1931 року для залучення безвідсоткової позики терміном на 5 років (Додаток Г). Тираж складав 3 000 примірників, а основною метою емісії було залучення коштів для фінансової санації товариства в період світової фінансової кризи. Варто зазначити, що «Просвіта» була першою організацією, яка почала запроваджувати українську мову в діловодстві, випускаючи бухгалтерські книги, боргові записи та формуляри для кооперативів українською мовою.

Одним із емітентів цінних паперів виступало українське педагогічне товариство «Рідна школа». Відомо, що у 1935 році це товариство випустило

безвідсоткові довжні грамоти номіналом 25 злотих на термін до 10 років. Повернення товариством «Рідна Школа» залученої позики планувалось щорічно починаючи з 1936 року у 10% квоті усієї суми до 1945 р. шляхом жеребкування. Довжні грамоти були іменними, а їх відчуження дозволялось тільки за погодженням з товариствами. Не викуплені упродовж трьох років після повідомлення про жеребкування зобов'язання переходили у власність товариства [200, с. 559].

Все ж, незважаючи на динамічне формування та розвиток фінансових інструментів ринку цінних паперів на українських землях у кінці XIX – початку XX ст., все ж вирішальна роль в фінансуванні економічних суб'єктів належала американським і європейським банкам, а визначальною стала банківська модель фінансування. Формування двох моделей фінансових ринків почалось ще на початку XIX ст., коли від час активного промислового розвитку виникла потреба в акумуляції значних фінансових ресурсів. В цей час в Англії склалась модель фінансового ринку, де основним джерелом фінансування був ринок цінних паперів, в першу чергу акцій. Така модель втілилась в роботі Лондонської фондової біржі і в подальшому розповсюдилась в країнах англо-американської правової системи. Характерним для цієї моделі було створення складної структури спеціалізованих банків, проте вони не були основними джерелами фінансування промислових підприємств. Континентальна європейська модель виникла пізніше, в XIX ст., в ній активну роль відігравало державне регулювання. Банківська система, маючи більш просту структуру ніж у країнах з англо-американською моделлю, брала активну участь в фінансуванні промисловості [116, с. 97].

Базова модель фінансового ринку як основи ринку корпоративних цінних паперів має суттєве значення для нашого дослідження. Це пов'язано з тим, що вибір основної моделі фінансових ринків визначає напрями розвитку фінансової політики держави та розставлення пріоритетів: ставити акцент на

банківську систему як механізм залучення фінансових ресурсів чи на ринок цінних паперів як альтернативний банківському сектору варіант.

Так, в літературі можна знайти різні підходи до визначення моделі фінансового ринку. В працях більшості науковців, наприклад А. А. Мороза, А. А. Пересади, зустрічається виділення трьох основних моделей фінансового ринку: банківська (європейська), небанківська (американська) та змішана. Р. Левін, С. З. Мошенський, Б. Б. Рубцов виділяють континентальну (bank based financial system) та англо-американську (market based financial system) моделі фінансових ринків.

У сучасних наукових працях виділяють також ісламську модель, яка характеризується як специфічними світоглядними позиціями населення, твердими релігійними переконаннями учасників ринку, так і рядом особливостей, що стосуються ведення фінансової діяльності [95, 164]:

1) Залучення фінансових ресурсів відбувається не під фіксовані процентні виплати, а передбачає виплату винагороди в якості розподілу майбутніх прибутків фінансової установи (контракти на пайових довірчих засадах). При цьому кошти фінансовими установами вкладаються у проекти з високим рівнем надійності.

2) Основним інструментом в діяльності ісламських фінансових установ є не кредитування, а інвестиції. Водночас заборонено здійснювати інвестування у «віртуальні активи», в тому числі деривативи, які стимулюють утворення «фінансових бульбашок».

3) На відміну від інвестиційного кредитування, процес фінансування проектів відбувається через пайові механізми, коли фінансові посередники є учасниками угоди та як розподіляють прибутки, так і погашають збитки по проекту.

4) Існує високий ступінь надійності фінансових установ, який проявляється як в скрупульозній оцінці вибору інвестиційних проектів, так і в формуванні достатнього обсягу резервів за фінансовими операціями.

Доцільно зазначити, що результатом таких унікальних особливостей, що не притаманні банкоцентричній чи фондовій моделі фінансових ринків став вихід ісламських фінансових посередників на міжнародні ринки капіталу, високі показники зростання ісламських фінансових інститутів (15-20% щорічно), фінансова стійкість, що проявилась у відсутності тяжких наслідків глобальної фінансової кризи 2008 р.

У науковому середовищі більше століття триває дискусія щодо переваг тієї чи іншої фінансової моделі. Прихильники банкоцентричної моделі вважають, що банківська система, особливо на ранніх стадіях економічного розвитку держави краще виконує функції акумулювання та перерозподілу капіталу. Противники цієї думки стверджують, що саме фондові ринки забезпечують розвиток ключових фінансових інструментів, що, в свою чергу, стимулює інновації та довготермінове зростання.

У фундаментальному дослідженні, яке стосується переваг і недоліків банкоцентричної та фондової моделі фінансового ринку, Р. Левін проаналізував вплив економічних і фінансових показників кожної з них на економічне зростання країни [20]. Як показав аналіз, проведений методом економетричного моделювання, економічний розвиток країн з розвиненим банківським сектором, проте слаборозвиненим ринком цінних паперів не особливо відрізняється від країн, де ринок цінних паперів набув більшого розвитку, ніж банківська сфера, а також від тих, де фінансові системи більш збалансовані. Іншими словами, автор не простежив зв'язку між економічним зростанням та функціонуючою моделлю фінансового ринку. Проте притримується думки, що чим вищий рівень фінансового розвитку, включаючи агреговані показники як банківської, так і фондової сфери, тим вищі темпи економічного зростання. Аналіз також довів, що якість правового регулювання ринку відіграє провідну роль в ефективності розвитку фінансового ринку, а законність прав інвесторів і ефективність механізму примусового виконання договорів тісно коригують з показниками розвитку ринку.

Ми вважаємо, що фінансовий ринок України, маючи більше притаманних ознак саме банкоцентричної моделі, все ж повинен розвиватися у змішаній системі, використовуючи передові світові практики формування ефективного ринкового механізму, та, безумовно, зважаючи на особливості ментальності, традицій та інших ознак, які притаманні українській державності. Адже в умовах глобалізації та активної транскордонної співпраці фінансові ринки все більше почали інтегруватись – створюються універсальні фінансові організації, які у своїй діяльності об'єднують та використовують як банківські так і фондові фінансові інструменти. За таких умов ефективним є розвиток ринку корпоративних цінних паперів, який поряд з банківським кредитуванням створюватиме ефективний механізм перерозподілу фінансових ресурсів.

1.3 Функціонування ринку корпоративних цінних паперів та фундаментальні чинники його розвитку

Цілком очевидно, що дослідження ринку корпоративних цінних паперів неможливе без розуміння функцій та завдань, які він виконує. Саме ґрунтовний аналіз виконання функцій, які покладені на ринок дає можливість формувати стратегію розвитку та визначати поточні завдання для регулятора ринку.

Ще на початку XX ст. визначний вітчизняний економіст-новатор М. І. Туган-Барановський звертав увагу на функції фондових бірж, зокрема мобілізації, розподілу і перерозподілу грошових ресурсів з метою направлення їх на розвиток економіки. Автор вважав, що саме довготерміновий характер розміщення капіталів, притаманний фондовим біржам, дає змогу виконанувати основної їхню функції: забезпечувати фінансовими ресурсами реальний сектор економічної системи [189, с. 435-436]. Подібної думки дотримувався і німецький вчений та політик-соціаліст Р. Гільфердинг. Він стверджував, що основна функція фондових бірж

полягає в створенні ринку для розміщення грошового капіталу. А можливість отримання стабільних відсотків та гарантії повернення вкладів характеризують біржі як чи не єдине місце для мобілізації грошових капіталів [58, с. 152-153]

Сучасні вітчизняні науковці по-різному підходять до визначення функцій ринку цінних паперів. Розглянемо таблицю, в якій подано різні підходи вчених стосовно даного питання (додаток Д). Ми ж пропонуємо виокремити такі найважливіші функції ринку корпоративних цінних паперів (рис. 1.3):

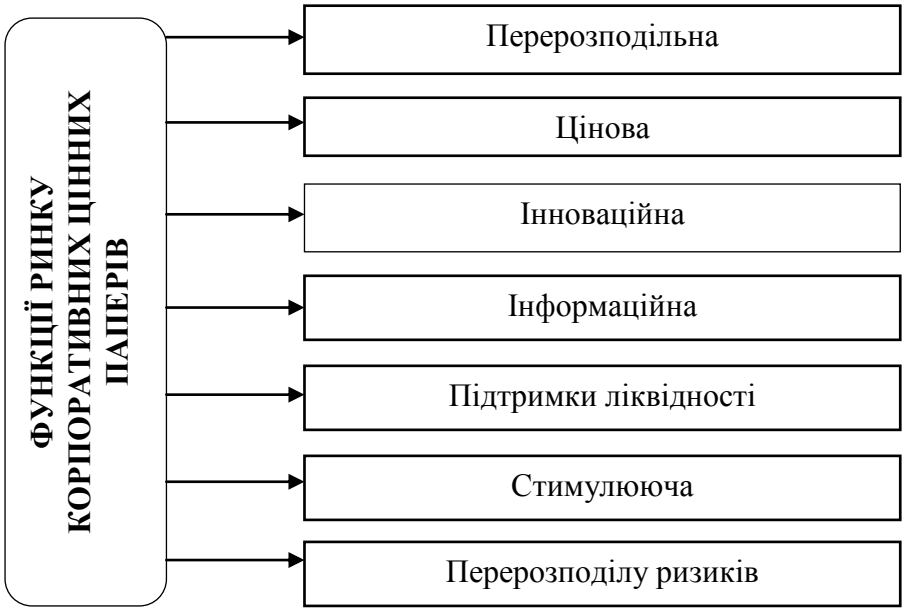


Рис. 1.3. **Функції ринку корпоративних цінних паперів***
**Джерело: Розроблено автором на основі [165, 201]*

1) Перерозподільна функція означає залучення тимчасово вільних фінансових ресурсів і їхній перерозподіл з інвестиційною ціллю. Оскільки наш аналіз ґрунтується на принципах «економічної свободи» учасників ринку, тобто за основу взято ринкові механізми функціонування національної економіки, перерозподільна функція повинна базуватися на таких принципах [165, с. 41]:

- процес перерозподілу фінансових ресурсів, на відмінну, наприклад, від бюджетного процесу, має факультативний і договірний характер. Будь-

яка обов’язковість і примусовий характер прийняття рішень на ринку корпоративних цінних паперів неприпустима;

- всі суб’єкти ринку під час своєї діяльності на ринку в першу чергу керуються економічним зиском та мотивами особистої вигоди, що зумовлює економічну відповідальність за прийняття рішень

Процес перерозподілу фінансових ресурсів зображений на рис.1.4. Перерозподіл капіталу здійснюється шляхом емісії і обігу корпоративних цінних паперів, і означає перерозподіл їх між ринками (територіальними, національними і міжнародними), галузями, сферами діяльності та суб’єктами економічних відносин: державою, фінансовими установами, підприємствами, домогосподарствами, населенням.

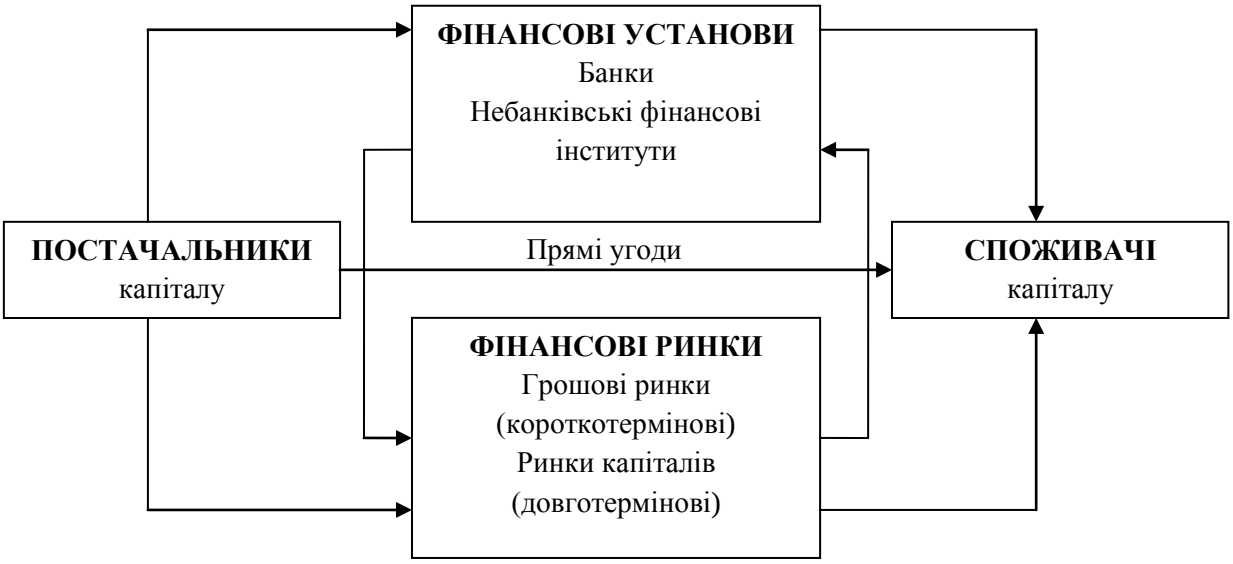


Рис. 1.4. **Процес інвестування за М.Д. Джонком та Л.Д. Гітманом** [59, с. 16]

Найчастіше науковці саме перерозподільну функцію вважають основною функцією ринку корпоративних цінних паперів. Зокрема, О. Метлушко зазначає, що «під впливом об’єктивних умов корпоративні цінні папери стають правовим механізмом зміни економічних відносин за допомогою переказу грошових коштів зі сфери нагромадження у сферу виробництва. Це основна функція ринку корпоративних цінних паперів» [98, с. 24].

2) Цінова функція – ринок формує ціну на цінні папери як на етапі емісії фінансових інструментів, так і в процесі їхнього обігу. Наприклад, ціна компанії, акції якої котируються на фондовій біржі, залежить від попиту та пропозиції на ці фінансові інструменти, що робить механізм ціноутворення достатньо прозорим та ринковим.

3) Інноваційна функція – залучення фінансових ресурсів компаніями на ринку цінних паперів дає змогу акумульовані кошти вкладати у розвиток та, відповідно, «йти в ногу» з передовими технологіями. Так, англійський дослідник Волтер Бейджхот [3, с. 23] ще в 1876 році стверджував, що відрізняє Англію від бідніших держав саме здатність фінансової системи залучати ресурси населення на «великі проекти». Таким чином, перспективні ідеї не пропадуть через брак фінансування. Автор вважав, що важливим є не так розмір національних заощаджень, як здатність об’єднувати ресурси суспільства та інвестувати їх в найбільш ефективних цілях.

4) Інформаційна функція – наявність інфраструктури ринку цінних паперів (фондових бірж, інвесторів, КУА, інституційних інвесторів, торговців, депозитаріїв) вимагає створення прозорого інформаційного середовища: інформаційних систем, рейтингових агентств, систем зв’язку, які як на платній, так і на безоплатній основі консолідують, систематизують та аналізують масив інформації, що надходить з різних джерел. Таким чином, ринок створює і доносить до відома своїх учасників інформацію, яка стосується як внутрішньої діяльності на ринку, так і стану економічної системи вцілому, адже володіння оперативною та детальною інформацією сприяє найбільш ефективному процесу перерозподілу фінансових ресурсів та, в підсумку, до отримання оптимальних результатів від здійснення *тої чи іншої* операції.

5) Функція підтримки ліквідності – участь на ринку цінних паперів допомагає компаніям підтримувати ліквідність шляхом випуску

короткотермінових облігацій чи векселів та використовувати їх в розрахункових цілях.

6) Завдяки стимулювальній функції фізичні та юридичні особи, придбавши акції та/або облігації, набувають право приймати участь в управлінні підприємством, право на отримання відсоткового доходу чи дивідендів, право власності та ін.

7) Під функцією перерозподілу ризиків розуміємо, перш за все, можливість хеджувати ризики за цінним паперами. Адже, поряд з існуванням тих, хто хоче себе застрахувати, завжди існують ті, хто готовий взяти на себе потенційні ризики. В такому перерозподілі ризиків і полягає суть хеджування. Його існування значно прискорює і спрощує переливання вільного фінансового капіталу в економічній системі.

На нашу думку, суб'єкти господарювання під час здійснення своєї діяльності на ринку корпоративних цінних паперів ставлять перед собою такі основні завдання (рис. 1.5).

Рис. 1.5. **Систематизація основних завдань економічних суб'єктів на ринку корпоративних цінних паперів***

**Джерело: розроблено автором*

З даної моделі видно, що емісія корпоративних цінних паперів здійснюється суб'єктами господарювання як на етапі їхнього створення, так і

в процесі здійснення діяльності: залучення інвестицій для фінансування інвестиційних проектів, рефінансування заборгованостей, управління структурою власності та контролю над компанією, для здійснення розрахункових операцій, для зміни структури власних і позикових коштів та багато інших.

Загалом, ринок корпоративних цінних паперів як складова фінансового ринку має неабияке значення для економічної системи вцілому. Наявність ефективного та дієвого ринкового механізму створює позитивний ефект як на макрорівні, будучи своєрідним каталізатором економічного розвитку національної економіки, так і на рівні окремого підприємства, виконуючи вкрай важливі функції пошуку вільних фінансових ресурсів. На нашу думку доцільно виділити такі основні завдання, що виконує ринок корпоративних цінних паперів:

Макрорівень:

- Пришвидшує обіг (кругообіг) капіталу в економічній системі;
- Активізує процес створення активів в економічній системі;
- Забезпечує економічно обумовлений рух грошових коштів між різними галузями та територіями;
- Створює справедливі умови для залучення фінансових ресурсів в економіку;
- Індексує *динаміку* розвитку економічної системи;

Мікрорівень:

- Забезпечує формування ринкової оцінки вартості активів акціонерних товариств;
- Підвищує ліквідність активів суб’єктів господарювання;
- Залучає в реальну економіку тимчасово вільні кошти суб’єктів ринку;
- Забезпечує відкритість та *доступність* управління компанією;
- Відкрито веде відбір кращих компаній та інвестиційних проектів;

Отож, систематичний обіг корпоративних цінних паперів стимулює докорінне оновлення фінансової системи країни, а за його допомогою

посилюються зв'язки між основними економічними *суб'єктами*: виробниками товарів і послуг (підприємствами), споживчими одиницями (домогосподарствами), фінансовими комерційними посередниками (банками, страховими компаніями, фондовими біржами), інститутами державних фінансів (бюджетами всіх рівнів).

Сьогодні дослідження закономірностей розвитку економічних систем, шляхи вирішення основних проблем та досягнення визначених завдань, оптимізація процесів прийняття управлінських рішень навряд чи можливі без використання системного аналізу, який дає змогу врахувати сукупність чинників впливк на розвиток тих чи інших економічних процесів. Зокрема, застосування системного аналізу дасть можливість визначити функціональне навантаження і взаємозв'язок основних чинників впливу на формування й розвиток ринок корпоративних цінних паперів, який є складною та багатогранною системою.

Очевидно, що у випадку невиконання ринком корпоративних цінних паперів своїх основних функцій, виявлення чинників і характеру їхнього впливу допоможе сформувати таку стратегію розвитку, яка б максимально зменшила вплив негативних процесів. Саме у цьому контексті дане дослідження має особливо актуальне прикладне значення, оскільки дає змогу зрозуміти наслідки дії чинників, структурувати проблеми та недоліки, що ними зумовлені та, у кінцевому результаті, виділити шляхи їхнього розв'язання.

Поняття «чинник» у термінологічному словнику української мови тлумачиться як «умова, рушійна сила, причина будь-якого процесу, що визначає його характер або одну з основних рис» [34]. Інші словникові джерела визначають чинник як «окремий елемент, який сприяє перебігу того чи іншого явища, чинить вплив на суспільну діяльність» [71, с. 492]. Дуже часто у наукових працях зустрічаємо термін «фактор», що є синонімом поняттю «чинник». З англійської термін «factor» характеризується як «те, що сприяє досягненню результату» [10]. Отже, з метою покращення розуміння

проблематики формування ефективного ринку корпоративних цінних паперів, проведемо дослідження та виокремимо основні чинники, які впливають на його розвиток.

На думку Школьник І. О. [204, с. 248], всі фактори розвитку фінансового ринку поділяються на ті, що формуються під виливом інституційного середовища, та ті, формування яких здійснюється під впливом особливостей економічних відносин у країні. У свою чергу, до першої групи науковець відносить рівень законодавчої та політичної стабільності, відкритість учасників ринку та рівень розвитку інститутів фінансового ринку. До другої групи належать загальні макроекономічні показники (обсяг і динаміка ВВП, галузева структура макроекономіки, регіональна структура економіки та зовнішньоекономічна кон'юнктура) та ті, які формуються у межах фінансової системи (фінансова глибина та рівень монетизації, стан державних фінансів, зокрема бюджетів різних рівнів, обсяг і структура динаміки заощаджень, структура джерел фінансування суб'єктів господарювання, динаміка та тенденції фінансових потоків тощо).

Міркін Я. М. виділяє «фундаментальні чинники», і відносить до них ті, які чинять найбільший вплив на ринок цінних паперів у довготерміновій перспективі. Учений вважає, що позитивна ринкова кон'юнктура залежить не тільки від зовнішніх по відношенню до ринку чинників (структура власності, моделі економічної поведінки населення, галузева структура макроекономіки, фінансова глибина, вплив міжнародних ринків тощо), але й від архітектури самого ринку, яка може як стимулювати, так і, навпаки, зменшувати можливості ринку залучати фінансові ресурси та формувати позитивну ринкову кон'юнктуру [116, с. 74-75].

У дослідженні Міжнародного валютного фонду [16] чинники, що впливають на формування ринку корпоративних облігацій поділяться на чинники попиту та чинники пропозиції. Справді, у різних національних економічних системах рушійні сили розвитку ринку відрізняються між собою. У деяких країнах Латинської Америки каталізаторами активного

зростання ринку корпоративних цінних паперів стала ефективна діяльність компаній з управління активами та недержавних пенсійних фондів, у країнах Азії, наприклад, Малайзії та Південній Кореї, основними факторами стали проблеми, з якими стикнувся банківський сектор цих країн. Тобто чинниками попиту, по суті, можна вважати зростання фінансових ресурсів інституційних інвесторів (інститутів спільного інвестування, пенсійних фондів, страхових компаній) та необхідність диверсифікації їхніх активів. До чинників пропозиції можна віднести зростання фінансових потреб реального сектору економіки та неможливість покриття всіх цих запитів виключно банківським кредитуванням.

У науковій роботі, присвяченій факторам розвитку ринку цінних паперів в країнах, що розвиваються Ч. Яртей розділяє чинники на дві групи: макроекономічні та інституційні [5]. До першої групи автор відносить рівень доходів, валові внутрішні інвестиції, розвиток банківського сектору, приплив приватного капіталу, макроекономічну стабільність. До другої групи належать політичні ризики, рівень законності та правопорядку, бюрократичні процедури державного апарату. Саме інституційні чинники автор вважає визначальними, оскільки вони створюють сприятливі умови та позитивний інвестиційний клімат, підвищують можливості залучення зовнішнього фінансування суб’єктів господарювання.

На основі проведеного емпіричного дослідженння ми вирішили структуризувати чинники, що впливають на розвиток та формування ринку корпоративних цінних паперів та зобразити їх в вигляді діаграми Ісікави, яку ще називають «дерево проблем» (рис. 1.6).

Метод графічного впорядкування чинників, що впливають на об’єкт аналізу дає можливість нам зрозуміти причинно-наслідкові зв’язки між ними та більш детально вивчити досліджуваний процес [184, с. 291]. Діаграма Ісікави використовується як аналітичний інструмент для здійснення аналізу впливу можливих чинників та виділення тих з них, дія яких зумовлює

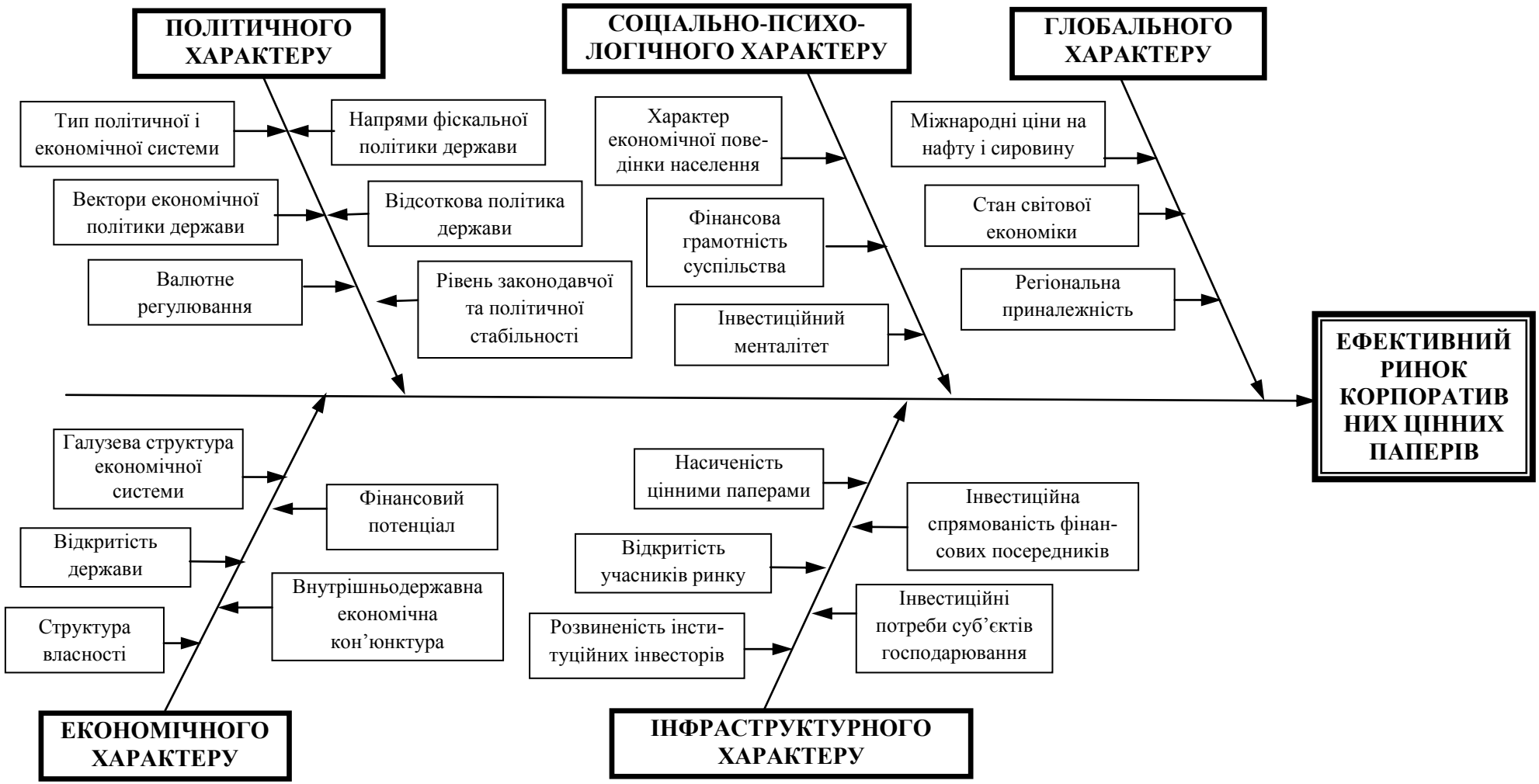


Рис. 1.6. **Основні чинники розвитку ринку корпоративних цінних паперів на основі моделі Ісікави***

**Джерело: розроблено автором*

конкретні наслідки та піддається управлінню. Суть діаграми полягає в тому, що основною стрілкою позначується досліджувана проблема, а чинники, які безпосередньо впливають на проблему зображуються стрілками, приєднаними до основної. До них приєднуються чинники другого порядку, які не мають безпосереднього впливу на основну проблему, однак впливають на чинники першого порядку.

З огляду на наведений вище рисунок до першої групи чинників, що у довготерміновій перспективі впливають на розвиток ринку корпоративних цінних паперів відносимо *чинники економічного характеру*, зокрема: структура власності, відкритість держави, галузеву структуру економічної системи, фінансовий потенціал та внутрішньодержавну економічну кон'юнктуру.

Структура власності та її особливості визначають пріоритети у формуванні моделі ринку корпоративних цінних паперів. Ефективність процесів перерозподілу фінансових ресурсів між суб'єктами господарювання залежить від того, яка структура власності характерна економічній системі: розпорошена чи концентрована. Зосередження контролю невеликого кола осіб над значною частиною приватного сектору, що характерне для багатьох пострадянських держав, створює перешкоди для ефективного функціонування ринку. Так, на становлення фінансово-кредитних інститутів багатьох країн Центральної і Східної Європи істотно вплинули процеси приватизації, а також методи, якими вона здійснювалась. Наприклад, у Чехії, де в 1990-х рр. відбувалась масова приватизація, характерною була висока капіталізація, і водночас низька ліквідність ринку цінних паперів, що спричинило повільний розвиток ринку в майбутньому. Проте в Польщі та Угорщині, де процес приватизації характеризувався більш вибірковим підходом, спостерігалась низька капіталізація, однак, висока ліквідність, що в майбутньому спровокувало більш динамічний розвиток ринків цінних паперів.

В Україні ж масова приватизація декларувалась на принципах розпорошеності структури власності та пріоритетах розвитку ринку цінних паперів. Однак бажання трансформувати державні підприємства в ефективні

відкриті акціонерні товариства, які б котирувались на фондових біржах, виявилась недієздатною. Супротив та небажання керівництва підприємств втрачати контроль та фактичне володіння над підприємствами переросло в політику закриття доступу зовнішніх інвесторів до таких суб'єктів господарювання та до створення інсайдерської моделі корпоративного управління [55, с. 102]. Саме тому вибір структури власності та методів зміни цієї структури на етапі становлення ринку корпоративних цінних паперів відіграє вагому роль та впливає на майбутні вектори розвитку ринку.

Рівень відкритості економіки може мати як позитивний, так і негативний вплив на функціонування ринку корпоративних цінних паперів. Позитивне значення відкритості економіки проявляється у широкій участі іноземного інвестиційного капіталу, розширенні ринкової інфраструктури іноземними компаніями, стимулюванні попиту на цінні папери, збільшенні ринкової ліквідності, поглибленні спеціалізації, розвитку конкурентного середовища. З негативної позиції надмірна відкритість ринкової економічної системи впливає на її фінансово-економічну безпеку, підвищення залежності ринку цінних паперів від міжнародної ринкової кон'юнктури, участь інвесторів зі спекулятивним характером діяльності тощо. Відомо, що відкритість економіки проявляється у стабільності законодавчої бази, незалежності і некорумпованості судової системи, простоті податкової політики, відсутності корупції, захисті прав інвесторів. Так, за рейтингом Світового банку щодо легкості ведення бізнесу у 2014 році Україна займає 112 місце з 189 країн, та перебуває нижче Пакистану, Монголії, В'єтнаму, Кувейту та інших держав з слаборозвиненими економічними системами [12]. Такі рейтинги формують інвестиційну привабливість держави, а низькі результати відлякують потенційних інвесторів, створюючи додаткові бар'єри для розвитку ринку.

Галузева структура економічної системи формує передумови розвитку ринку корпоративних цінних паперів. У зв'язку з нерівномірним розміщенням природних ресурсів, та, відповідно, різною ресурсозабезпеченістю держав існує декілька видів національних економічних систем: сировинні, аграрні,

індустріальні, постіндустріальні. Очевидно, що галузеві національні відмінності будуть впливати на структуру капіталізації фінансових ринків, види фінансових інструментів, типи інвесторів тощо [112, с. 60]. В Україні економічна система має в більшій мірі сировинний характер, тобто націлена на видобування та експорт сировини, а не на створення кінцевого продукту. Саме тому найбільша кількість компаній, які котируються на вітчизняних фондових біржах є металургійного, вуглевидобувного та енергетичного спрямування.

Рівень фінансового потенціалу держави є важливою умовою розвитку ринку корпоративних цінних паперів. До фінансового потенціалу належить сукупність фінансових ресурсів усіх сфер та ланок фінансової системи, а саме: фінансові ресурси держави (бюджети, позабюджетні цільові фонди, держані кредити, фонди державних підприємств), фінансові ресурси суб’єктів господарювання (власні, залучені та позичені кошти), фінансові ресурси домогосподарств (доходи та заощадження), фінансові ресурси фінансово-кредитної інфраструктури (статутний капітал, залучені та позичені кошти), іноземні фінансові ресурси (інвестиції, міжнародні кредити) [65, с. 200]. Оцінка фінансового потенціалу потребує врахування не лише загального обсягу фінансових ресурсів, які перебувають у розпорядженні учасників ринку, а й можливостей раціонального та ефективного їх використання. Фінансовий потенціал закладає фундамент для розвитку ринку корпоративних цінних паперів, оскільки функціонування ефективного ринку без наявності достатнього обсягу фінансових ресурсів в економічній системі держави є неможливим.

Вплив внутрішньодержавної економічної кон’юнктури доцільно враховувати з огляду на те, що стан ринку корпоративних цінних паперів залежить від загальної економічної активності, а на розвиток фінансової інфраструктури ринку впливає макроекономічна розвиненість економічної системи. Проведений науковцями аналіз дав змогу дійти висновків, що макроекономічні показники прогнозували настання глобальної фінансової кризи в 2008 р., а це означає, що при оцінці фінансового стану держави, та

ринку корпоративних цінних паперів зокрема, варто враховувати і загальну макроекономічну кон'юнктуру. Автори дослідження Міжнародного валютного фонду «Макроекономічні індикатори щільності фінансової системи» до основних фінансових показників відносять [25]: показники економічного зростання (сукупний темп росту, галузеві спади), показники платіжного балансу (дефіцит поточного рахунку платіжного балансу, обсяг резервів та зовнішній борг, умови торгівлі, структура і термін погашення зобов'язань), інфляційні впливи (динаміка інфляції), чинники процентних ставок та валютних кусів (волатильність процентних і валютних ставок, рівень реальних внутрішніх процентних ставок, стійкість і гарантування стабільності валютного курсу), чинники кредитних і цінових вибухів, ефекти ланцюгової реакції (взаємозалежність фінансових ринків, зовнішньоторговельні ефекти), інші (урядова політика в банківській сфері, розмір державного боргу). Вважаємо, що комплексна оцінка показників розвитку економічної системи повинна братися за основу як на макрорівні при визначенні поточних та стратегічних завдань реалізації державної політики в сфері ринку корпоративних цінних паперів, так і на мікрорівні при здійсненні господарської та фінансової діяльності учасниками ринку.

2) Друга група чинників формування та розвитку ринку корпоративних цінних паперів має політичний характер. Сюди віднесемо тип політичної і економічної системи, рівень законодавчої та політичної стабільності, вектори економічної політики держави, напрями фіскальної політики держави, відсоткова політика держави та валютне регулювання.

Типи економічної і політичної системи визначають те, в якому правовому та економічному полі розвивається держава та, зокрема, фінансовий ринок. На нашу думку, в основі ринку корпоративних цінних паперів повинна лежати децентралізація в прийнятті рішень емітентами та інвесторами. Адміністративна економіка, яка базується на концентрації влади, грошових ресурсів та власності виключно в управлінні держави чи обмеженого кола осіб не в змозі створити ефективний ринок цінних паперів, оскільки обмежує

економічні та політичні свободи населення. Оптимальним типом економічною системи для формування ринку цінних паперів є ринкова економіка. Зокрема, Я. М. Міркін стверджує, що економічна свобода та вільна конкуренція сприяє зацікавленню як компаній-емітентів, так і інвесторів в ефективному функціонуванні ринку цінних паперів. Однак підкреслює, що поєднання сильної адміністративної економіки з стабільною політичною системою також може забезпечити формування ефективного ринку, як у випадку з фондовим ринком Китаю [9, с. 56-57].

Здебільшого науковці виділяють три відмітні особливості інтенсивного розвитку ринку цінних паперів Китаю [6, с. 391-393]. По-перше, уряд використовував ринкові механізми в основному для фінансування державних підприємств, у результаті чого більшість компаній, які пройшли лістинг на фондових біржах були державної форми власності, а капітал, який вони залучали на одну третю складався з приватного, дві третіх – державного (державні компанії з управління активами чи самі державні підприємства). По-друге, ринок цінних паперів Китаю розвивався в умовах жорсткого фінансового режиму, який проявлявся в тотальному контролі над міжнародними потоками капіталу та адміністративними обмеженнями, що накладались з метою зменшення потенційної конкуренції між різними фінансовими активами (банківськими депозитами, акціями компаній, корпоративними облігаціями і різними видами державних облігацій) у межах внутрішнього фінансового сектору. По-третє, ринок функціонує в умовах дуже слабкого правового захисту акціонерів, що є своєрідним парадоксом та викликає здивування для науковців та експертів, які вважають, що захист прав акціонерів є обов’язковою передумовою для розвитку ринку цінних паперів.

Забезпечення законодавчої та політичної стабільності має першочергове значення для ефективного функціонування економічної системи, фінансового ринку загалом. Законодавчі ініціативи щодо регулювання ринку корпоративних цінних паперів, діяльності фінансових посередників, визначення інструментів ринку, розкриття інформації та багато інших є обов’язковими як на етапі

становлення ринку, так і у процесі його функціонування. Однак, при проведенні нормотворчої діяльності повинні братись за основу послідовність та відповідність завчасно визначеним пріоритетам. Адже на ринку корпоративних цінних паперів учасники прагнуть стабільності у законодавчій та політичній площинах. За умов політичної нестабільності та високих політичних ризиків знижується довіра як внутрішніх, так і, особливо, зовнішніх інвесторів до ринку, що стримує ефект його розвитку. На нашу думку, визначальним у політичній стабільності є забезпечення порядку, який повинен проявлятися в ефективній діяльності керівних державних структур, їхній легітимності та постійності норм і цінностей політичної культури.

Вектори економічної і фіскальної політики держави прямо впливають на інтереси учасників ринку корпоративних цінних паперів. Загальновідомо, що високе податкове навантаження, зовнішньоторговельні обмеження, нестабільна процентна політика, валютні коливання позначаються на діловій активності суб'єктів господарювання та створюють суттєві деформації на ринку. І, навпаки, прозора податкова політика, стабільність національної валюти, підтримка національного товаровиробника, податкові стимули позитивно впливають на виконання ринком своїх основних функцій [112, с. 60-61].

Відсоткова політика держави відіграє суттєве значення при виборі джерел залучення капіталу компаніями. До прикладу, підвищення відсоткових ставок національного банку впливає на вартість банківських кредитів, тобто такий ресурс фінансування стає дорожчим для підприємств. Відповідно, це стимулює використання корпоративних цінних паперів з метою залучення додаткового фінансування компаніями. В Україні, станом на серпень 2014 р., відсоткові ставки за банківськими кредитами у гривні для юридичних осіб коливалися у межах 23-25%. Залучення коштів шляхом емісії корпоративних цінних паперів у серпні 2014 р. коштувало для емітентів у середньому 15-20%. Тобто існують переваги для використання інструментів ринку корпоративних цінних паперів економічними суб'єктами. Втім окрім монетарної політики держави, відіграє роль і формування відсоткової політики щодо державних позикових

інструментів, зокрема зниження ставок за облігаціями внутрішньодержавних позик стимулює переливання капіталу з корпоративного сегменту в державний.

Валютне регулювання є істотною умовою, яка визначає привабливість ринку як для іноземних, так і для внутрішніх інвесторів. Як відомо, спричинена неефективними діями уряду нестабільність валютного курсу викликає недовіру до національної валюти, що проявляється в небажанні резидентів заощаджувати та інвестувати кошти в національній грошовій одиниці у зв'язку з її можливим знеціненням. Високі валютні ризики призводять до зменшення зацікавлення вітчизняних інвесторів в акціях та корпоративних облігаціях, емітованих в національній валюті, а додаткові валютні обмеження, які часто вводяться з метою стабілізації національної грошової одиниці, відлякують діючих інвесторів. Саме тому важливою є стабільна та виважена політика держави у валютній сфері, яка проявляється в удосконаленні правил роботи учасників валютного і фондового ринку, знятті валютних обмежень та лібералізації валютного ринку, розширенні методів страхування валютних ризиків, прогнозованості валютних інтервенцій в контексті виконання основної функції валютного регулювання – забезпечення стабільності національної валюти.

3) Чинники соціально-психологічного характеру впливають на формування ринку корпоративних цінних паперів в основному з позиції створення активного національного інвестора, як обов'язкової складової ринкового механізму. До них ми віднесли характер економічної поведінки населення, рівень фінансової грамотності, інвестиційний менталітет.

Моделі економічної поведінки населення у різних державах не співпадають: на їхнє формування у кожній країні впродовж десятиліть впливали чисельні історичні, географічні, психологічні та інші чинники. Так, модель фінансової поведінки середньостатистичної української сім'ї кардинально відрізняється від, наприклад, американської чи англійської: вітчизняні домогосподарства більшою мірою віддають перевагу банківським депозитам як формі збереження та примноження заощаджень. В Україні на

фоні постійної макроекономічної напруженості, нестабільної національної валюти, слаборозвинених принципів корпоративної культури підприємств присутня недовіра домогосподарств до альтернативних інструментів фінансового ринку. Окрім того, рівень заощаджень у загальній структурі доходів є вкрай низьким, що зумовлено, передусім, невисоким рівнем доходів населення та постійним відчуттям нестабільності, що не сприяє інвестиційній діяльності населення. О. З. Ватаманюк стверджує, що для значної частини населення в Україні упродовж більшості років трансформаційного періоду єдиною доступною стратегією була стратегія виживання, а більша частина заощаджень несла не інвестиційний, а страховий чи резервний характер [54, с. 14]. В табл. 1.4 проаналізуємо динаміку зміни частки заощаджень в офіційних доходах населення.

Таблиця 1.4

Динаміка частки заощаджень в загальних доходах вітчизняних домогосподарств (2004-2013 рр.)*

Показники	Рік									
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Доходи – усього (млн. грн)	274 241	381 404	472 061	623 289	854 641	897 669	1 101 015	1 251 005	1 407 197	1 529 406
Нагромадження нефінансових активів (млн. грн)	3 254	4 444	7 159	9 939	29 515	11 678	23 054	30 859	18 525	26 102
Приріст фінансових активів (млн. грн)	28 380	41 207	37 044	37 840	22 469	70 788	133 304	83 069	86 035	106 468
Частка заощаджень у доходах, %	11,54	11,97	9,36	7,67	6,15	9,19	14,20	9,11	7,43	8,67
Частка споживання у доходах	88,46	88,03	90,64	92,33	93,85	90,81	85,80	90,89	92,57	91,33

**Джерело: складено автором на основі* [70]

На основі отриманих даних можна дійти висновку, що частка заощаджень у доходах вітчизняних домогосподарств сьогодні є нижчою, ніж десятиліття тому, а сам показник протягом досліджуваного періоду показник варіює в межах від 6,15% до 14,20%. Зауважимо, що міжнародною тенденцією на сучасному етапі розвитку ринку корпоративних цінних паперів є скорочення частки активів населення порівняно з фінансовими інститутами. Більше того, у поточному столітті спостерігається поступове скорочення частки цінних паперів у глобальних активах домогосподарств. Згідно дослідження Allianz Global Wealth Report [1], проведеного в 2013, частка цінних паперів у активах

населення 52 найбільших країн світу за період 2000-2012 рр. скоротилася з 41% до 36% – насамперед, на користь банківських депозитів (зросли з 27% до 32%).

Рівень фінансової грамотності населення, безсумнівно, впливає на розвиток ринку корпоративних цінних паперів. Від обізнаності населення залежить не лише уміння людей управляти та примножувати свої тимчасово вільні кошти, а й можливість їхнього вкладення у розвиток реального сектору економіки через різного роду інвестиційні фонди та самостійні операції з купівлі-продажу цінних паперів. Як результат, існує пряма залежність: чим вища фінансова грамотність домогосподарств – тим краще розвивається ринок цінних паперів держави. Саме тому питанням підвищення фінансової грамотності населення повинна присвячувати свою увагу як держава, реалізовуючи урядові програми, так і безпосередньо професійні учасники ринку, організовуючи спеціальні курси та тренінги для населення.

4) До четвертої групи на нашу думку доцільно віднести чинники інфраструктурного характеру, від яких залежить формування ринкової інфраструктури, а також діяльність суб’єктів ринку. До цієї групи відносимо насиченість цінними паперами, інвестиційний характер поведінки учасників ринку, розвиненість інституційних інвесторів, відкритість учасників ринку та інвестиційна спрямованість фінансових посередників.

Насиченість цінними паперами, тобто наявність достатньої кількості ліквідних фінансових інструментів у вільному обігу забезпечує формування попиту на ринку цінних паперів. І навпаки, попит на акції та корпоративні облігації стимулює емітента використовувати саме ці фінансові інструменти з метою залучення капіталу. Особливий акцент ставимо на властивості ліквідності фінансового інструменту, тобто здатності максимально швидко та з мінімальними фінансовими втратами бути проданим на ринку. Ліквідні ринки характеризуються великою кількістю учасників, більшим обсягом угод та оперативністю їх здійснення, неліквідні – малим вибором цінних паперів, невеликою кількістю учасників та великою різницею у цінах покупців і продавців. Підвищенню рівня ліквідності сприяє спекулятивна складова ринку,

яка на первинних ринках має форму прибутку, а на вторинних – вже є грою на курсових різницях.

Інвестиційні потреби економічних суб'єктів та інвестиційна спрямованість фінансових посередників є важливими передумовами для розвитку ринку корпоративних цінних паперів. По перше, необхідність пошуку фінансових ресурсів для реалізації довготермінових інвестиційних проектів впливає на розширення інституційного середовища ринку цінних паперів та, у підсумку, збільшення ліквідності та капіталізації ринку. По друге, інвестиційна спрямованість учасників ринку, а саме комерційних банків, інвестиційних та пенсійних фондів, страхових компаній на користь цінних паперів зумовлює підняття попиту на цінні папери та стимулює економічних суб'єктів до активнішої емісійної діяльності та виборі саме ринку корпоративних цінних паперів як ефективного ресурсномісткого механізму залучення фінансових ресурсів.

Зазначимо, що фінансові посередники на етапі здійснення інвестиційної діяльності формують інвестиційний портфель, у структурі якого можуть бути вкладення у реальний чи фінансовий сектор економіки, капітальні чи фінансові інвестиції, а їхнє співвідношення залежить від певних екзогенних умов, які визначають кон'юнктуру окремих сегментів інвестиційного ринку [171]. Формування інвестиційного портфелю здійснюється згідно обраної інвестиційної політики і з урахуванням принципів розміщення активів, але основний набір інструментів для інвестування все ж має обмежений перелік.

Розвиненість системи інституційних інвесторів впливає як на ринок корпоративних цінних паперів, так і на розвиток економічної системи загалом, оскільки інвестиційні ресурси інституційних інвесторів забезпечують капіталом реальний та фінансовий сектори національної економіки. Залежно від характеру механізмів здійснення інвестиційної діяльності інституційні інвестори поділяються на різні групи: «… група інституційних інвесторів, головною функцією яких є акумулювання заощаджень приватних інвесторів, як правило, шляхом випуску власних цінних паперів або на умовах довірчого управління

їхніми коштами. Вони, переважно, здійснюють інвестиції у різні фінансові інструменти. До цієї групи можна віднести страхові компанії, інвестиційні фонди і компанії, пенсійні фонди. Інша група інституційних інвесторів спрямовує свою діяльність на реальне фінансування підприємств, як за допомогою вкладень у статутний капітал (венчурні фонди), так і у фінансування придбання основних фондів (лізингові компанії, іпотечні банки). Третя група інституційних інвесторів сприяє процесу інвестування, допомагаючи в процесі розміщення емітованих цінних паперів (інвестиційні банки) та надання інших послуг фінансового характеру (факторингові компанії)…» [103, с. 10].

Під відкритістю учасників ринку, як чинником інфраструктурного характеру розуміємо якість корпоративного управління, рівень прозорості діяльності та доступності інформації про суб’єкта господарювання-емітента. Корпоративне управління дає змогу не тільки взаємодіяти між керівництвом компанії та акціонерами, а і впливати на прийняття деяких управлінських рішень. Що стосується інформації, то усі зацікавлені особи повинні бути поінформовані не тільки про дохідність цінних паперів, але і про ризики, пов’язані з ними. Інформація має бути правдивою, актуальною, своєчасною, достовірною. Такі чинники сприятимуть ефективному функціонуванню ринку цінних паперів.

5) До п’ятої групи чинників, які впливають на розвиток ринку корпоративних цінних паперів доцільно віднести чинники зовнішнього впливу, а саме: світові ціни на нафту та сировину, стан світової економіки і місцезнаходження ринку.

Стан світової економіки визначає рівень розвитку ринку цінних паперів. Так, під час різного роду економічних криз неможливо уявити собі успішне функціонування ринку цінних паперів. Це означає, що фінансовий ринок окремої країни прямою мірою залежить від стану світової економіки вцілому, ділової активності та кількості інвестицій в реальний сектор економіки. Як зазначає Азаренкова Г., «…незважаючи на те, що ринок цінних паперів та

реальний сектор економіки є автономними системами, між ними існують реальні взаємозв'язки – фондовий ринок справляє значний вплив на реальний сектор, насамперед в умовах посилення невизначеності. Коли економіка стабільно зростає, то шок із боку фондового ринку суттєво не впливає на її «стійкість», оскільки в умовах відносної незалежності фірм від зовнішнього фінансування негативний шок у вигляді зменшення можливостей отримання кредитних ресурсів не впливає на перспективу фірм продовжувати розпочаті проекти…» [33, с. 5].

Як відомо, значний вплив на розвиток ринку цінних паперів справляють світові ціни на нафту та сировину. Проявляється наступна взаємозалежність: при зростанні цін на нафту та сировинні ресурси фінансові ринки, і, як наслідок, ринки цінних паперів країн-експортерів отримують більше фінансових ресурсів, інвестиційних вливань, що створює сприятливі умови для розвитку національної економіки, і, в підсумку, відбувається активний розвиток ринку, в той час, як в країнах-імпортерах спостерігаємо протилежний результат.

Місцезнаходження ринку береться до уваги інвесторами під час прийняття інвестиційних рішень. Загальновідомо, що крупні світові інвестори спершу обирають регіон, куди будуть спрямовані інвестиції, а вже згодом – конкретну країну. Таким чином держави певного регіону починають конкурувати між собою за обмежені фінансові інвестиції. В багатьох випадках географічне розташування ринку відіграє ключову роль під час прийняття інвестором рішень стосовно майбутніх капіталовкладень.

Як вважає Захарченко П. В. «фундаментом ринку є інститути, а вони не можуть бути однаковими в країнах з різними масштабами, природно-кліматичними, економічними, соціальними і культурними умовами; у країнах, що займають різне місце в міжнародному розподілі праці, мають різні цілі і стратегії на зовнішніх і внутрішніх ринках. Тому спроби копіювання кращих зразків часто дають негативні результати. Якщо, як показує теорія і практика, економічним зростанням потрібно управляти, то тим більше це доцільно в

постсоціалістичних економіках, де ринкові інститути ще не розвинені настільки, аби сприяти структурним перебудовам» [78, с. 43].

Отже, на основі описаних вище чинників, а також під впливом загальносвітових тенденцій формується ринок корпоративних цінних паперів. Визначення напрямків державної регуляторної політики є неможливим без дослідженням всіх чинників, що впливають на його розвиток. Використовувати зарубіжну практику формування ринку можна тільки частково, у зв’язку з численними розбіжностями внутрішнього характеру, а спроби механічного копіювання досвіду розвинених країн в цій сфері можуть бути неефективними.

Висновки до розділу I

Дослідження теоретико-методологічних основ формування ринку корпоративних цінних паперів дає змогу дійти таких висновків:

1) Виділено три основні підходи до тлумачення сутності поняття «фінансовий ринок»: системний підхід, прихильники якого розглядають фінансовий ринок як систему економічних відносин, спрямовану на формування, розподіл та перерозподіл капіталу; інституційний підхід, у межах якого фінансовий ринок розглядають як сукупність інститутів, з яких він складається; технічний (функціональний) підхід, згідно з яким фінансовий ринок є механізмом перерозподілу капіталу за допомогою посередників на основі взаємодії попиту й пропозиції. На підставі синтезу цих підходів «фінансовий ринок» визначено як сукупність економіко-правових відносин між економічними контрагентами щодо акумулювання, розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів через систему фінансово-кредитних інститутів, які в межах чинного правового поля та затверджених механізмів забезпечують задоволення попиту і реалізацію пропозиції на фінансові інструменти та послуги всіх суб'єктів економічних відносин.

2) Досліджено, що поняття «ринок цінних паперів» та «фондовий ринок» не є синонімами. Ринок цінних паперів є ширшим поняттям і включає

операції з коротко-, середньо- та довготерміновими цінними паперами, а фондовий – операції лише з середньо- й довготерміновими фінансовими інструментами. Відтак, ринок корпоративних цінних паперів визначено як частину фінансового ринку, яка становить сукупність кредитно-фінансових інститутів та соціально-економічних відносин щодо акумулювання, розподілу й перерозподілу фінансових ресурсів, які забезпечують задоволення попиту та реалізацію пропозиції на корпоративні цінні папери.

3) Висвітлено історичні аспекти функціонування та з'ясовано, що на теренах сучасної України ще з XIX століття існувало чотири основних бізнес-центри, три з яких були у складі Російської імперії (Київський, Харківський та Одеський) і один – у складі Австро-Угорської імперії (Львівський). У роботі особливий акцент зроблено на дослідженні Львівського бізнес-центру, зокрема проаналізовано діяльність біржі, емісію цінних паперів акціонерними товариствами, банківськими й кредитними установами, суспільно-політичними та культурними організаціями.

4) Проаналізовано моделі функціонування фінансових ринків, які окреслюють пріоритети розвитку фінансової системи та визначають місце в них ринку корпоративних цінних паперів. Досліджено характер банкоцентричної, фондової, ісламської та змішаної моделей фінансового ринку та з'ясовано їхній вплив на економічне зростання. Обґрунтовано, що у зв'язку з впливом глобалізаційних процесів фінансовий ринок України повинен розвиватися в змішаній системі, використовуючи передові світові практики формування ефективного ринкового механізму, а ринок корпоративних цінних паперів та банківський сектор повинні не конкурувати, а доповнювати один одного.

5) Виділено основні функції, які виконує ринок корпоративних цінних паперів, а саме: перерозподільна, цінова, інноваційна, інформаційна, підтримки ліквідності, стимулювальна, перерозподілу ризиків. Поєднання даних функцій дає змогу забезпечити існування ефективного ринку корпоративних цінних паперів, який виконує такі сформовані емітентами цінних паперів завдання: створення компанії, розширення фінансування, управління капіталом,

управління розрахунками. Так, корпоративні цінні папери, з одного боку, допомагають формувати капітал підприємства, а з іншого, є об’єктом інвестування з боку приватних та інституційних інвесторів.

6) Структуровано чинники, що впливають на розвиток та формування ринку корпоративних цінних паперів. Виділено групи чинників економічного, політичного, соціально-психологічного, інфраструктурного та глобального характеру. Дослідження дало змогу дійти висновку, що, хоча й ринок є автономною системою, на його формування та розвиток чинять вплив всі сегменти економічної системи, проте характер цього впливу є взаємним, тобто носить двосторонній характер.

7) Обґрунтовано теоретичні підходи до визначення передумов, що впливають на характеристики розвитку ринку корпоративних облігацій та ринку акцій, а саме: дохідність, номінальна і курсова вартість, ризики придбання/інвестування, капіталізація. З урахуванням змін кон’юнктури на фінансових ринках це дало можливість обґрунтувати перспективи і компаративну доцільність вибору джерел зовнішнього фінансування (боргові чи пайові/акціонерні) суб’єктами господарювання.

РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ СТАНОВЛЕННЯ І РОЗВИТКУ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

2.1 Формування та тенденції розвитку ринку корпоративних цінних паперів в Україні

Сучасний стан світового господарства зумовлює суттєве розширенням ролі фінансових ринків в економічних процесах. У високорозвинених державах невід'ємним елементом фінансових ринків є ринок корпоративних цінних паперів – необхідний механізм для вирішення багатьох фінансових, інвестиційних та соціальних проблем. Адже ефективний економічний розвиток передбачає залучення вільних грошових коштів фізичних та юридичних осіб, їх вільне перетікання у різні сфери економічної системи.

Проблема пошуку джерел інвестування для вітичзняних підприємств особливо загострилася на етапі ринкових перетворень. Так, за перші п'ять років незалежності України інвестиції в основний капітал знизились у п'ять разів –до 21,9% від рівня 1990 р. Згодом почалось поступове підвищення даного показника, який в 2005 р. становив 56,8% від рівня 1990 р., а в 2007 р. досягнув свого піку – 87,7% від рівня 1990 р. З початком фінансово-економічної кризи інвестиції в основний капітал показували негативну динаміку, знизившись в 2010 р. до 49,7% від рівня 1990 р. [176, с. 202].

Тривале та стрімке скорочення капітальних інвестицій в перші роки незалежності України призвело до критичного фізичного та морального зносу виробничих потужностей підприємств. Складний початок ринкових перетворень, неефективність приватизаційних процесів, знецінення національної валюти звели до мінімуму державне інвестування підприємств. Відтак перед державою, та підприємствами зокрема, постало питання пошуку ринкових джерел залучення фінансових ресурсів, адаптації законодавчої бази та створення ефективних регулятивних механізмів.

Ці чинники зумовили підвищення інтересу до використання корпоративних цінних паперів як механізму залучення додаткових фінансових ресурсів з метою модернізації виробничих потужностей підприємств, використання нових прогресивних технологій, інтелектуалізації виробничої діяльності, реструктуризації кредиторської заборгованості, зміни виду діяльності тощо. Особливо важливу роль тут відіграють саме акції та облігації, як одні з найбільш поширених в світі фінансових інструментів для залучення капітальних інвестицій та позикових коштів.

Науковці по-різному підходять до періодизації розвитку ринку цінних паперів України, однак проаналізувавши праці вчених-економістів [77, 192, 136, 47], та провівши ґрунтовне дослідження функціонування ринку ми виділили чотири основні періоди розвитку ринку корпоративних цінних паперів (рис.2.1).

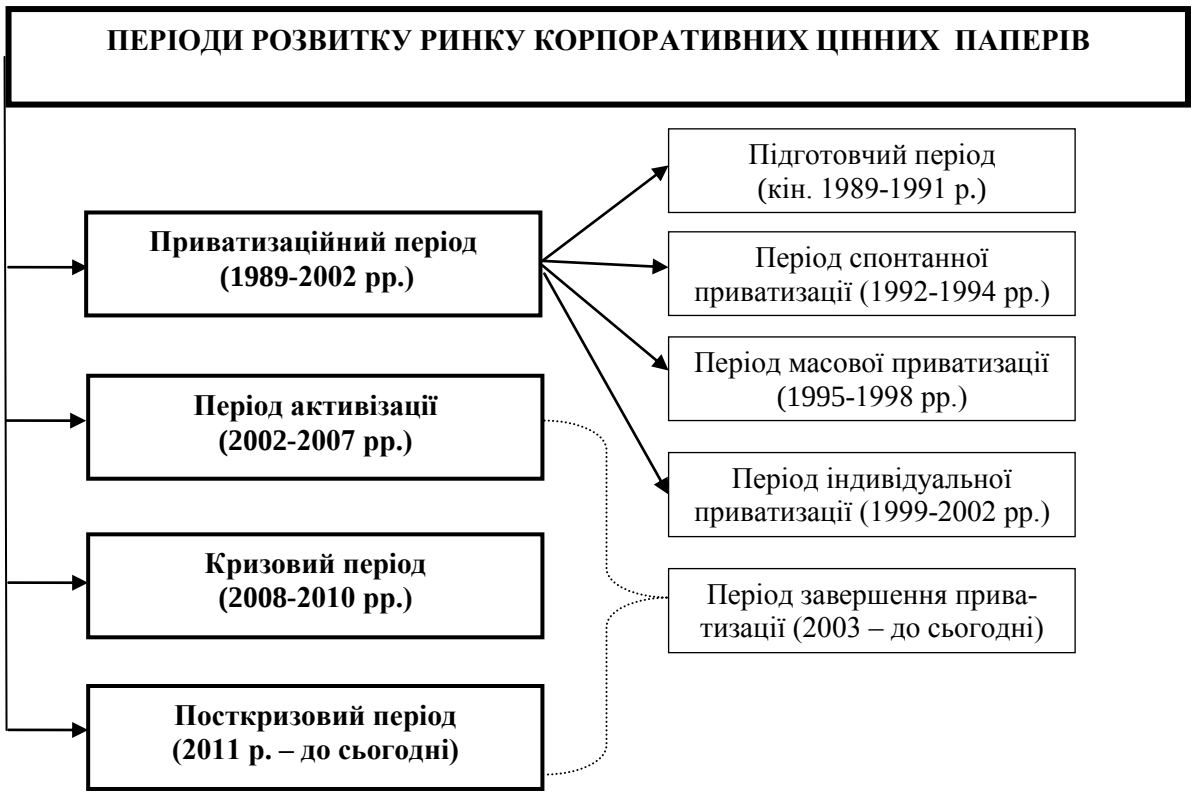


Рис. 2.1. **Періодизація розвитку ринку корпоративних цінних паперів в Україні ***

**Джерело: розроблено автором*

На наш погляд, початок формування ринку корпоративних цінних паперів в Україні тісно пов’язаний з приватизаційними процесами та є прямим

результатом їхнього здійснення. Саме тому особливо актуальним є аналіз формування ринку корпоративних цінних паперів через призму здійснення приватизації, особливо в перші роки незалежності України. Однак ми не ставимо перед собою завдання детально дослідити процеси приватизації, оскільки це самостійна та досить велика тема, яка заслуговує окремого дослідження. Натомість, ми хочемо проаналізувати загальні тенденції приватизаційних процесів в Україні та прослідкувати їхній вплив на становлення ринку корпоративних цінних паперів.

Більшість фахівців виділяють п’ять основних етапів проведення приватизації в Україні [43, 68, 122]:

1) підготовчий етап (кінець 1989-х рр. – 1991 р.);
2) спонтанна приватизація (1992–1994 рр.) – приватизація підприємств через їх оренду з правом настпуного викупу або викуп трудовим колективом чи керівництвом;
3) масова сертифікатна приватизація (1995–1998 рр.) – з використанням приватизаційних паперів, де передбачалась частка всього населення у придбанні акцій великих і середніх підприємств та малих об’єктів;
4) індивідуальна грошова приватизація (1999 – 2002 рр.) – через індивідуальні процедури залучення стратегічних інвесторів (національних та іноземних);
5) завершальний етап (з 2003 р. – по сьогодні) – зниження темпів приватизації та роздержавлення великих підприємств, часто стратегічного значення.

Перший етап здійснення приватизаційних процесів в Україні характеризувався швидким розвитком підприємництва, зокрема активним створенням таких форм господарювання, як кооперативи, товариства з обмеженою відповідальністю та акціонерні товариства. У 90-их рр. Україна була лідером за рівнем централізації і концентрації промислового виробництва, не тільки серед країн пострадянського простору, але і серед розвинених країн. Високою була частка підприємств військово-промислового комплексу,

більшість з яких після здобуття Україною незалежності втратили канали постачання та збуту, а, відповідно, і перспективи свого функціонування. Низькою була роль малого підприємництва – у державній власності перебувало приблизно 40 000 середніх і 6 000 великих підприємств, а загальна частка виробництва, яка припадала на державний сектор становила близько 75%. Критично низькою була частка підприємств легкої промисловості та сфери послуг.

Однак, на початкових етапах переходу до ринкової економічної моделі використання найбільш ефективного механізму здійснення приватизації шляхом продажу пакетів акцій державних підприємств на ринку цінних паперів було неможливим тому, що організованого ринку на той час просто не існувало. Адаптація законодавчої бази, а саме прийняття Законів України «Про підприємства в Україні» в березні 1991 р., «Про цінні папери та фондову біржу» в червні 1991 р., «Про приватизаційні папери» в березні 1992 р., «Про споживчу кооперацію» в квітні 1992 р., знаменувала собою лише початковий, підготовчий етап до реального формування інфраструктури ринку цінних паперів.

Після прийняття вищевказаних законодавчих актів фактично почався етап «спонтанної» приватизації (1992–1994 рр.). Пріоритетами державної політики стало формування розпорошеної структури власності та активного становлення ринку цінних паперів. Як наслідок, значна частка державних підприємств повинна була трансформуватися у відкриті акціонерні товариства, акції яких мали активно котируватися на фондових біржах. Проте в результаті таких перетворень право на управління та реальна власність над підприємствами перейшли в руки діючого керівництва, яке отримало певні переваги при викупі акцій. Впливати на будь-які процеси зовнішнім стороннім інвесторам стало неможливо, тобто було створено так звану інсайдерську модель корпоративного управління. Завдяки тому, що керівництво державних підприємств реально перестало нести відповідальність за результати діяльності та використання майна підприємства, перед ним відкрились небачені досі

перспективи. Все це супроводжувалось відсутністю сформованих державних інститутів та чіткого розмежування виконавчої і законодавчої влади в державі.

Як зазначає Даниленко А. І., цей період характеризується інтенсивним розкраданням державного майна шляхом або прямого переведення його в особисту власність менеджерів підприємств, або в різного роду «кооперативи», які за своєю суттю були не кооперативами, а приватними підприємствами. Він вважає, що саме ці нелегітимні чи напівлегітимні процеси і сприяли активному розвитку тіньової економіки, яка є несумісна з такими фундаментальними основами фондового ринку, як прозорість, конкуренція, чіткі механізми функціонування приватної власності [192, с. 333-334].

Третьому періоду приватизації (1995-1998 рр.) притаманний дійсно масовий характер, який характеризувався значним прискоренням (зростанням) темпів приватизації порівняно з попереднім періодом. Впродовж чотирьох років було приватизовано близько 50 тис. об’єктів, з них понад 11 тис. середніх і великих підприємств (рис. 2.2). Це можна вважати позитивним досягненням обраної моделі приватизації, яка передбачала переважне використання саме майнових сертифікатів як засобів платежу.

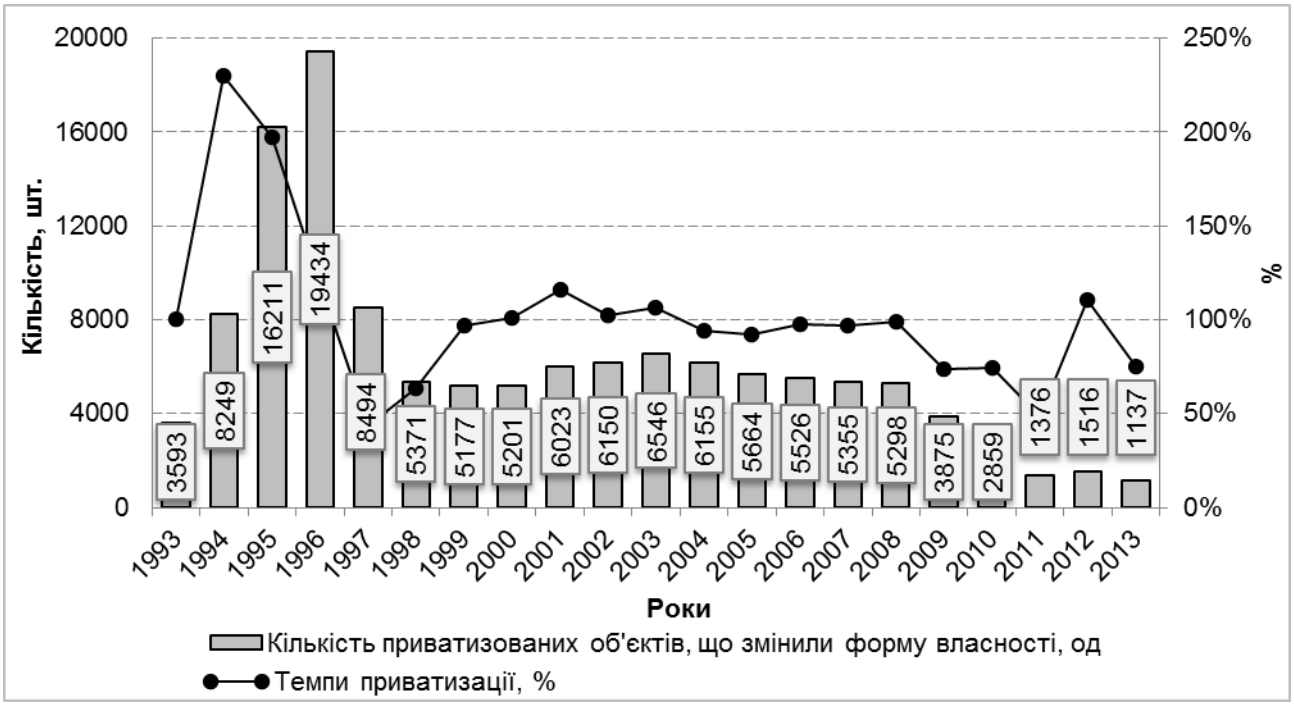


Рис. 2.2. Кількість об’єктів, що змінили форму власності та темпи приватизації в Україні в 1993-2013 рр.*

**Джерело: побудовано автором на основі [167]*

В комплексому дослідженні приватизаційних процесів в Україні, проведеному колективом авторів під керівництвом Пасхавера О. Й, зазначають, що «…сертифікатна приватизація посприяла швидкому відокремленню підприємств від держави, виведенню їх з-під неефективного адміністративного управління, забезпеченню рівних стартових можливостей і соціальної справедливості при реформуванні економіки. Вона виконала й політичну місію – забезпечила за відносно короткий термін формуванню у масовій свідомості ринкової ідеології. Значна кількість підприємств змогла скористатися перевагами, які надавала сертифікатна приватизація, а саме за короткий період здійснити швидкий перехід до приватного сектора і пристосуватись до потреб ринку. Завдяки сертифікатній приватизації започатковано інфраструктуру фондового ринку, що дало поштовх до розвитку не тільки первинного, а й вторинного ринку цінних паперів, депозитарної діяльності, а також виходу на світові фондові ринки…» [77, с. 16].

Загалом, громадяни отримали понад 90% загального випуску приватизаційних майнових сертифікатів (близько 46 млн. шт.) та 30% компенсаційних сертифікатів загальною сумою близько 1 млрд. грн. Як вважає Падалка С.С. цей механізм був створений з метою виправдання приватизації та надання їй статусу соціально справедливої. Наслідком цього стало те, що більшість громадян України обмінювала приватизаційні сертифікати та акції на реальні гроші, що спровокувало розвиток спекуляції цінними паперами. На початку 2000-х рр. понад 30 млн. тримачів приватизаційних сертифікатів втратили право власності на них. Продовження цієї тенденції в наступні роки призвело до концентрації власності і влади в руках невеликого кола осіб та появи в державі великих адміністративно-економічних кланів [136, с. 114]. Такі спекулятивні дії зумовили глибоке розчарування населення як в фінансових посередниках, що масово не виконували свої зобов’язання, так і в ринку корпоративних цінних паперів вцілому. І хоча ринок перебував на початковому етапі створення, все ж, довіру населення, як найвпливовішого джерела залучення фінансових ресурсів вже було втрачено. Розпочалися процеси

концентрації власності, яка відбувалася як на відкритому, так і на тіньовому ринку шляхом викупу цінних паперів, значною мірою в населення.

Хоча варто відзначити і позитивні аспекти періоду сертифікатної приватизації для економічної системи вцілому, а саме: початок функціонування первинного ринку цінних паперів, створення передумов для депозитарної діяльності та функціонування вторинного ринку цінних паперів, збільшення кількості фінансових посередників та їх розширення їх ролі у приватизаційних процесах. Так, в березні 1993 року вступив в силу декрет Кабінету Міністрів «Про довірчі товариства», а в лютому 1994 р. Положення «Про інноваційні фонди та інвестиційні компанії», в результаті чого для акумуляції приватизаційних сертифікатів почали формуватися інвестиційні фонди та довірчі товариства. Також під час масової приватизації у всіх регіонах України було утворено велику мережу сертифікатних аукціонів, яка забезпечувала їх обіг. За даними Фонду державного майна України через цю систему ще до початку продажу було запропоновано більше 20 тис. пакетів акцій різних компаній України загальною вартістю 4,6 млрд. грн.

Справді, випуск приватизаційних майнових сертифікатів, компенсаційних сертифікатів, розміщення акцій підприємств через пільгову підписку, великий попит внутрішніх та зовнішніх інвесторів на акції нещодавно приватизованих підприємств розпочали процес становлення ринку корпоративних цінних паперів. Активно розвивалась інфраструктура ринку цінних паперів, створювались фондові біржі, розпочала роботу позабіржова фондова торгова система, сформувались депозитарні та реєстраторські установи. Починає формуватися ринок корпоративних облігацій. Стимулом до цього стає прийняття Положення Державної комісії цінних паперів та фондового ринку «Про порядок випуску облігацій та інформації про їх випуск». Однак зауважимо, що до 2000 р. підприємства практично не використовували можливості ринкового механізму залучення додаткових коштів шляхом емісії та розміщення короткотермінових і середньо термінових облігацій підприємств.

Низька активність підприємств у використанні облігацій на етапі масової приватизації була зумовлена тим, що згідно Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» кошти, отримані від емісії облігацій, відносились до складу валових доходів підприємства та підлягали оподаткуванню за ставкою 30%. Це робило корпоративні облігації надзвичайно незручним та дорогим інструментом залучення фінансових ресурсів. Інвестори ж віддавали перевагу облігаціям внутрішньодержавних позик, які вони вважали більш надійними та безпечними інвестиційними активами. Негативно впливали на ринок корпоративних облігацій суттєві прогалини в законодавстві. До прикладу, не було чітко визначено поняття «істотні умови», дотримання яких є необхідним для одержання дозволу на емісію корпоративних облігацій, що було суттєвою перешкодою для розвитку ринку.

Усвідомлюючи доцільність формування конкурентного ринкового середовища, уряд України поступово переглядав стратегічні орієнтири роздержавлення підприємств. Починаючи з 1999 р. до 2002 р. спостерігається період індивідуальної грошової приватизації. Ухвалена Державна програма приватизації на 2000-2002 рр. [155] внесла істотні новації в процес роздержавлення стратегічних підприємств. Нова модель базувалась на інноваційних на той час принципах індивідуальної приватизації. У зв’язку з тим, що процес роздержавлення почав охоплювати стратегічні об’єкти, де не можна було застосовувати стандартні підходи, державні органи управління почали аналізувати попит на об’єкти, що підлягали приватизації, а спосіб продажу визначався з врахуванням особливостей економічного, фінансового, виробничо-технічного стану підприємства. Продаж контрольних пакетів акцій стратегічних підприємств здійснювався на відкритих торгах, цілісних майнових комплексів – на аукціонах або за конкурсами. Це забезпечило відносну прозорість процесу продажу, що, втім, проходив без визначених інвестиційних зобов’язань. Особливостями періоду індивідуальної грошової приватизації були процеси корпоратизації, а саме зміни форми господарювання багатьох раніше заборонених для приватизації державних підприємств, особливо закритих

акціонерних товариств, де частка держави становить 75% і більше на відкриті акціонерні товариства.

Доречно зауважити, що період індивідуальної грошової приватизації мав як позитивні, так і негативні сторони. Цей етап відрізнявся детальним передприватизаційним вивченням об’єкта приватизації та формуванням ринкового попиту на нього, стабільністю законодавства, прозорістю і публічністю власне приватизаційних процесів. Проте недоліками можна ввати неможливість повномасштабної приватизації у природних монополіях, зниження темпів приватизації та зростання «тіньової» економіки.

Так, набули поширення корупційні та тіньові схеми щодо виведення чи розпорошення державної власності в акціонерних товариствах. Популярним став механізм доведення державних підприємств до штучного банкрутства, що дозволяло потенційним власникам купувати об’єкти за заниженою вартістю та без фінансових зобов’язань перед кредиторами. Набула популярності схема, згідно з якою здійснювалась додаткова емісія акцій, що зменшувало частку державної власності до рівня, який унеможливлював прийняття державою управлінських рішень. У результаті цього держава практично втратила можливість впливати на формування дивідендної політики підприємств, призначення керівних органів, отримання прибутку [47, с. 7]. Відтак державне підприємство без приватизаційної процедури перетворювалось на приватне. Створення нової компанії-клону стало основним методом захоплення майна стратегічних державних об’єктів. Борги залишалися у складі «старого» підприємства, яке не здійснювало господарську діяльність. В свою чергу недержавні інвестори мали змогу користуватися виробничими комплексами із високою ліквідністю. Таким методом було роздержавлено такі компанії, як ВАТ «Макіївський металургійний комбінат», ВАТ «Нікопольський південно-трубний завод», ВАТ «Росава» та інші.

Період індивідуальної грошової приватизації характеризувався неабиякими досягненнями для ринку корпоративних цінних паперів. Так, у липні 1999 р. шляхом прийняття Закону «Про внесення змін деяких законів

України з метою стимулювання інвестиційної діяльності» було знято головну перепону на шляху широкого використання корпоративних облігацій. Від цього часу перестали підлягати оподаткуванню кошти, отримані емітентом від розміщення облігацій, а також основна сума боргу, що повертається інвесторам після терміну обігу облігацій. Так, поряд з закритими розміщеннями корпоративних облігацій, які є своєрідними «тіньовими» механізмами фінансування та використовуються емітентами для кредитування дочірніх установ, мінімізації податкового навантаження та оптимізації фінансових потоків, підприємства почали здійснювати публічні емісії облігацій. В 2001 р. кілька провідних компаній здійснили випуск корпоративних облігацій з метою залучення додаткового фінансування, а саме: ЗАТ «Київстар GSM», ДАК «Титан», АП «Одеський коньячний завод».

У 2001 р. було прийнято Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг», згідно з яким випуск корпоративних облігацій став одним з легітимних джерел фінансування між спорідненими підприємствами. Це стало стимулом активного розвитку первинного ринку корпоративних облігацій. Усього за період 2000-2002 рр. обсяг ринку суттєво збільшився: загальна емісія облігацій в 2000 р. склала 70 млн. грн, в 2001 р. – 640 млн. грн., 2002 р. – 4120 млн. грн. Отже, починаючи з періоду індивідуальної грошової приватизації, облігації стали реальним джерелом залучення підприємствами фінансових ресурсів, а ринок корпоративних облігацій вступив у нову фазу розвитку. Активний розвиток облігацій підприємств реального сектору економіки розпочався в 2001 р., а головними інвесторами стали великі та середні банки, інвестиційні компанії, пенсійні фонди та страхові компанії.

Зауважимо, що під час періодів приватизації емісія акцій державних підприємств в першу чергу була пов’язана з необхідністю виконання дохідної частини державного бюджету, тобто кошти від таких випусків надходили не на розширення фінансової і матеріальної бази підприємств, а на вивід державної частки з структури власності. Тобто економічну вигоду від таких операцій

отримував у першу чергу уряд, збільшуючи надходження до бюджету, а також самі підприємства, за умови можливостей та бажань нових акціонерів інвестувати в інноваційний розвиток та розширення діяльності.

Наступним періодом розвитку ринку корпоративних цінних паперів в Україні виділяють період активізації ринку (2002-2007 рр). Так, динамічне зростання ринку корпоративних цінних паперів впродовж 2002-2007 рр. збігається з загальними тенденціями на вітчизняному ринку цінних паперів: спостерігається зростання довіри до ринку, збільшується кількість фінансових посередників, підвищується значення ринку як інвестиційного середовища для акумуляції та розміщення фінансових ресурсів, створюються необхідні умови для його функціонування.

З 2004 р. відбувається поступове зростання обсягів емісії корпоративних облігацій (рис. 2.3). Якщо в 2004 р. обсяг випусків становив 4,11 млрд. грн, то в 2007 р. цей показник збільшився в 10 разів до 44,48 млрд. грн. Частка корпоративних облігацій в ВВП України зросла з 1,19% в 2004 р. до 6,17% в 2007 р.

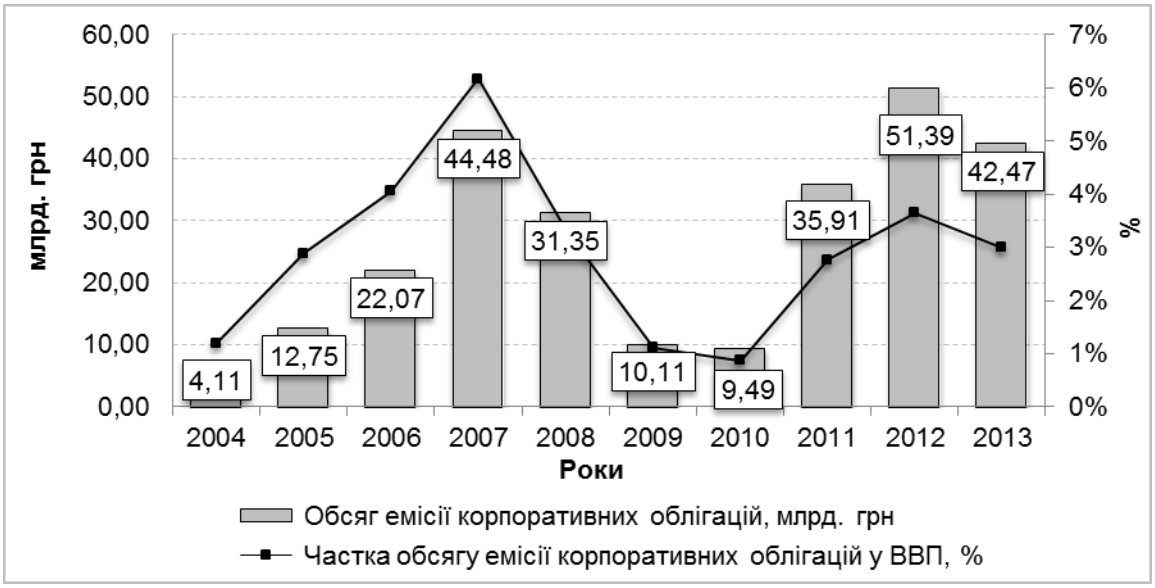


Рис. 2.3. **Аналіз динаміки емісії корпоративних облігацій та її частка в ВВП України у 2004-2013 рр.***

**Джерело: побудовано автором на основі [79]*

Становлення масового ринку корпоративних облігацій можна пояснити такими передумовами:

1) альтернативність – значне зростання обсягів кредитування та, як результат, уведення регулятором обмежень щодо обсягів кредитування на одного позичальника призвело до того, що як фінансові установи, так і не фінансові корпорації, розпочали пошуки нових фінансових інструментів для вкладення/залучення капіталу, одним з яких стали саме корпоративні облігації;

2) економічна ефективність – порівняно з банківськими кредитами корпоративні облігації стали дешевшим та ефективнішим інструментом залучення фінансових ресурсів, особливо в разі пошуку значних обсягів фінансування;

3) зростання рівня довіри – стабілізація економічної системи і підвищення фінансової грамотності населення та емітентів посприяло зростанню довіри до національного ринку корпоративних цінних паперів й надало поштовх для використання корпоративних облігацій суб'єктами господарювання.

Впродовж періоду активізації спостерігаємо позитивні тенденції і на ринку акцій, який залишається найбільшим сегментом всього вітчизняного ринку цінних паперів. Поступове зростання обсягу емісії акцій супроводжувалась збільшенням кількості компаній, що котируються на внутрішніх біржах. Так, обсяг емісії акцій зріс з 28,34 млрд. грн в 2004 р. до 50,00 млрд. грн в 2007 р. (рис. 2.4)

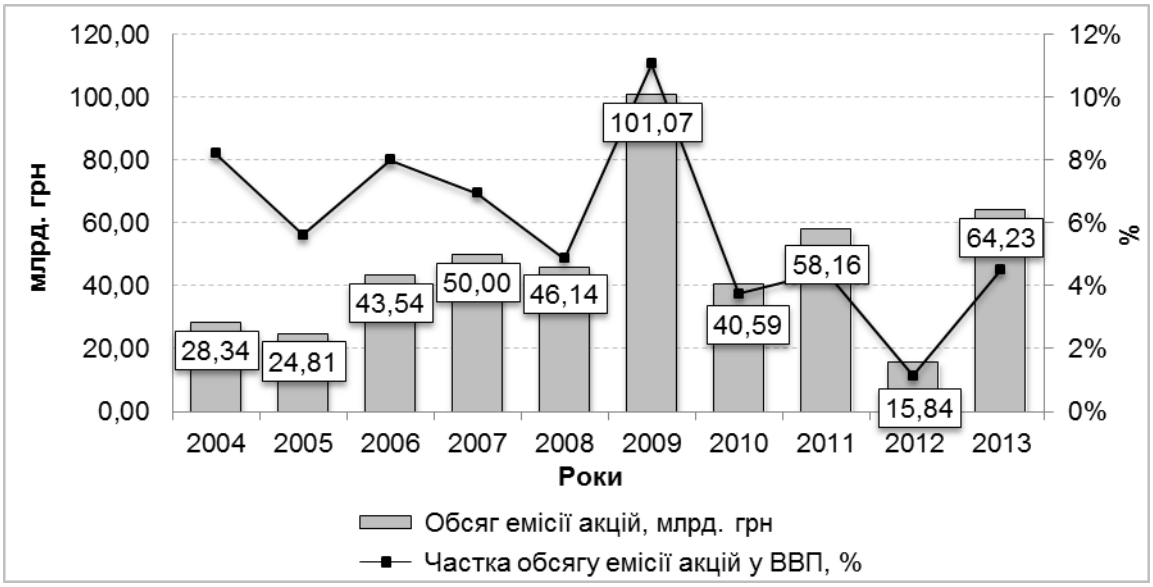


Рис 2.4 **Динаміка емісії акцій та її частка в ВВП України в 2004-2013 рр.***

**Джерело: побудовано автором на основі [79, 128]*

Варто виділити декілька передумов, які вплинули на позитивну динаміку розвитку ринку акцій:

1) позитивна макроекономічна динаміка – на розвиток ринку акцій позитивно вплинуло економічне зростання в базових галузях економіки, активізація інвестиційних процесів, зміцнення міжгалузевих зв'язків в економічній системі. Зокрема, простежується взаємозв'язок між обсягом реалізованої продукції в промисловості та обсягом торгівлі акціями підприємств (рис. 2.5)

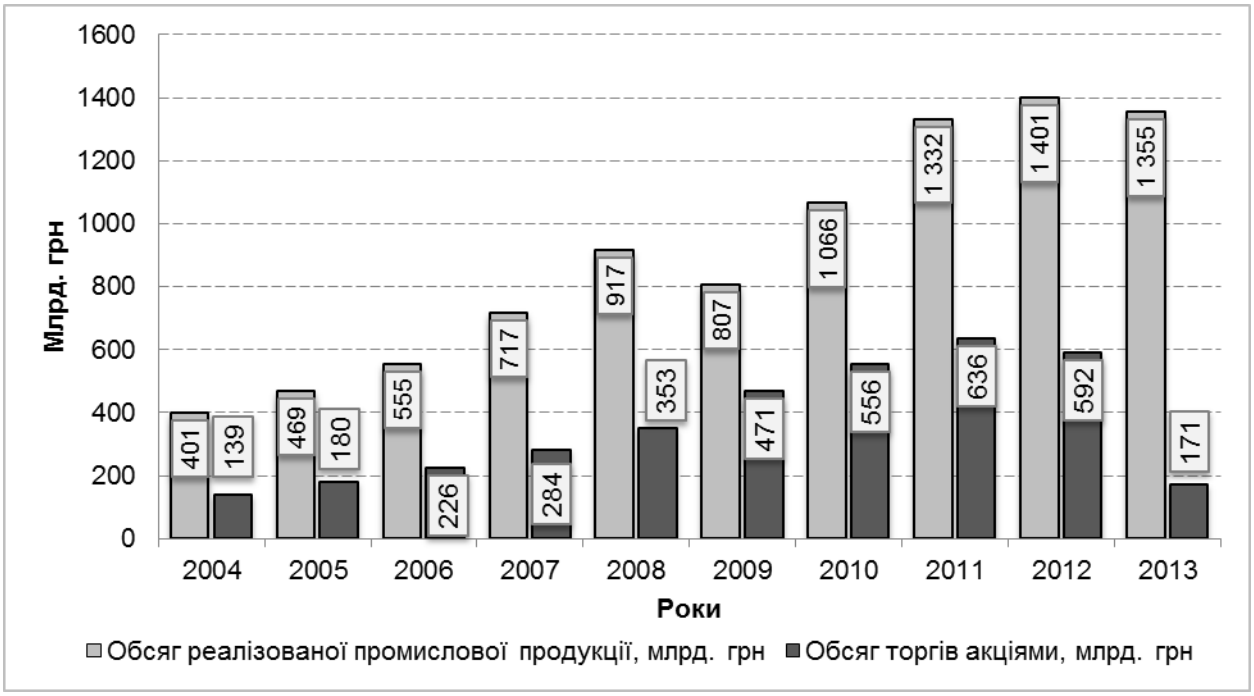


Рис 2.5 Динаміка обсягу торгівлі акціями та обсягу реалізованої промислової продукції 2004-2013 рр.*

**Джерело: побудовано автором на основі [79, 128]*

2) синергетичний ефект – введення в дію обов'язкових умов для фондових бірж щодо здійснення торгівельної діяльності на ринку посприяло збільшенню обсягів торгівлі акціями, а забезпечення ліквідності та прозорості підвищило інвестиційну привабливість та ділову активність емітентів. Як результат, збільшення обсягів торгівлі акціями в 2002-2007 рр. позитивно вплинуло на обсяги первинної емісії корпораціями.

3) зростання капіталізації – позитивна динаміка індексу ПФТС упродовж даного періоду та, відповідно, подорожчання компаній, що входять до

індексного кошика, спричинило підвищення попиту на акції не тільки як спекулятивного інструменту для отримання короткотермінової вигоди торговцями, але й як ефективного інструменту довготермінового інвестування. Так, зростання індексу ПФТС в 2007 році склало рекордні 135,8%, в 2009 році – 90,1%. (табл. 2.1)

Таблиця 2.1

Зведена таблиця обсягу ВВП та основних індикаторів ПФТС впродовж 2004-2013 рр.*

Рік/показник	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Індекс ПФТС	260	352	498	1 174,02	301,42	572,91	975	534	328	300
ВВП, млрд грн	345	441	544	720	948	913	1 082	1 302	1 408	1 502
Капіталізація ПФТС, млн грн	71 078	147 092	222 846	564 648	181 281	145 624	254 944	126 760	140 691	150 278
Коефіцієнт капіталізації ринку, %	20,6	33,3	41,0	78,3	19,1	15,9	23,5	9,6	9,99	10,00

**Джерело: складено автором на основі [128, 133]*

Можна виділити і певні недоліки даного періоду, а саме: занижена капіталізація вітчизняних компаній, відсутність інтересу до ринку цінних паперів з боку населення, порівняно мала кількість ліквідних акцій, висока плинність лістингових компаній. Низький коефіцієнт капіталізації зумовлено низькою питомою вагою корпорацій, акції який торгуються на організованому ринку.

Зауважимо, що на фоні позитивних тенденцій в корпоративному сегменті, уряд також почав використовувати облігації як інструмент для залучення внутрішніх джерел фінансування та єврооблігації для пошуку зовнішніх фінансових ресурсів. Так, активне зростання обсягів залучення коштів до бюджету шляхом емісії облігацій внутрішньодержавних позик (ОВДП) розпочалось з 2008 р. вже опісля спалаху на ринку корпоративних цінних паперів (рис. 2.6). Тенденція до зростання частки ОВДП в структурі емісії цінних паперів зберігається і сьогодні: уряд досить активно використовує цей інструмент як джерело для покриття бюджетного дефіциту, проведення

грошово-кредитної політики, мобілізації коштів для фінансування цільових державних програм, розрахунків за поточними борговими зобов'язаннями та для інших державних потреб.

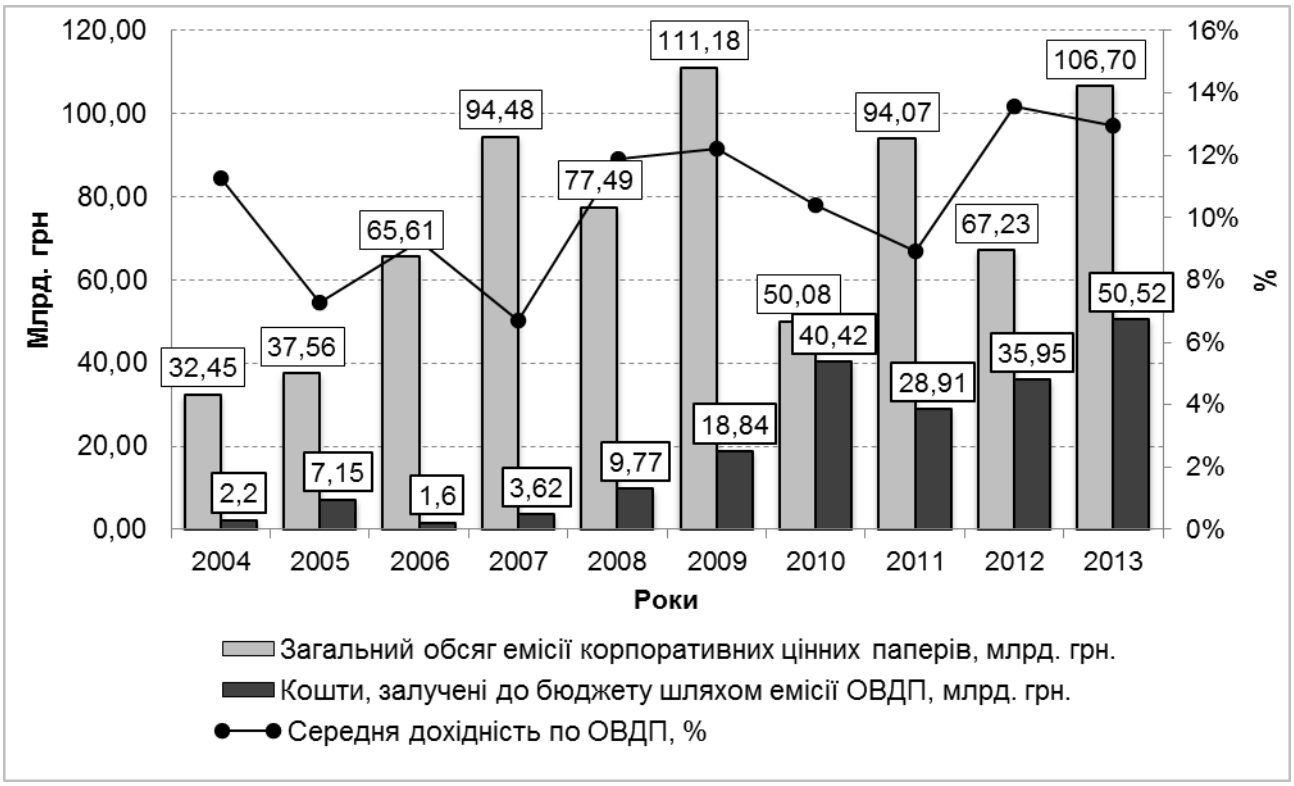


Рис. 2.6. Динаміка розвитку ринку корпоративних цінних паперів та державних ОВДП, 2004-2013 рр.*

**Джерело: побудовано автором на основі [79,131]*

Незважаючи на активізацію випусків державних облігацій, ринок муніципальних облігацій все ще не став ефективним механізмом залучення коштів місцевими органами влади. Впродовж року спостерігається лише декілька випусків облігацій, емітентами є близько 20 суб'єктів місцевого самоврядування з 12 000, а обсяг торгів не перевищує одного відсотка від загального обсягу торгів цінними паперами. І хоча муніципальні облігації мають низку переваг порівняно з іншими інструментами залучення додаткового фінансування місцевими органами влади, залишаються певні бар'єри для розвитку даного ринку, а саме: завищені відсоткові ставки, високі витрати на емісію облігацій, складність процедури випуску, недостатня обізнаність керівництва органів влади, незначний рівень інтересу інвесторів [187, с. 32-33].

Тобто можна дійти висновку, що ринок корпоративних цінних паперів, створивши потрібну інфраструктуру та «протестувавши» на собі ринкові

механізми, став своєрідним фундаментом для побудови інших фінансових ринків, зокрема ринку державних цінних паперів.

Кризовий період вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів розпочався з настанням глобальної світової кризи 2008 р. та тривав до 2010 р. Різка девальвація національної валюти, збільшення неплатежів у банківському секторі, банкрутство комерційних банків, зниження обсягів виробництва на фоні аналогічних світових тенденцій зумовило проблеми на ринку корпоративних цінних паперів. Так, індекс ПФТС в 2008 році «обвалився» на 74,33%, що стало одним з найбільших падінь серед світових фондових індексів (рис. 2.7). Така нестабільність на ринку свідчить високу чутливість до зовнішніх впливів: внутрішні інвестори не маючи достатнього досвіду роботи з ринком в випадку найменших ознак нестабільності намагалися забрати свої заощадження з фондів, що й призвело до стрімкого падіння індексу. Ще однією причиною різкого падіння можна вважати надмірну «роздутість» в багатьох секторах економіки після рекордного зростання більшості макроекономічних індикаторів в 2007 році.

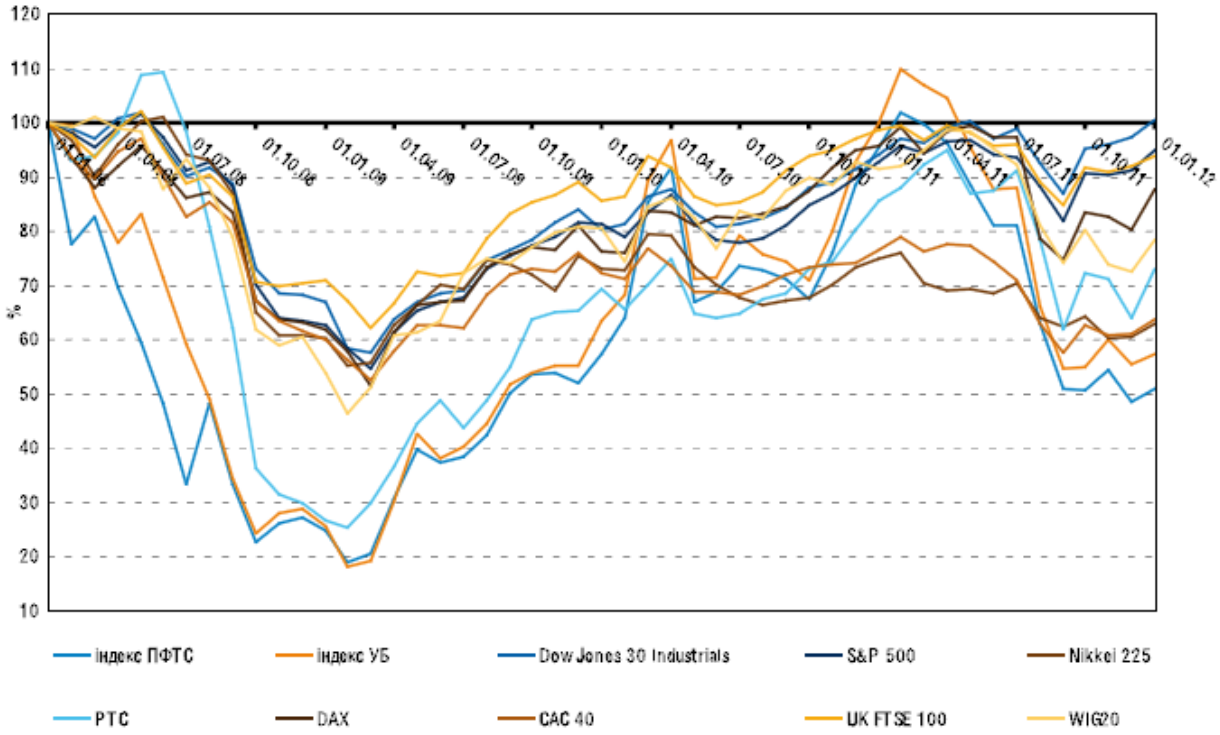


Рис. 2.7. **Динаміка вітчизняних та світових індексів ринку цінних паперів впродовж 2008-2011 рр.** *[79]*

Зауважимо, що обсяг первинного ринку цінних паперів вцілому показував позитивну динаміку, а перше зниження активності відбулося лише в 2010 р. Найбільший удар глобальна фінансова криза завдала по ринку корпоративних облігацій, який в 2008 році скоротився на 29,52%, в 2009 р. – на 67,75%, в 2010 р. – на 6,13%. Для цього існували об'єктивні макроекономічні причини, зокрема:

1) зростання вартості залучення коштів шляхом емісії облігацій: зростання відсоткових ставок на ринку банківського кредитування зумовило підвищення очікування інвесторів щодо зростання дохідності облігаційних позичок. Окрім того, збільшення ризиків операцій з борговими фінансовими інструментами зумовлювало потребу компенсації додаткових загроз шляхом підвищення рівня доходу за облігаціями [202, с. 100];

2) уряд в умовах кризи почав доволі активно здійснювати емісію облігацій. Так, упродовж 2008-2010 рр. загальний обсяг ОВДП за сумою основного боргу зріс майже в 15 разів (з 9,1 млрд. грн. на початку 2008 р. до 136,2 млрд. грн. наприкінці 2010 р.). Збільшення обсягів залучення державою запозичень відбувалося на фоні зростання дохідності ОВДП (з 7,9% в червні 2008 р. до 22,9% в лютому 2010 р. [131]), що зробило такий інструмент привабливішим для інвесторів, аніж корпоративні облігації. Окрім того державні облігації є значно надійнішими за облігації підприємств, інвестиційними активами;

3) девальвація національної валюти, зниження попиту на внутрішніх та зовнішніх ринках, зменшення прибутковості бізнесу, надто високі ставки дохідності облігацій створили додаткові бар'єри для залучення та обслуговування боргу, зокрема корпоративних облігацій, підприємствами.

Емітенти, що зазнали особливо значних збитків у зв'язку з настанням кризи та не мали можливість обслуговувати високі боргові навантаження були вимушені оголосити про дефолтний стан. Так, упродовж 2005-2007 р. внутрішні емітенти оголосили про 7 дефолтів, натомість протягом наступних трьох років (2008-2010) було зафіксовано вже 106 дефолтів. Однак така висока

динаміка дефолтів притаманна не тільки вітчизняним підприємствам – світова економіка також переживала глибокий спад: в 2008 р. обсяг корпоративних дефолтів в світі становив рекордних 281 млрд. дол. США, в 2009 р. – 291 млрд. дол. США. Тоді як в 2008 р. основний обсяг дефолтів припадав на фінансові установи – 80% від загального обсягу, в 2009 р. основними неплатниками були підприємства з інших секторів економіки – 74,8% [66].

Варто також приділити увагу тим законодавчим процесам, що мали місце упродовж кризового періоду. Важливим для розвитку ринку корпоративних цінних паперів було прийняття у 2008 р. закону України «Про акціонерні товариства» [152], обговорення якого тривало близько 15 років. Корпоративна реформа, що почалась з прийняттям закону, була націлена на врегулювання діяльності акціонерних товариств, адаптації її до передової світової практики, спрощення доступу акціонерних товариств до ринку капіталу, впровадження ефективних механізмів захисту дій інвесторів. Доречно зауважити, що реформа досі не закінчена: багато неактивних емітентів все ще не адаптували свою діяльність у відповідність до вимог чинного законодавства. Державний регулятивний орган НКЦПФР значно активізувався для вирішення цієї проблеми: у 2013 році зупинено обіг близько 6000 випусків акцій. Однак, наразі лише 8000 компаній з 25000 зареєстрованих в Україні серйозно підійшли до впровадження реформи та повністю адаптували свою діяльність у відповідність до вимог Закону. На жаль, навіть після складного переходу до загальноприйнятих корпоративних стандартів, суб’єкти господарювання так і не отримали можливості активно залучати фінансові ресурси на національному ринку цінних паперів.

Спостерігалося також і зростання обсягів торгів на вітчизняному ринку корпоративних цінних паперів, яке спричинене в першу чергу започаткуванням технології інтернет-трейдингу Українською біржею в 2009 р. Окрім того, на початку 2011 р. НКЦПФР ввела додаткові можливості щодо подання інформації професійними учасниками фондового ринку – електронний

документ із електронним цифровим підписом. Таке нововведення дало змогу суттєво збільшити участь фізичних осіб в торгівлі на ринку цінних паперів.

Посткризовий період, що розпочався в 2011 р. та триває по сьогодні характеризується певною невизначеністю державної регуляторної політики ринку цінних паперів. Неоднозначною є ініціатива Державної фіскальної служби, яка стосується введення в дію особливого податку на відчуження цінних паперів (акцизного збору) на операції з цінними паперами. Так, операції з купівлі-продажу цінних паперів поза фондовою біржею, що не перебувають у біржовому реєстрі підлягають оподаткуванню за ставкою 1,5% від суми операції, а позабіржової угоди, однак на цінні папери, які є у біржовому реєстрі – 0,1%. Водночас до біржових контрактів визначена нульова ставка [147]. Позитивним ефектом даної податкової реформи є зниження операцій з «сміттєвими» цінними паперами та збільшення частки саме біржового обігу: в 2013 р. обсяг позабіржової торгівлі скоротився на 46%: з 2,27 трлн. грн. у 2012 р. до 1,22 трлн. грн. в 2013 р. [79]. В результаті частка біржового ринку зросла за рік з 10% до 28%. Водночас учасники ринку активно висловлюються за скасування такої податкової реформи, оскільки вважають, що вона впливає на зменшення інвестиційної привабливості, виходу з ринку частини професійних торговців та замороження активів деяких інвестиційних фондів.

Важливою реформою є якісні зміни в інфраструктурі ринку цінних паперів. Так, в 2012 році прийняттям Закону України «Про депозитарну систему» [153] було розпочато депозитарну реформу, якою передбачається зміна існуючої моделі Національної депозитарної системи України (НДСУ). Головною метою цього закону є запровадження чітких і зрозумілих механізмів для розрахунків за договорами щодо цінних паперів, ліквідація правових недоліків в царині прав власності, забезпечення об’єднання усіх гравців на ринку цінних паперів, виключення можливості ініціації корпоративних конфліктів та ін. Одними із найбільш суттєвих переваг інформаційної реформи на ринку цінних паперів є удосконалення механізмів збору даних та перехід на електронний формат звітності. Інформаційна реформа дає можливість уникати

повторення інформації та значно спрощує саму процедуру інформаційного обміну.

Впродовж 2010-2013 рр. спостерігаємо зростання капіталізації лістингових компаній до ВПП – коефіцієнта капіталізації ринку. Саме даний показник більшість науковців вважають визначальним в відображенні ринку загалом, оскільки він оцінює сукупну ефективність ринку, його конкурентоспроможність щодо зовнішніх ринків. Проаналізувавши коефіцієнт капіталізації вітчизняного ринку цінних паперів з іншими країнами світу (рис.2.8), можна дійти висновку, що вітчизняний ринок в докризовий період перевищував відповідні показники таких країн, як Німеччина, Польща, Румунія. Глобальна фінансова криза завдала болючого удару по вітчизняній економіці, що зумовило зниження коефіцієнту капіталізації до 9%, який в 2013 р. відновився до 23,73%. Зауважимо, що падіння на вітчизняному ринку цінних паперів було найбільшим із всіх проаналізованих держав, що свідчить про високу залежність внутрішнього ринку від зовнішніх чинників, низьку фінансову стабільність економічної системи, підвищену волатильність ринку акцій, високою залежністю від комерційних банків як основних інвесторів.

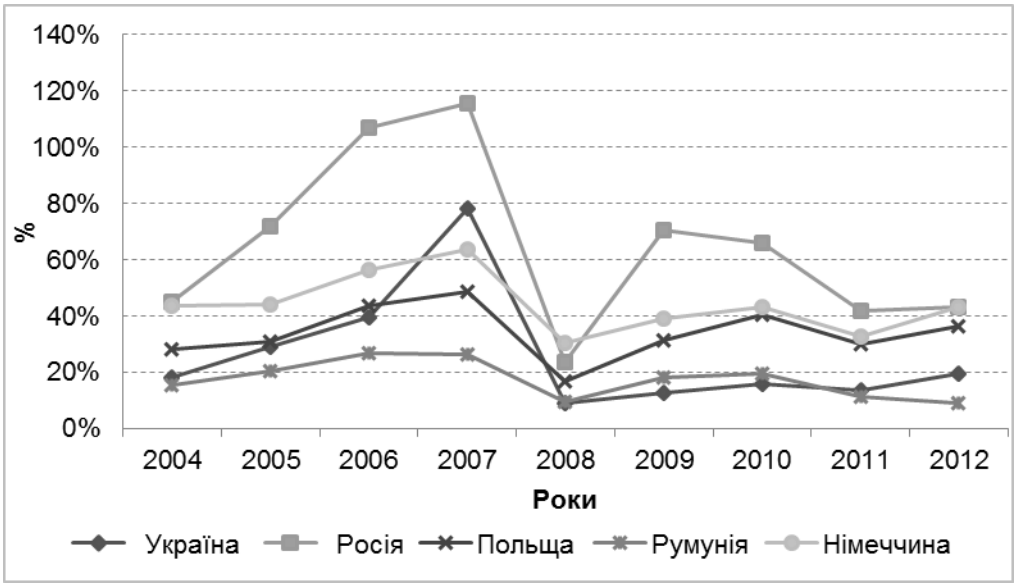


Рис. 2.8. **Співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП в окремих державах в 2004-2012 рр.***

**Джерело: побудовано автором на основі [79, 134]*

Зауважимо, що існує низка причин, які впливають на необ'єктивність показників капіталізації ринку, а саме:

- зростання частки приватних акціонерних товариств;
- збільшення позабіржових угод;
- мала кількість торгів пайовими цінними паперами;
- мала частка компаній-емітентів, акції яких включені в лістинг на фондових біржах.

Малу капіталізацію вітчизняних компаній засвідчує також низький коефіцієнт співвідношення ринкової капіталізації компанії до її чистого прибутку (менше 1). Як вважає Н. Е. Дєєва, «така ситуація робить вітчизняні компанії легкими об'єктами для поглинання, обмежує їх конкурентний потенціал, стримує приплив прямих іноземних інвестицій, призводить до невиправданої відсоткової політики як плати за додатковий ризик» [67, с. 120].

Проаналізувавши загальні обсяги емісії корпоративних цінних паперів та розміру ВВП, можна дійти висновку, що на початкових етапах тенденції розвитку ринку корпоративних цінних паперів визначала перш за все макроекономічна ситуація в державі. Так, динамічне зростання національної економіки впродовж 2004-2007 рр. стимулювало таке ж стрімке зростання активності на ринку корпоративних цінних паперів, а глобальна економічна криза вплинула як на загальний стан економічної системи, так і на ринок корпоративних цінних паперів, який в 2008-2009 рр. показував негативну динаміку. З початком глобальної фінансової кризи взаємозв'язки між ринком та розвитком економіки стали менш помітними. Так, номінальний ВВП у 2010 р. зріс на 4,2%, тоді як зростання індексу ПФТС становило 70%, індексу УБ – 67,9%. Проте найбільшого спаду ринок зазнав в 2010 році у зв'язку зі зниженням випусків акцій корпораціями з 101,07 млрд. грн. в 2009 р. до 40,59 млрд. грн. в 2010 р. . Частка емісії корпоративних цінних паперів в ВВП в 2010 році впала до 4,63% (12,7% в 2009 р.). В 2013 р. показник виріс до 7,10% (рис.2.9). Така негативна динаміка пояснюється як внутрішніми інституційними так і зовнішніми чинниками.

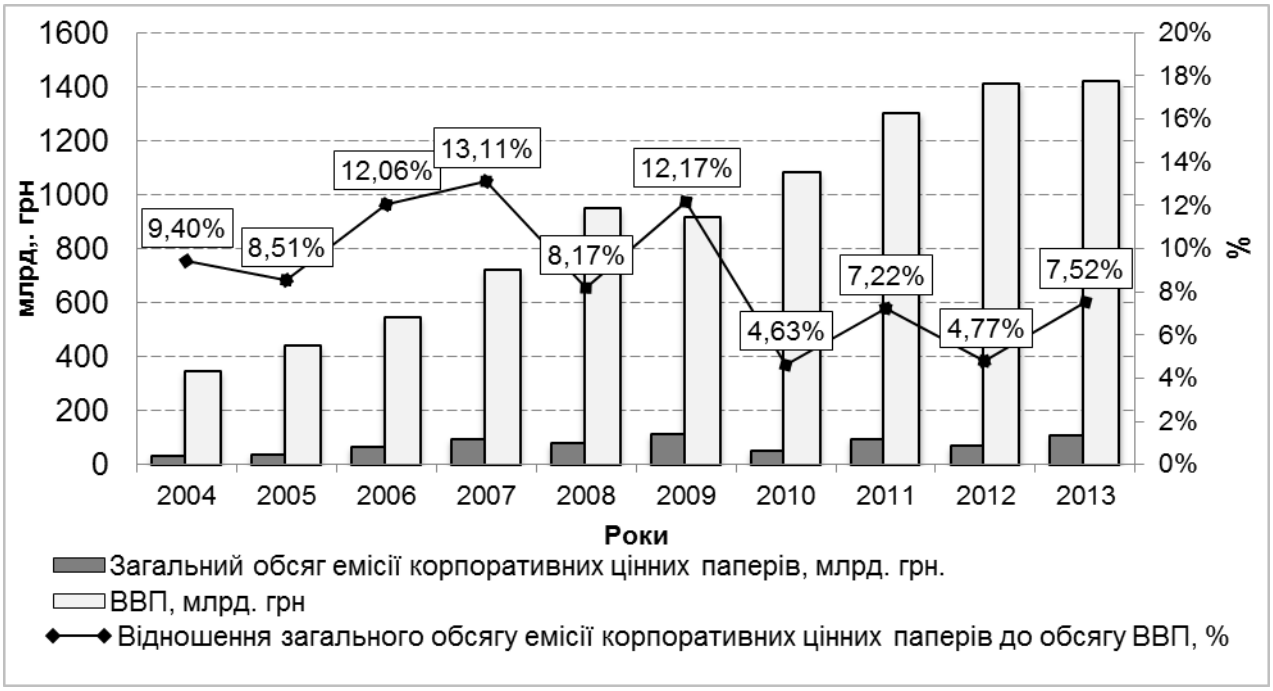


Рис. 2.9. Порівняння динаміки ринку корпоративних цінних паперів до ВВП України в 2004-2013 рр.*

**Джерело: побудовано автором на основі [79, 128]*

Незважаючи на те, що вітчизняний ринок корпоративних цінних паперів існує відносно недавно порівняно з економіками розвинених країн, поступово зростає його роль в інвестиційних процесах. Так, обсяг залучених інвестицій через інструменти ринку цінних паперів у 2013 р. збільшилися порівняно з 2012 р. на 58,71% і становив 106,70 млрд. грн, що на 21,44 млрд. грн. більше, ніж залучених коштів шляхом банківського кредитування (рис. 2.10).

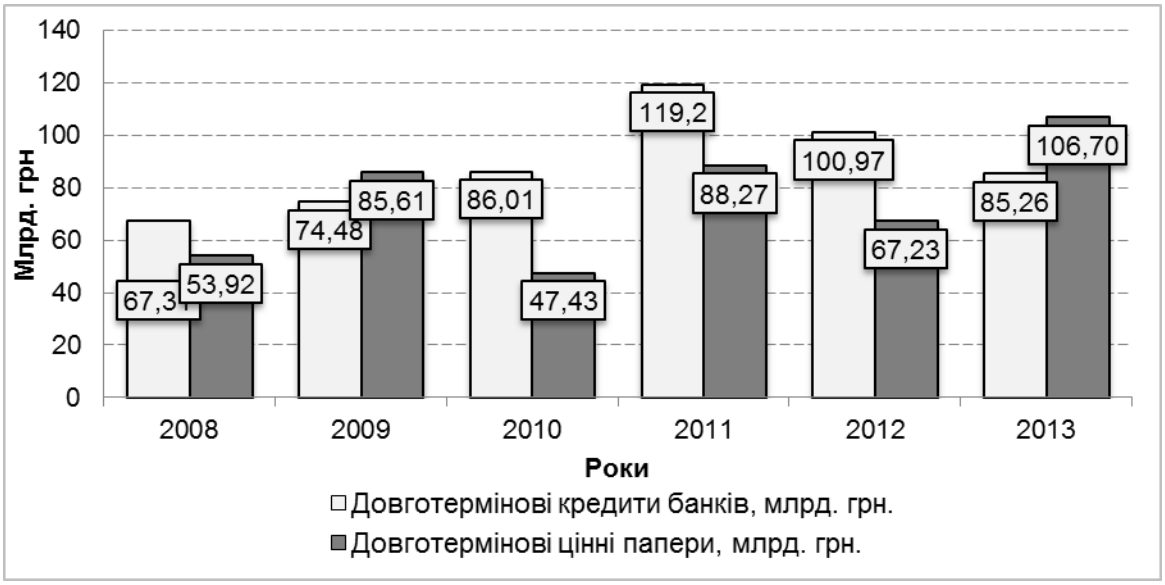


Рис. 2.10. **Залучення інвестицій в економіку України (2008-2013 рр.)***

**Джерело: побудовано автором на основі [79, 131]*

Варто підсумувати, що серед найбільших проблем, особливо в управлінській сфері, які заважають ринку корпоративних цінних паперів ефективно виконувати своє основне завдання щодо перерозподілу фінансових ресурсів в реальний сектор економіки, є:

- дублювання функцій різних регуляторів фінансового ринку;
- слабка координація дій між фінансовими регуляторами;
- відсутність узгодженої стратегії розвитку ринку корпоративних цінних паперів;
- нестабільність та недосконалість правової бази;
- проблеми в сфері корпоративного управління;
- низька інвестиційна привабливість національної економіки.

Азаренкова Г. дійшла до висновку, що негативні зовнішньоекономічні чинники нівелюють здатність створеної останніми роками моделі економічного розвитку (і моделі ринку цінних паперів в тому числі) гарантувати економічну безпеку країни, особливо в умовах різкого загострення суперечностей у світовій фінансовій системі. В умовах нестабільності соціально-економічної сфери фінансові потоки в реальний сектор зменшуються, а проблеми економічного розвитку країни загострюються [33, с. 4].

Як вже зазначалось, ринок корпоративних цінних паперів України є частиною міжнародного фінансового ринку, тому неабиякий вплив на його розвиток здійснюють глобальні тенденції, що складаються на світових ринках. Ми можемо впевнено стверджувати, що сьогодні відбуваються фундаментальні зміни, які впливають на поточний стан та будуть впливати на майбутнє становлення ефективного вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів. Спробуємо проаналізувати основні тенденції розвитку світових фінансових ринків:

1) Сучасна фінансова система, та ринки цінних паперів зокрема, перебувають під впливом глобалізаційних процесів, які мають відношення до всіх учасників економічної системи, а також стосуються взаємодії між ними. Характерними ознаками фінансової глобалізації є вільний міжнародний рух

капіталів, «розмивання» національних кордонів, зростання ролі міжнародних кредитних відносин, універсалізація фінансових інструментів та регуляторного механізму, інтернаціоналізація фондових бірж та створення світових фінансових центрів, збільшення впливу міжнародних фінансових інститутів.

Важливою ознакою глобалізації є інтернаціоналізація виробничих процесів. Спостерігається той факт, що національні ринки для підприємств-резидентів втратили своє першочергове значення: виробники орієнтуються на задоволення потреб у міжнародних, а не внутрішньодержавних масштабах. Для досягнення покладених завдань та виходу на міжнародні ринки все більшого значення набувають масштаби компанії, що стимулює формування транснаціональних компаній. Так, за даними дослідження, проведеного аудиторською компанією PWC, середня ринкова капіталізація компаній зі списку ста найбільших в світі за розміром капіталізації зросла з 84 млрд. дол. США в 2009 році до 150 млрд. дол. США в 2014 році (станом на 31.03.2014 р.) (рис. 2.11) [17].

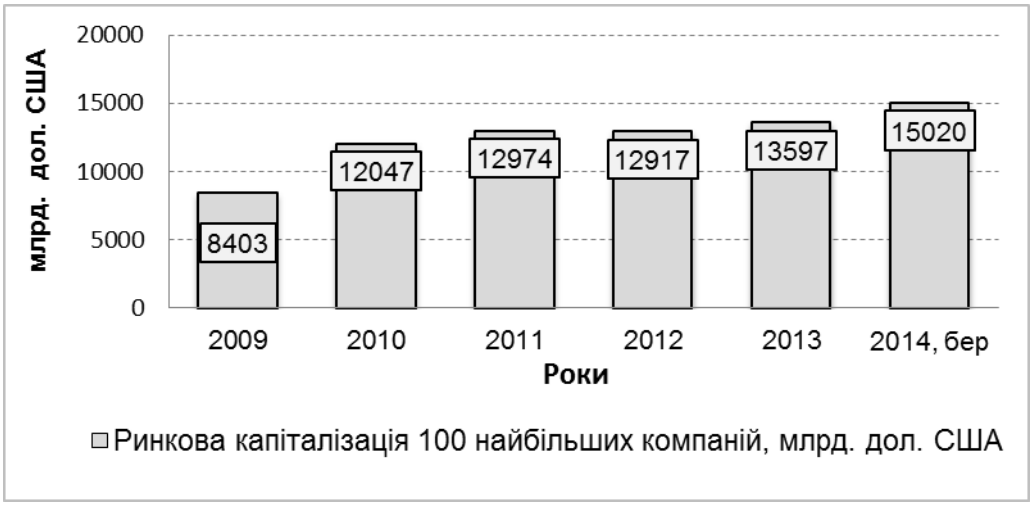


Рис. 2.11. **Загальна ринкова капіталізація 100 найбільших компаній, млрд. дол. США** *[17]*

В науковій праці [118] простежується думка, що глобалізація світових фінансових ринків спричиняє послаблення зв’язків з реальним сектором економіки та зумовлює втрату контролю держави та міжнародних організацій над діяльністю компаній. Тому розвиток фінансової глобалізації неконтрольованим чином реально загрожує економічній стабільності як на

державному, так і міжнародному рівні, що зумовлює доцільність особливого контролю урядами країн світу. Зауважимо, що слабка система державного регулювання фінансових ринків в країнах, що формуються стала однією з основних причин глобальної фінансової кризи 2008 р., тому важливе місце займає саме якість та ефективність державного управління.

Карпінський Б. А. стверджує, що «глобалізація різко загострює проблемні виклики сучасності, об'єктивно впливаючи на економічну безпеку держав та їхні національні фінансові системи. Якщо раніше осередки розвитку виникали в різних частинах світу і часто про їхнє існування іншим практично не було нічого відомо, а їхнє зникнення за кризових явищ не було вісником для аналогічної кризи інших економічних систем то за глобалізаційних процесів все відбувається за дещо іншим сценарієм. Розвиток є загальним, а тому і економічні катаклізми є також спільними, що впливатиме як на національну фінансову систему, так і на економічну безпеку кожної з держав. Настає період, коли можливо розглядати валовий внутрішній продукт (ВВП) не окремих територій, а ВВП глобальної економічної системи, оскільки вони стають тісно пов'язаними між собою» [87, с.152]

Зважаючи на багатогранний характер глобалізаційних процесів, вважаємо за доцільне виокремити позитивні та негативні наслідки впливу на розвиток економічної системи (табл. 2.2.)

Таблиця 2.2

Позитивні та негативні наслідки впливу фінансової глобалізації для України*

Позитивні	Негативні
Підвищення ефективності національних фінансових ринків за рахунок інтеграції у світовий фінансовий ринок	Загроза виникнення та швидкого поширення фінансових криз із однієї економіки в іншу
Зниження інфляційного тиску, здешевлення ресурсів під впливом міжнародної конкуренції	Зростання нестабільності національних фінансових ринків
Висока мобільність капіталу, його значні обсяги, вигідна ціна й висока ліквідність	Вплив зовнішніх факторів на здійснення національної грошово-кредитної політики

Багатофункціональність фінансових ринків	Висока мобільність капіталу, його значні обсяги, вигідна ціна й висока ліквідність
Спрощення процедури здійснення фінансових операцій за рахунок комп'ютеризації та інформатизації	Значні збитки від міграції фінансових ресурсів
Зростання якості банківських послуг, технологій та рівня кваліфікації персоналу	Стихійний рух спекулятивного капіталу, певна відособленість фінансового капіталу від реальної економіки
	Обмежений доступ країн, що розвиваються, до ресурсів на світовому

**Джерело: систематизовано і доповнено автором на основі [57]*

2) Однією з найяскравіших ознак глобалізаційних процесів в економіці є фінансова глибина, під якої розуміємо відношення суми грошей та квазігрошей до ВВП. За своєю суттю вона є синонімом капіталізації економіки та відображає пряме відношення між насиченістю економіки фінансовими ресурсами та розміром ВВП. Чим більша фінансова глибина економіки – тим більша потреба у фінансових ринках, які б забезпечувати перерозподіл тимчасово вільних фінансових ресурсів. Після глобальної фінансової кризи 2008 р. простежується зниження темпів зростання глобальної фінансової глибини, проте сумарна вартість фінансових активів вже перейшла своє докризове значення.

Фінансовий підрозділ консалтингової компанії McKinsey & Company здійснив ґрунтовний аналіз показників фінансової глибини 183 країн, в тому числі України (рис. 1.8). Як показало дослідження, фінансова глибина активно зростала в період з 1995 р. до 2007 р., досягнувши своєї максимальної позначки – 355%, після чого почала спадати, знизившись у 2012 р. до 312%. Натомість вартість глобальних фінансових активів у 2012 р. була найвищою – 225 трлн. дол. США до 206 трлн. дол. США у 2007 р. Можна констатувати, що темпи зростання глобальних фінансових активів знизились: в період 1990-2000 рр. середньорічні темпи зростання становили 7,8%, 2000-2007 рр. – 8,1%, 2007-2012 рр. – 1,9%. При цьому в розрізі фінансових інструментів впродовж останніх п'яти років на 9,1% зросла загальна вартість корпоративних облігацій, державних облігацій – на 9,2%, облігацій фінансових установ – на 1,5%, банківських кредитів – на 4,1%. В 2012 р. глобальна капіталізація акцій, що

розміщені на фондових біржах знизилась на 5,5% порівняно з 2007 р. На підставі отриманих даних можна дійти висновку, що станом на 2012 р. частка ринку корпоративних цінних паперів в загальній структурі фінансових активів становила 27%, що свідчить про його важливе місце в фінансовій системі держави.

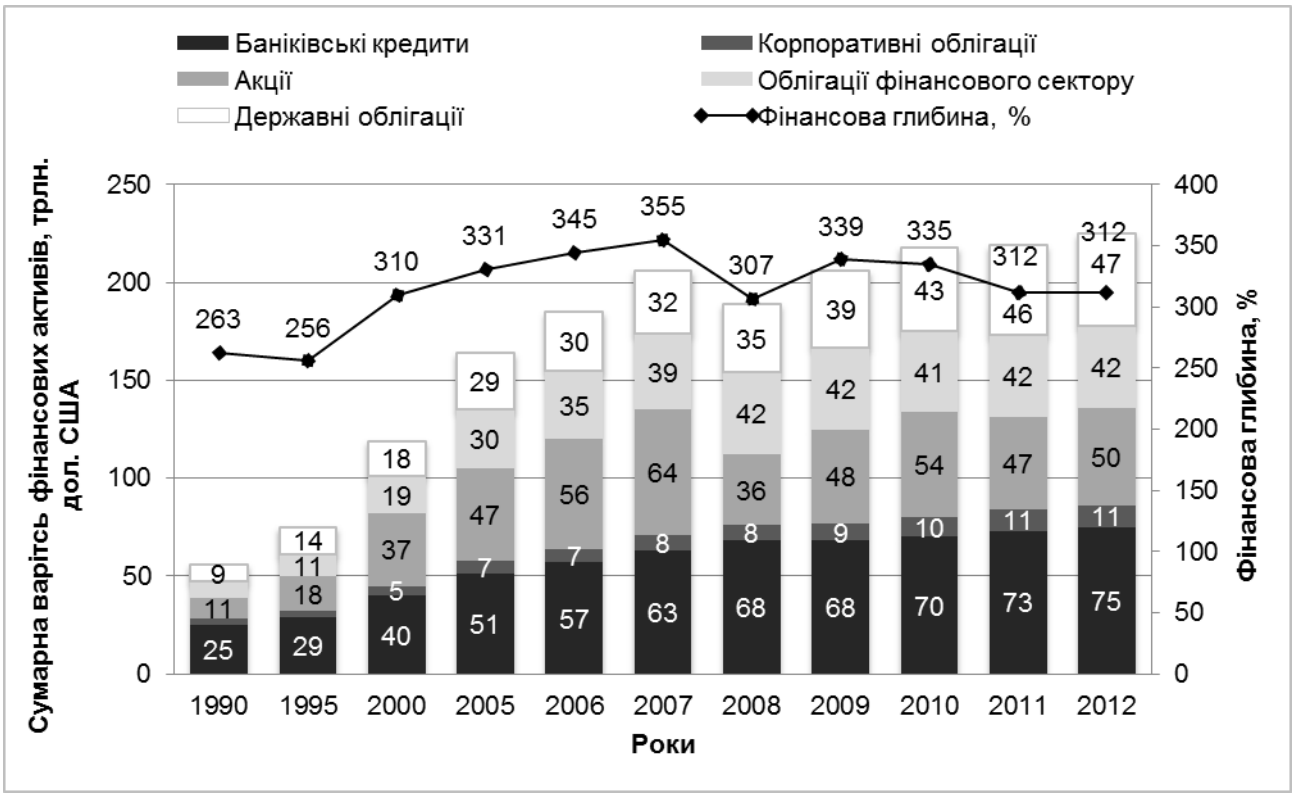


Рис. 1.8. **Динаміка глобальних фінансах активів та фінансової глибини, 1990-2012 рр. ***

**Джерело: побудовано автором на основі [15, с. 2]*

3) Впродовж останніх 15-ти років спостерігається активний розвиток ринку деривативів, який впливає як позитивно, так і негативно на фінансову безпеку світової економічної системи. Станом на сьогодні світовий ринок деривативів розвивається в двох формах: біржовій (близько 10% всього світового торгового обороту) і позабіржовій (близько 90% обсягу світової торгівлі). Згідно з даними Банку міжнародних розрахунків (Bank for international sattlements), обсяг світового ринку деривативів станом на кінець 2013 р. становить 710 трлн. дол. США, що в 44 рази більше розміру світового ВВП (74,8 трлн. дол. в 2013 р) [28]. Ці дані дають змогу дійти висновку, що

ринок деривативів є віртуальним ринком, який розвивається віддалено від реальної економіки та згідно власних законів.

Зауважимо, що більшість науковців та аналітиків вважають причиною останньої глобальної фінансової кризи 2008 р. саме надмірний розвиток ринку деривативів, а також розширення його позабіржового сегменту. Справді, швидкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів спричинив формування значних обсягів віртуального капіталу, які стали мультиплікатором кризових процесів в глобальній економічній системі. Додаткового підсилення негативним економічним явищам завдало також і збільшення хеджування операцій з цінними паперами з допомогою похідних фінансових інструментів, що спричинило збільшення обсягів спекулятивних зобов'язань [139].

4) Сек'юритизація, як фінансовий механізм страхування ризиків за цінними паперами в сучасних умовах набувають широкого розвитку. Сек'юритизація – це емісія компанією боргових цінних паперів, що забезпечені портфелем однорідних активів [168]. Сек'юритизація дає можливість банку або іншій фінансовій установі «обміняти» свої низько ліквідні активи на цінні папери та, відповідно, перепродати їх на фінансовому ринку. До об'єктів, які підлягають сек'юритизації належать як фінансові, так і реальні активи: кредитні портфелі, облігації, обороти за клієнтськими платежами, коррахунками, виторг від продажу товарів, цілісні майнові комплекси, підприємства та ін. На думку Маковецького М. Ю. причинами поширення сек'юритизації є, перш за все, зростання концентрації капіталу, централізація виробничих процесів, збільшення ролі великих корпорацій в економіці необхідність, підвищення ліквідності фінансових інструментів та актуальність підвищення ефективності управління фінансовими потоками [108, с. 15]. Сьогодні механізм випусків забезпечених цінних паперів набув поширення в різних державах, що позитивно впливає на розвиток ринків корпоративних цінних паперів.

Отже, на основі перелічених вище загальносвітових тенденцій формується ринок корпоративних цінних паперів. Визначення моделі ринку є нерозривним з дослідженням всіх чинників, що впливають на його розвиток.

Використовувати зарубіжну практику формування ринку можна тільки частково через численні розбіжності внутрішнього характеру, а спроби механічного копіювання досвіду розвинених країн в цій сфері можуть бути неефективними. Проте за основу все ж беруть певні моделі, які є базою в всіх країнах, проте з своїми відмінностями та особливостями.

Таким чином можна стверджувати, що прийняття рішень щодо ринку цінних паперів повинно відбуватися, перш за все, із врахуванням національних інтересів. Сучасний рівень розвитку вітчизняного ринку не може задовільнити потреби економіки України, та не дає змоги нашій державі посісти гідне місце в міжнародній фінансовій системі. Основною проблемою функціонування ринку є його низька конкурентоспроможність через відсутність прозорих операцій на ринку та нерозвинуту інфраструктуру.

2.2 Особливості функціонування ринку корпоративних облігацій в Україні

Зниження основних макроекономічних показників, що пов’язане з депресивним станом реального сектору економіки впливає на стан ринку цінних паперів. Очевидно, що в таких умовах зростає частка інструментів з фіксованою дохідністю, та знижується пайових інструментів. Це зумовлює доцільність детального аналізу стану ринку облігацій підприємств, як важливого інструменту для залучення фінансових ресурсів компаніями.

Ринок корпоративних облігацій є важливою, та навіть невід’ємною складовою ринку корпоративних цінних паперів. Актуальність та важливість корпоративних облігацій зумовлена низкою переваг як для інвесторів, так і для емітентів. Так, до прикладу, інвестори значно менше ризикують, оскільки наперед знають розмір фіксованого доходу, який вони отримають, в той час як емітентам не потрібно збільшувати статутний капітал та розконцентровувати право власності, що було б необхідно при залученні додаткових фінансових ресурсів шляхом емісії акцій [122].

В післякризовий період підприємства починають використовувати ринок боргового фінансування більш інтенсивно: обсяги емісії корпоративних облігацій зростають, а рівень процентних ставок поступово знижується, в той час створюючи умови для залучення компаніями недорогого зовнішнього фінансування. Значне зростання ринків позикового капіталу вказує на структурні зміни у сфері корпоративного фінансування в світі. На фоні потужного удару фінансової кризи на банківську систему багатьох країн зростає кількість нормативних вимог до комерційних банків, що зумовлює скорочення частки банківського кредитування підприємств [181, с. 224]

В Україні за оцінками асоціації «Українські фондові торговці» частка корпоративних облігацій в загальній структурі боргового фінансування суб'єктів господарювання станом на 2011 р. становила 20,5%, тоді як в середньосвітове значення коливалося в межах 63%, а в групі країн, що розвиваються, до яких відноситься Україна – 37% [94, с. 8]. Можна стверджувати, що в Україні існує значний потенціал для розвитку ринку корпоративних облігацій.

Корпоративні облігації забезпечують ефективне джерело довготермінового фінансування, яке підвищує стабільність фінансових ринків. Особливо в умовах глобалізації та перетікання значних фінансових потоків в економіки країн Азії, Африки та Латинської Америки, які мають більше перспектив для швидкого економічного зростання, саме ефективність розвитку альтернативних фінансових ринків, доступність та максимальне спрощення законодавчої бази дозволить державам залучити фінансові ресурси на внутрішні ринки. Дефіцит фінансових ресурсів посилює конкуренцію на ринках капіталу, що зумовлює необхідність ефективного управління капіталом як в державному, так і приватному сегментах економічної системи.

Прикладом ефективного розвитку ринку корпоративних облігацій є Південна Корея, яка після кризи 1997 р. пришвидшено здійснила реформи і швидко досягла високого рівня використання корпоративних облігацій реальним сектором економіки.

Характерною тенденцією для внутрішнього боргового ринку є зростання частки державного сегменту в структурі ринку облігацій. Якщо в 2012 р. частка держави в загальних випусках облігацій становила 56,39%, то вже в 2013 р. – 71,93% . На нашу думку зростання державного сегменту має як позитивне, так і негативне значення для розвитку корпоративної частини ринку. З одного боку, надмірна активність уряду щодо емісії державних облігацій «переводить» ліквідність та інтерес національних інвесторів до ринку цінних паперів з корпоративного сегменту в державний. З іншого – досвід успішного використання державою облігаційних позик впливає на погляди емітентів щодо вибору фінансових інструментів на борговому ринку на користь облігацій, забезпечує необхідний досвід роботи для фінансових посередників, розвиває інформаційне середовище тощо.

Для кращого розуміння особливостей функціонування ринку корпоративних облігацій в Україні зверенемо увагу на частку корпоративних облігацій в загальній структурі активів фінансових інститутів України. Станом на кінець 2013 р. загальний обсяг активів фінансових інститутів складав 1 537,28 млрд. грн., з них портфель цінних паперів – 14,1%, що є достатньо низьким показником. В загальному обсяг та частка цінних паперів в активах розрізі фінансових інститутів наведена в табл. 2.3.

Наведені вище дані свідчать про те, що в Україні найбільший обсяг активів серед фінансових інститутів припадає саме на банківські установи – 94%. Однак в загальному портфелі активів банків цінні папери займають всього лиш 10%, що зумовлено надмірною ризиковістю фінансових інструментів і, як наслідок, необхідністю формування резервів у зв’язку з можливим знеціненням їхньої вартості. В структурі портфелю цінних паперів банків найбільша частка припадає саме на державні цінні папери – 67,2%, тоді як на боргові цінні папери підприємств – 22,40%. Вищою є частка корпоративних облігацій в структурі цінних паперів недержавних пенсійних фондів – 56,05% та інститутів спільного інвестування – 21,02%. Зауважимо, що інститути спільного інвестування в Україні в цінні папери інвестують тільки 30% своїх активів,

Таблиця 2.3

Структура активів фінансових інститутів в Україні у 2013 році*

Види активів	Банки			НПФ			ІСІ			Страхові компанії		
	млрд. грн.	Частка в портфелі цінних паперів, %	Частка в загальних активах, %	млрд. грн.	Частка в портфелі цінних паперів, %	Частка в загальних активах, %	млрд. грн.	Частка в портфелі цінних паперів, %	Частка в загальних активах, %	млрд. грн.	Частка в портфелі цінних паперів, %	Частка в загальних активах, %
Акції	7,41	5,48	0,58	0,28	23,73	13,15	23,11	42,63	12,77	17,83	83,55	26,86
Державні цінні папери	88,09	65,18	6,89	0,23	19,49	10,80	0,16	0,3	0,09	2,36	11,06	3,55
Облігації місцевих позик	5,86	4,34	0,46	0,01	0,85	0,47	0,001	0	0,00	0,76	3,56	1,14
Облігації підприємств	33,78	25	2,64	0,66	55,93	30,99	11,39	21,01	6,29			
Векселі				-	-	-	18,98	35,01	10,49	-	-	-
Інші цінні папери				0,0001	0,01	0,00	0,57	1,05	0,32	0,39	1,83	0,59
Всього портфель цінних паперів	135,14	100	10,57	1,1801	100	55,40	54,211	100	29,96	21,34	100	32,14
Всього активів	**1278,1**	**-**	**100**	**2,13**	**-**	**100**	**180,95**	**-**	**100**	**66,39**	**-**	**100**

**Джерело: розраховано автором на основі [79, 131, 132])*

віддаючи перевагу більш надійним вкладенням у нерухомість, депозити комерційних банків, дебіторську заборгованість тощо. Однак, згідно світової практики, саме інституційні інвестори є основними покупцями на первинному ринку корпоративних облігацій. Зокрема, Р. Тьюлз вказує на те, що основними інвесторами в облігації підприємств в світі є або організації, діяльність яких не підлягає оподаткуванню (пенсійні фонди, благодійні фонди, інші фонди), або ж страхові компанії [190, с. 42].

Місце корпоративних облігацій в загальній структурі ринку цінних паперів визначається також відношенням обсягу емісії корпоративних облігацій до загального обсягу зареєстрованих випусків цінних паперів. Проаналізувавши динаміку впродовж 2004-2013 рр., можна дійти висновку, що частка корпоративних облігацій поступово зростала до 2007 р., досягнувши рівня 33,4% від загальної емісії цінних паперів, а в 2009 р. опустилась до 6,2%, після чого показувала зростання до 2012 р. – 47,7%. В 2013 році відбувся спад ринку корпоративних облігацій до 29,9%, що зумовлено як зниженням обсягів емісії корпоративних облігацій, так і зростанням випусків державою ОВДП (рис.2.12).

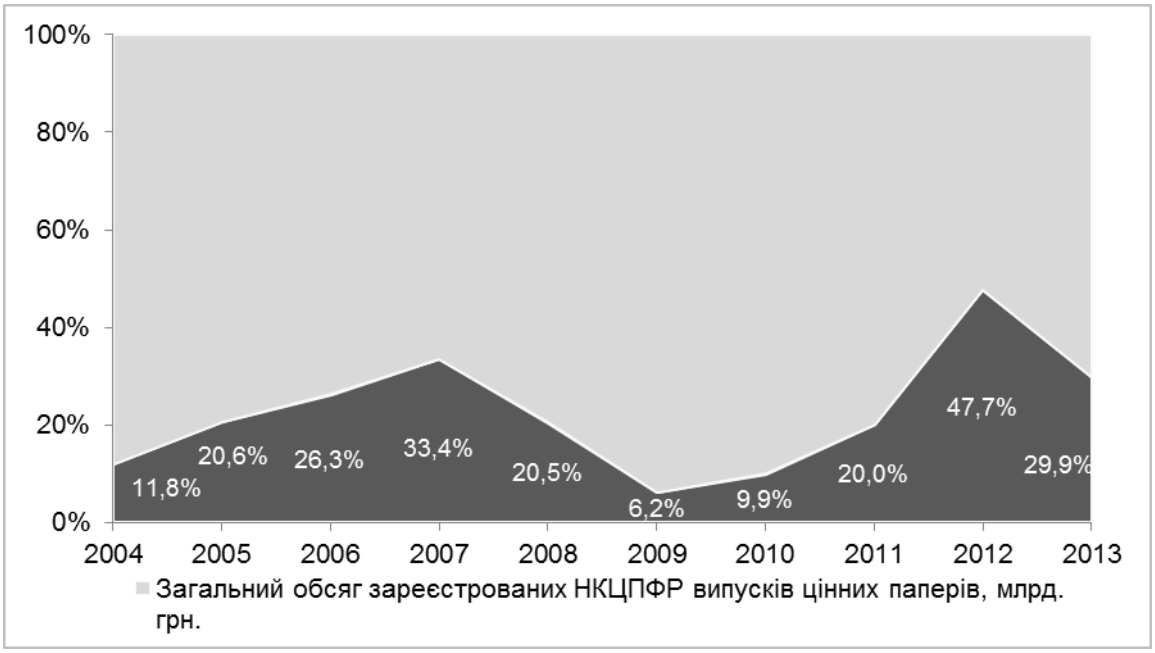


Рис. 2.12. **Частка корпоративних облігацій в загальній структурі емісії***

**Джерело: побудовано автором на основі [79]*

Однак загальна частка боргових інструментів на ринку цінних паперів неухильно зростає. Це пов'язано з тим, що умовах посилення макроекономічної нестабільності, зниження індикаторів розвитку реального сектору економіки, підвищення девальваційних очікувань та збільшення ризиків зовнішнього впливу ринок цінних паперів одним з перших починає реагувати на всі зміни, і, як наслідок, переходить до використання в більшій мірі інструментів з фіксованою дохідністю, аніж пайових, а це відбивається на структурі як первинного, так і вторинного сегментів ринку. Так, в 2009 р. частка акцій в загальній емісії на ринку цінних паперів становила 62,13%, в 2012 р. скоротилась до критично низьких 14,22%, проте вже в 2013 р. зросла до 45,22%. Частка корпоративних облігацій в загальній емісії складала 6,21% в 2009 р., вже в 2012 р. зросла до рекордних 47,70%, а в 2013 р. знизилась до 29,90%, що зумовлено зростанням ролі державних облігацій в структурі боргових інструментів.

За даними НКЦПФР, за підсумками 2013 р. було зареєстровано 304 випуски корпоративних облігацій загальною сумою 42,47 млрд. грн., що на 17,35% менше, ніж у 2012 р. (рис. 2.13).

Рис. 2.13. **Обсяг ринку корпоративних облігацій України в розрізі видів емітентів в 2004-2013 рр.***

**Джерело: побудовано автором на основі [79]*

Таке зниження вартості первинного ринку відбувалось на фоні зменшенням кількості зареєстрованих випусків. У структурі обсягу зареєстрованих НКЦПФР випусків корпоративних облігацій у 2013 р. незначна частка належала банкам: 18,93% від загального обсягу випусків облігацій [181, с. 227].

Негативною рисою ринку корпоративних облігацій України є те, що переважна більшість емітованих боргових цінних паперів розміщується в закритому режимі серед заздалегідь визначеного кола осіб. Така особливість зумовлює низьку ліквідність ринку та є перешкодою для встановлення об'єктивної вартості та дохідності облігацій, які перебувають в обігу. Політика боротьби з випуском та обігом «схемних» цінних паперів, яку розгорнула НКЦПФР в 2012-2013 рр., очевидно, дасть змогу скоротити операції з фіктивними цінними паперами. За даними Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України [126], у 2013 році із понад 20 тис. емітентів річні звіти опублікували лише 7900 емітентів, тоді як у попередньому році – 8900. Наведені вище дані свідчать про те, що в Україні з усіх зареєстрованих акціонерних товариств діє лише третина, а решта емітентів, імовірно, є фіктивними [181, с. 228].

Для повного розуміння структури ринку корпоративних облігацій варто дослідити рівень концентрації ринку, що виражається в питомій вазі випусків найбільших емітентів у структурі загальної емісії на первинному ринку. Загалом формула для розрахунку цього коефіцієнту має наступний вигляд:

$$CR = \frac{\sum_{i=1}^{n} Q_i}{Q} \cdot 100\%, \qquad (2.1)$$

де i — порядковий номер суб'єкта ринку; n — кількість суб'єктів господарювання на ринку; Qi — обсяг емісії *i*-м суб'єктом ринку; Q — загальний обсяг емісії всіма суб'єктами ринку. Залежно від значення CR вирізняють: слабо концентрований (конкурентний) ринок: CR до 30%; помірно

концентрований ринок: 30% < CR < 60%; висококонцентрований (монополізований) ринок: CR>60% [163, с. 43].

Таблиця 2.4

Обсяг та концентрація ринку корпоративних облігацій України в 2004-2013 рр.

Роки	Обсяги емісії, млрд грн	Обсяги емісії 5-ти найбільш. емітентів, млрд грн	Коефіцієнт концентрації	Частка найбільшого емітента в обсягах емісії, %
2003	4,24	2,21	52,02%	16,00%
2004	4,11	1,16	28,20%	10,00%
2005	12,75	1,94	15,21%	4,60%
2006	22,07	2,28	10,32%	3,30%
2007	44,48	2,84	6,38%	1,69%
2008	31,35	2,60	8,29%	1,92%
2009	10,11	3,30	32,62%	16,03%
2010	9,49	3,57	37,61%	10,46%
2011	35,91	10,50	29,24%	14,70%
2012	51,39	30,20	58,77%	27,24%
2013	42,47	20,16	47,47%	11,77%

**Джерело: побудовано автором на основі [79]*

Як видно з табл. 2.4 динаміка коцентрції ринку корпоративних облігацій в Україні не має чіткої тенденції. Однак необхідно відмітити, що впродовж останніх концентрація ринку в основному зростала, а це відображає негативні ознаки його розвитку. Подібні тренди можна також спостерігти стосовно частки найбільшого емітента в загальних обсягах емісії корпоративних облігацій. Варто підсумувати, що така ситуація є негативною і свідчить про нестабільність функціонування ринку.

Важливою характеристикою стану ринку корпоративних цінних паперів є середній обсяг однієї емісії. Як ми вже згадували раніше, за даними глобального інституту McKinsey, в США та європейських державах понад 80% випусків становили облігації на суму 100 млн. дол. США і більше [15]. На рис. 2.14 наведено середні обсяги випуску корпоративних облігацій в Україні за 2004-2013 рр. Характерно, що у порівнянні з 2009 р. середній обсяг емісії

підвищився більш ніж в 3 рази – до 147 млн. грн. Це свідчить про зростання ролі облігацій підприємств суб'єктами господарювання.

Рис. 2.14. **Середній обсяг випуску корпоративних облігацій в Україні в 2004-2013 рр., %***

**Джерело: побудовано автором на основі [79]*

Дослідивши первинний ринок облігацій підприємств, зокрема показники концентрації ринку, можемо дійти висновку, що ринок носить висококонцентрований характер, зосереджений в обмеженому колі емітентів, на якому емісії облігацій найбільших компаній відіграють значний вплив. Таким чином, сьогодні Україна перебуває на початковому етапі формування масового ринку корпоративних облігацій, який має стати важливим механізмом залучення коштів для середніх і великих підприємств [181, с. 229].

Після проведення детального аналізу первинного ринку корпоративних облігацій перейдемо до аналізу вторинного ринку. Активний вторинний обіг, що відображається в обсязі торгів облігаціями підприємств є визначальним чинником, що характеризує розвиток ринку та є показником зацікавлення корпоративними облігаціями суб'єктами ринку. Детальна статистика вторинного ринку корпоративних облігацій подана в табл. 2.5.

Таблиця 2.5

Обіг облігацій підприємств в Україні у 2004-2013 рр.

Рік	Обсяг біржових торгів облігаціями підприємств, млрд грн	Загальний обсяг біржових торгів цінними паперами, млрд грн	Частка ринку облігацій підприємств у загальному обсязі біржових торгів цінними паперами	Обсяг укладених торговцями цінними паперами договорів щодо облігацій підприємств (на біржовому та позабіржовому ринках), млрд грн	Співвідношення біржових торгів облігаціями підприємств та обсягу укладених торговцями цінними паперами договорів щодо облігацій підприємств
2004	4,34	9,37	46,3%	21,28	20,4%
2005	6,54	16,43	39,8%	32,62	20,0%
2006	12,13	29,05	41,8%	62,38	19,4%
2007	17,36	35,14	49,4%	134,73	12,9%
2008	16,61	37,76	44,0%	205,21	8,1%
2009	7,07	36,01	19,6%	81,13	8,7%
2010	6,71	131,29	5,1%	69,50	9,7%
2011	21,42	235,44	9,1%	103,70	20,8%
2012	26,35	263,67	10,0%	124,89	21,1%
2013	47,51	463,43	10,3%	98,87	48,05%

******Джерело: розраховано автором на основі [79])*

Як свідчать наведені вище дані, ринок цінних паперів характеризується зменшенням частки корпоративних облігацій в загальній структурі торгів. Якщо в 2008 р. їхня частка становила 44,0% в загальній структурі емісії на ринку цінних паперів, то вже в 2013 р. цей показник знизився до 10,3%. Таку тенденцію можна пояснити тим, що після великої кількості дефолтів за корпоративними облігаціями під час та після глобальної фінансової кризи 2008 р. фінансові посередники почали з більшою увагою відноситися до безпечності вибору інструментів фінансування. Саме тому зросло використання більш надійних та захищених державних облігацій, особливо комерційними банками, які використовують їх як резерви за валютними депозитами та як інструменти ліквідного забезпечення за операціями РЕПО. Окрім того банки в більшій мірі формують свої інвестиційні портфелі короткотерміновими фінансовими інструментами, тоді як корпоративні облігації в основному випускаються на термін більше 1 року.

Зауважимо, що за час існування ринку корпоративних облігацій в Україні більшість операцій з торгівлі корпоративними облігаціями здійснювались на позабіржовому ринку. Однак впродовж останніх років спостерігається динаміка

збільшення частки саме біржового обігу, що свідчить про ефективну діяльність регулятора в напрямку підвищення ролі біржових установ в фінансовій системі. Так, частка обсягу торгів на біржовому ринку в 2009 р. становила 8,71%, в 2011 р. – 20,66%, а в 2013 р. досягла рекордних 48,05%. Очевидно, що така позитивна динаміка спостерігається на фоні значного скорочення обігу на позабіржовому ринку: обсяг торгів скоротився з 98,54 млрд. грн. в 2012 р. до 51,36 млрд. грн. в 2013 р.

Про те, що сфера торгів облігаціями підприємств є доволі нерозвиненою свідчить також співставлення національних та іноземних показників фондових бірж. Зокрема можна зазначити наступні негативні явища [94]:

1) малий обсяг торгів облігаціями на вітчизняному біржовому ринку у порівнянні із середнім обсягом на світових біржах;
2) мала частка національних облігацій серед усіх, допущених до торгів;
3) низький показник обсягу торгів на 1 випуск облігацій;
4) низька загальна обігова вартість облігацій у порівнянні до обігової вартості облігацій на середньостатистичній світовій біржі .

В загальному, при виборі облігацій інвесторами використовується низка характеристик, основними з яких є рівень ліквідності, дохідність та ступінь ризику.

1) Ліквідність конкретного облігаційного випуску визначається співвідношенням обсягу пропозиції облігаційного випуску до обсягу попиту на нього, тобто поданими заявками на одній торговій сесії. Зазвичай фондові біржі формують списки цінних паперів, за якими укладена найбільша кількість угод та які можуть використовуватись для визначення рівня ліквідності відповідних цінних паперів [202, с. 103]. Варто зауважити, що існує проблема, пов’язана з дефіцитом ліквідних фінансових інструментів. Не виняток становлять і корпоративні облігації. Низька інтенсивність обігу та невелика кількість учасників не дають можливості об’єктивно визначити ринкову вартість облігацій. Це позбавляє корпоративних облігацій чи не головної своєї переваги – ліквідності. Така нестача ліквідних інструментів зумовлює скорочення

обсягів використання цінних паперів учасниками ринку, зокрема в якості ліквідної застави під час здійснення рефінансування комерційних банків, а також під час проведення Національним банком України операцій на відкритому ринку.

2) Одним з показників, який найбільш точно надає уявлення про стан економічної кон'юнктури та ринку корпоративних цінних паперів є дохідність облігацій. Аналізуючи дохідність беремо до уваги відсоткові ставки, що відображають ціну капіталу для позичальника, а також інвестиційні ризики для кредитора. Зауважимо, що поточна структура відсоткових ставок та дохідності за облігаціями визначається очікуваннями інвесторів, перевагами фінансових інструментів та готовністю інвесторів брати на себе ризики.

3) Оцінка ризиків, а саме рівня надійності облігацій пояснює той факт, чому фінансові інструменти з однаковим терміном до погашення та іншими схожими умовами випуску мають різну дохідність та ринкову вартість. Аналіз кредитних ризиків, або ризиків неплатежів, є основою при виборі інструментів для фінансування. Універсальною оцінкою надійності є кредитні рейтинги, які умовно виражають рівень платоспроможності позичальника вцілому та його боргових зобов'язань. Кредитні рейтинги присвоюються незалежними спеціалізованими рейтинговими агентствами за допомогою аналітичної методології, яка враховує весь комплекс чинників, що впливають на кредитоспроможність. Діяльність рейтингових агентств полягає у формулюванні висновків у відповідності до стандартних процедур. До уваги береться інформація стосовно кредиторів та емітентів у коротко- та довготерміновій перспективі. Серед найбільш авторитетних агентств можна назвати Moody's, Fitch і Standart & Poor's, оцінка яких останнім часом є головним показником для визначення інвестиційного ризику. На рис. 2.16 візуально зображено код (складається з літер від «Aaa» до «D»), за допомогою якого складається рейтингова оцінка. (Додаток Е).

Високі кредитні рейтинги підвищують шанси залучити фінансові ресурси по нижчій ставці. Однак сам факт наявності в компанії кредитного рейтингу

вже є позитивною ознакою, оскільки це говорить про інформаційну відвертість підприємства. В міру зростання суверенного рейтингу України в підсумку зростає і рейтинг вітчизняних позичальників. На жаль, низький суверенний рейтинг України наразі не дозволяє вітчизняним компаніям отримати кредитні рейтинги, що знаходяться на інвестиційному рівні.

Наявність кредитних рейтингів є невід'ємною складовою функціонування цивілізованого фондового ринку, тому останнім часом в Україні спостерігається активізація діяльності стосовно запровадження системи рейтингів на вітчизняних ринках. Зокрема у 2004 році кабінетом міністрів у «Концепції створення системи рейтингової оцінки регіонів, галузей національної економіки» [158] шкалу кредитних рейтингів для вітчизняних компаній. Дана шкала охоплює широкий спектр кредитних рейтингів (від кредитних рейтингів емітента, до кредитних рейтингів боргових інструментів), і є побудована в у відповідності до міжнародних принципів визначення рейтингу. Єдиною відмінністю цієї шкали є те, що вона дає можливість оцінити емітента незалежно від суверенного ризику України.

Отже, ринок корпоративних облігацій повинен забезпечувати необхідний ресурсний потенціал економіки країни, особливо для підтримки реального сектора економіки, який становить основу економічного розвитку. В Україні склалися достатньо позитивні умови для подальшого розвитку ринку корпоративних облігацій. Хоча й комерційні банки є основними інвесторами на ринку, значний інвестиційний потенціал в майбутньому повинні набути інституційні інвестори та населення.

Дослідження дало змогу з'ясувати, що характерним недоліком ринку корпоративних облігацій України є його олігополістичний характер, що призводить до суттєвої концентрації ризиків і може викликати обвал ринку в разі дефолту провідних емітентів. Основними кроками з активізації розвитку ринку корпоративних облігацій можна вважати: створення рейтингових агентств, розвиток внутрішніх інституціональних інвесторів, удосконалення чинного нормативно–правового забезпечення, розвиток державного сектору

облігацій, розвиток корпоративного управління, забезпечення прозорості емітентів корпоративних облігацій [181, с. 231].

Серед безлічі чинників, які перешкоджають більш динамічному розвитку ринку облігацій підприємств можна виділити такі:

1) слаборозвиненість інституціональних інвесторів (недержавних пенсійних фондів, пайових інвестиційних фондів тощо);

2) все ще низький рівень прозорості та інформативності ринку цінних паперів, недостатня кількість справді публічних компаній;

3) недорозвиненість кредитних рейтингів як методу оцінки кредитоспроможності позичальників;

4) складна процедура реєстрації облігацій підприємств;

5) високий рівень корупції, який відлякує як внутрішнього, так і зовнішнього інвестора;

6) повна відсутність державного стимулювання внутрішнього інвестування;

7) важка макроекономічна ситуація в державі, що зумовлює зниження кредитних рейтингів держави та корпоративного сектору.

В результаті проведення даного дослідження, можна виділити декілька основних тенденцій розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні, на які впливають умови функціонування фінансової та економічної системи [181, с. 230-231]:

1) ринок корпоративних облігацій повернувся до докризового рівня, проте не завдяки масовій емісії облігацій, а через збільшення рівня концентрації ринку найбільшими емітентами, в основному державними підприємствами та компаніями-монополістами, що, в свою чергу, підтверджує наявність олігополії в значній кількості галузей економіки України;

2) пожвавлення на ринку облігацій підприємств спостерігається на фоні скорочення банківського кредитування реального сектору економіки. Суб’єкти господарювання поступово починають використовувати облігаційні позики як ефективний інструмент залучення фінансових ресурсів;

3) незважаючи на активне зростання, ринку корпоративних облігацій характерні риси молодого і нерозвиненого ринку: низькі обсяги ринку (близько 2,8% від ВВП у 2013 р.), вузьке коло інвесторів, низька ліквідність (обсяг торгів на вторинному ринку в 2012 р. практично тотожний з обсягом емісії);

4) інфраструктура ринку корпоративних облігацій, як і в більшості країн Західної Європи, Японії та США в основному була зосереджена на позабіржовому секторі (частка обсягу торгів облігаціями підприємств на біржовому ринку в 2012 р. становила 21,10%). Проте є позитивні тенденції до зростання в 2013 р. частки біржових торгів – до 48,05%.

5) на ринок почали виходити емітенти з різних галузей економічної діяльності, що мають специфічні особливості прибутковості, структури позики та обігу облігацій. Водночас негативний вплив на ринок має нерозвиненість ринку інституціональних інвесторів (інвестиційні компанії, пенсійні, страхові фонди). Наприклад, успішна реалізація пенсійної реформи могла б підвищити попит на корпоративні облігації як джерело фінансування акумульованих в населення фінансових ресурсів.

2.3 Ринок акцій та вихід українських компаній на міжнародні ринки капіталу

В умовах нестабільної економічної кон’юнктури зростає попит суб’єктів господарювання на довготермінові фінансові ресурси. Фінансування потреб економічних суб’єктів шляхом випусків пайових цінних паперів, зокрема акцій – альтернативний облігаційним випускам та банківському кредитуванню спосіб залучення необхідних ресурсів. Враховуючи значний прогрес вітчизняних та зарубніх науковців у дослідженні ринку акцій, пайових цінних паперів, акціонерного капіталу низка питань, все ж, є недостатньо вивченими й потребують подальшого наукового дослідження, особливо в умовах стратегії європейської інтеграції України та динамічного розвитку світових фінансових ринків.

Публічний фондовий ринок – сфера функціонування компанії, де будь-яка невдача може привести до повного краху. Однак, у разі успішного публічного розміщення акцій на фондовій біржі, підприємству вдасться залучити необхідні фінансові ресурси та, за необхідності, реалізувати масштабні інвестиційні проекти. А в довготерміновій перспективі, завдяки позитивній публічній історії та прозорим методам ведення господарської діяльності, дасть змогу зменшити вартість залучення боргового фінансування та вийти на вищий рівень розвитку.

На жаль, ринок акцій України на сучасному етапі реально не відіграє функції ефективного механізму залучення капіталу для суб'єктів господарювання. Він характеризується низькою ліквідністю, значною часткою спекулятивних операцій, високою волатильністю, низьким рівнем капіталізації лістингових компаній тощо. Протягом останніх років значно скоротилася частка торгів акціями в загальній структурі ринку, а саме знизилась з 44,11% в 2009 р. до 10,20% в 2013р. (рис. 2.15), практично відсутня емісія акцій новими компаніями, через випуск акцій впродовж 2010-2013 рр. була залучена сума, що не перевищує 5% від ВВП.

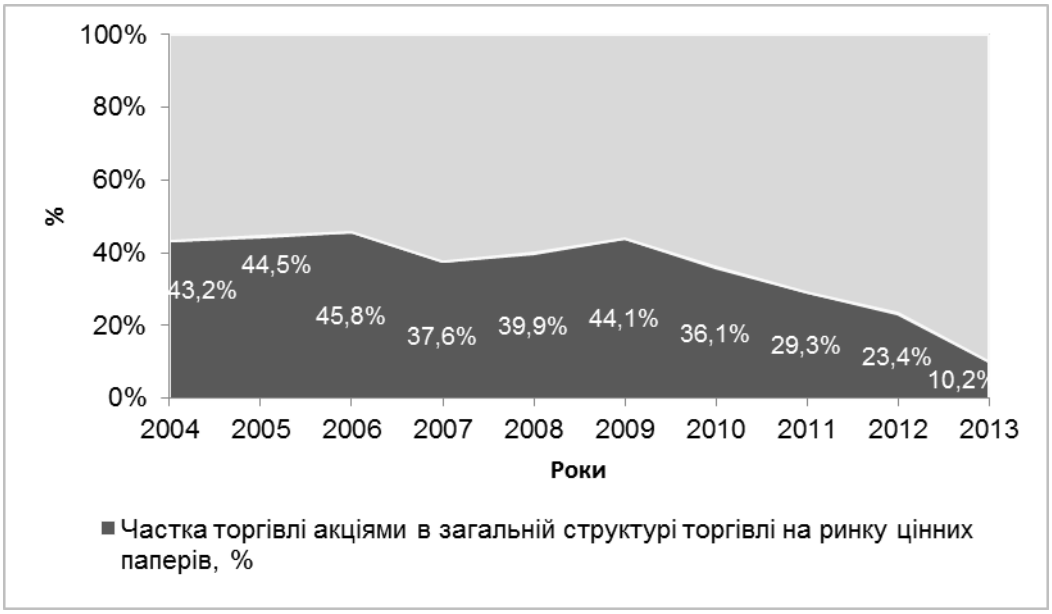


Рис. 2.15. **Частка торгів акціями в загальній структурі торгів на ринку цінних паперів впродовж 2004-2013 рр.***

**Джерело: побудовано автором на основі [79]*

Одним з основних показників, який визначає рівень розвитку ринку цінних паперів, і ринку акцій, зокрема, є ринкова капіталізація, яка розраховується співвідношенням загальної вартості лістингових компаній до ВВП. В Україні пік ринкової капіталізації припав на 2007 р. – 78%, однак вже в 2008 р. відбувся стрімкий спад до 14%, що свідчить про значний вплив глобальної світової кризи на ринок цінних паперів. Сьогодні спостерігається незначна тенденція до зростання рівня капіталізації – до 21% в 2013 р. (рис.2.16). Варто зауважити, що збільшення даного показника є наслідком зростання загальної вартості лістингових акцій, яке зумовлене екстенсивним зростанням біржових реєстрів. Такі дії регулятора не призводять до еквівалентного зростання кола привабливих інструментів та до збільшення ліквідності ринку.

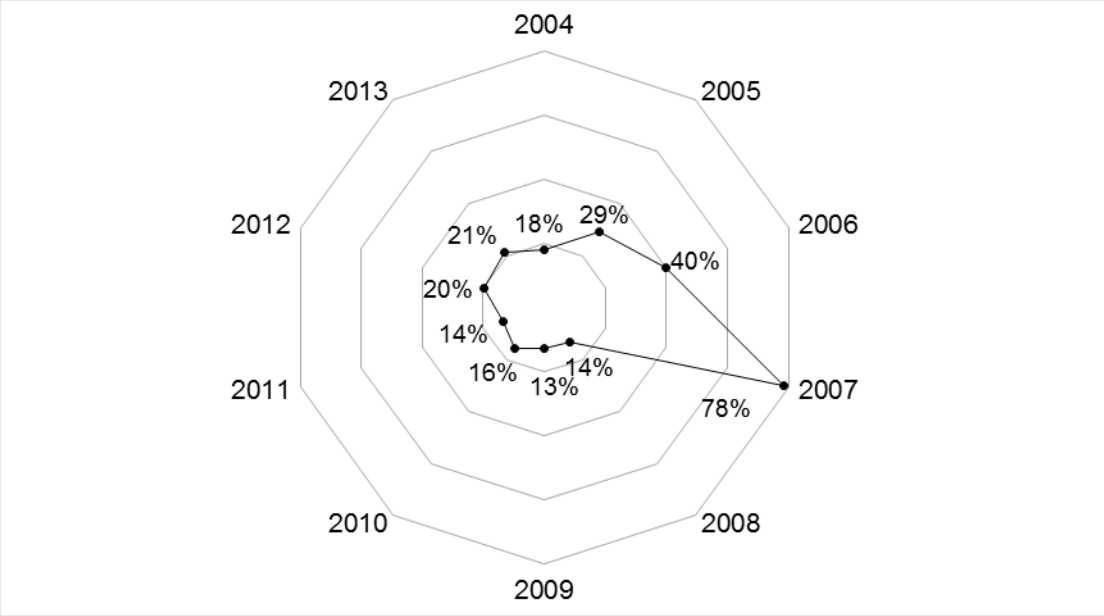


Рис. 2.16. **Співвідношення між обсягом ВВП України та капіталізацією лістингових акцій впродовж 2004-2013 р.***

**Джерело: побудовано автором на основі [79, 134]*

Зниження зацікавленості акціями внутрішніх інвесторів як інструментом інвестування та емітентів як ефективного механізму залучення додаткових фінансових ресурсів експерти пов’язують з наступним [166, с. 58]:

1) надмірна концентрація у сфері торгів лише одним видом акцій, і відповідно недостатня кількість інших інструментів з хорошими інвестиційними характеристиками;

2) відсутність чіткого податкового контролю, що призводить до надмірного використання фіктивних інструментів;

3) мала кількість лістингових акцій;

4) неможливість визначити адекватну ціну через низький рівень урегульованості ринку;

5) використання інсайдерської інформації, що призводить до високого рівня маніпулювання цінами;

6) низький рівень корпоративного управління не лише у вітчизняних компаніях, але і у компаніях з іноземним капіталом.

У зв’язку з наведеними вище ознаками, інвестори не зацікавлені вкладати значні фінансові ресурси в акції компаній на вітчизняному ринку цінних паперів, тому емітенти вимушені виходити на міжнародні ринки капіталу. Іноземні інвестиції та банківське кредитування є сьогодні чи не єдиними істотними джерелами залучення капіталу для вітчизняних підприємств. Водночас, суб’єкти господарювання для фінансування своєї господарської діяльності, поки що не часто користуються ресурсами міжнародних ринків первинних розміщень.

Актуальним є питання регулювання розміщення вітчизняною компанією своїх акцій на іноземній біржі, адже в Україні відносини у сфері фондових бірж та обігу цінних паперів почали зароджуватись відносно недавно. Одним із найбільш ефективних варіантів залучення фінансових ресурсів через пропозицію акцій великій кількості потенційних інвесторів на біржовому ринку, є IPO. Під IPO (від англ. Initial Public Offering – первинна публічна пропозиція) розуміється процедура, коли підприємство вперше розміщує власні цінні папери [140].

Варто виділити два теоретично можливі способи реалізації IPO:

1) безпосереднє публічне розміщення акцій емітента на іноземній фондовій біржі;

2) публічне розміщення акцій іноземної холдингової компанії [102].

Безпосереднє розміщення цінних паперів емітентів на іноземному фондовому ринку реалізується шляхом налагодження кореспондентських відносин між центральним депозитарієм в країні де знаходиться емітент та міжнародними депозитарними центрами (Euroclear, Cedel), або ж між центральними депозитаріями двох держав. «Встановлення таких кореспондентських відносин визначається правовими умовами і відповідає європейському шляху обігу цінних паперів за межами держави. Окрім того, емітент цінних паперів повинен отримати ліцензію Національного банку України, дозвіл НКЦПФР в якості умови для допуску акцій вітичзняних емітентів до обігу за межами України» [154].

Згідно нового рішення НЦКПФР «Про порядок надання дозволу на розміщення та/або обіг цінних паперів українських емітентів за межами України» від 17 липня 2013 р, яке суттєво полегшило процедури виходу на міжнародні ринки капіталу, отримання вказаного дозволу регулятора можливе за умови дотримання таких вимог:

1) проведення реєстрації випуску цінних паперів;
2) допущення такого самого виду цінних паперів відповідного емітента до біржових торгів на одній з фондових бірж України;
3) кількість акцій, щодо яких планується здійснення розміщення та обігу за межами України, не перевищує 75% від загальної кількості акцій відповідного випуску [156].

Однак, в Україні досі не здійснено жодного прямого виходу вітчизняних емітентів на IPO на іноземних фондових біржах. Доцільно зауважити, що законодавство про акціонерні товариства та цінні папери не передбачає можливості безпосереднього публічного розміщення акцій компанії та механізму її реалізації. Опосередковані схеми публічного озміщення як правило здійснюються через посередницькі корпоративні структури, спеціально для цього створені, або через банківські установи. Однією з важливих ознак таких схем є те, що інвестори мають обмежене право вимоги до посередника, який однак з юридичної точки зору виступає емітентом цінних паперів. Водночас,

реальну відповідальність за виплату за акціями несе безпосередньо компанія-позичальник. Для реалізації наведеної структури доцільно, щоб акціонери компанії (групи компаній), яка бажає вийти на IPO, заснували іноземну компанію, яка б стала власником 100% акцій компанії (групи компаній). Тобто акціонери будуть володіти компанією (групою компаній) через Компанію проекту, яка буде безпосередньо розміщувати свої акції на іноземній біржі. Одразу скасовуються всі проблемні питання, які виникли б у випадку безпосереднього розміщення компанією акцій на іноземній біржі. Варто зауважити, що наведений спосіб є найпоширенішим у випадку розміщення акцій емітентів приватної власності, хоча і потребує витрат часу для побудови нової структури. Єдина вимога згідно із законодавством України – отримання резидентом-фізичною особою, яка буде засновником Компанії проекту, індивідуальної ліцензії НБУ на здійснення разової валютної операції. Але, як показує практика, отримання такої ліцензії не викликає жодних проблем [80].

Процес здійснення публічного розміщення акцій дає змогу компанії вийти на новий рівень своєї діяльності, в тому сенсі що зобов’язаня щодо своєчасного розкриття інформації, фінансової звітності робить компанію більш публічно відкритою, і позитивно вливає не тільки на вартість акцій, але і на управлінські та виробничі процеси компанії.

Загалом, IPO на міжнародних фондових майданчиках – задоволення не з дешевих. Середні витрати на проведення первинної емісії становлять 5-7% надходження від емісії. Витрати на IPO включають судові та адміністраційні оплати, пов’язані з процедурою допуску акцій до котирування на біржовому ринку, біржовий збір та оплати депозитно-розрахункової палати. Розмір оплат визначається нормативними актами і залежить, передусім, від величини компанії. Протягом останніх років розмір оплат поступово зменшується.

Ще однією групою витрат є винагорода консультантів. Вартість консультації залежить від обсягу розміщення акцій та способу їх розміщення. Це, наприклад, ціна за опрацювання проспекту емісії та інформаційного

бюлетеня, а також витрати на послуги правничих канцелярій та аудиторських фірм, фірм зі сфери investor relations і public relations.

Розмір витрат на просування та рекламу розміщення акцій встановлюється безпосередньо самою компанією. Це залежить від цілей публічного розміщення. Частина фірм використовує IPO не лише для залучення капіталу, але також для проведення іміджевої реклами. У цьому випадку доцільно врахувати ще витрати на рекламну кампанію, наприклад, на оголошення в газетах чи на телебаченні [197]. В додатку Є наведено структуру прямих витрат, пов'язаних з розміщенням акцій на лондонській фондовій біржі для компанії з великою капіталізацією та річним оборотом більше $1 млрд.

Проте одним з видів найбільших витрат можуть бути непрямі втрати, пов'язані з недооцінкою акцій при IPO. Саме тому надважливою є злагоджена та професійна підготовка компанії до IPO із залученням посередників та консультантів з неабияким досвідом. Перелік функцій учасників та їхній ефект для акціонерів та компанії подано в табл. 2.6.

Таблиця 2.6

Функції учасників IPO [107, с. 23]

Учасник	Функції	Ефект для акціонерів та компанії
Акціонери компанії	Приймають стратегічні рішення по проекту IPO за підсумками консультацій з андерайтером, погоджують параметри розміщення та структуру угоди	Моніторинг проекту та контроль за ключовими рішеннями
Менеджмент компанії	Готує інформаційні матеріали, приймає рішення по проекту спільно з андерайтером, здійснює необхідні корпоративні дії	Поточний моніторинг та контроль проекту
Лід-менеджер (андерайтер)	Розробляє план проекту і схему IPO, координує роботу команди проекту, організовує синдикат банків, здійснює андерайтинг, проводить road-show, взаємодіє з інвесторами, біржами, державними установами	Повний контроль над проектом в інтересах компанії – всі параметри, терміни і вартість; прийняття ризиків
Коменеджер	Аллокація – придбання акцій для своїх клієнтів	Розширення кола потенційних інвесторів
Юридичні консультанти	Виконують повний юридичний супровід проекту, беруть участь у проведенні «due diligence», готують всі юридичні документи по угоді, проспекту емісії, інформаційному меморандуму, розроблення схеми IPO	Відсутність юридичних ризиків під час і після реалізації проекту.
Аудитори	Звіряють фінансову звітність компанії згідно	Довіра інвесторів до

	з міжнародними стандартами, проводять незалежний аналіз проспекту емісії, здійснюють консультації в межах «due diligence», надають комфортний лист (підтвердження точної фінансової інформації, опублікованої в проспекті)	фінансової інформації, наданої компанією
Фінансовий консультант	Готує проспект емісії	Гарантує реєстрацію проспекту в визначений термін
PR-агенство	Здійснює повний PR-супровід проекту, взаємодіє з зарубіжними та вітчизняними ЗМІ, активно працює з PR- і IR-відділами компанії	Підвищення авторитету компанії, створення інтересу навколо розміщення
Видавництво (принтер)	Друк попередньої і основної версії проспекту емісії по міжнародних стандартах та інших документів	Якісне виробництво і розповсюдження ключових документів проекту

Необхідно зазначити, що у великій мірі успішне розміщення акцій компанії залежить від того, де саме воно було здійснено. Іншими словами, вибір біржі для IPO є одним з важливих чинників успіху. В залежності від розмірів компанії та намірів щодо залучення капіталу для розміщення акцій існує два основних варіанти – глобальні чи регіональні біржі. Характерними ознаками глобальних бірж є більший обсяг торгів, вищий рівень капіталізації та ліквідності; регіональні ж біржі здебільшого характеризуються територіальною обмеженістю та спеціалізуються лише на окремих видах продуктів, ринків та вкладників. Серед великих глобальних торгівельних майданчиків необхідно назвати, перш за все, Нью-Йоркську (NYSE), Лондонську (LSE) та Токійську (TSE) фондові біржі, а також американську електронну біржа NASDAQ. До потужних регіональних бірж належать Віденська, Франкфуртська, Варшавська, Люксембургська. Сюди також відносять єдину біржу балтійського регіону OMX, куди входять біржі Стокгольма, Копенгагена, Хельсінкі, Вільнюсу, Риги та Талліну. Огляд ключових регуляторних лістингових вимог основних фондових бірж світу наведено в додатку Ж.

Лондонська чи Нью-Йоркська фондові біржі оптимальні для компанії-емітента у тому разі, якщо є необхідність залучення значних за обсягом фінансових ресурсів, або ж тоді, якщо діючі власники мають намір повністю вийти з бізнесу в п’ятирічному періоді, отримавши максимальний прибуток від

продажу. Однак швидкий вихід акціонера чи виставлення на продаж пакету акцій, що перевищує 40% може викликати певний ажіотаж та спричинити зниження ціни на акції компанії. Тому політика розміщення акцій повинна бути стримувальною та поступальною. Зауважимо, що необхідною умовою для розміщення акцій на даних фондових біржах є щорічний обіг в розмірі щонайменше 1 млрд. дол. США. За нижчої щорічної оборотності (від 20 млн. до 1 млрд. дол. США) для залучення стратегічного інвестора без продажу великої частки в компанії або ж для фінансування інноваційних проектів часто обирають ринок альтернативних інвестицій Лондонської фондової біржі (Alternative Investment Market – скорочено AIM). Ця секція біржі має нижчі регуляторні вимоги, а інвестори зацікавлені не так в минулому компанії, а скоріш в тому, які перспективи його розвитку в майбутьому. Для інвесторів участь на ринку альтернативних інвестицій несе більші ризики, аніж на класичній фондовій біржі, однак дає можливості отримання вищих прибутків [141].

Зауважимо, що українські емітенти найчастіше здійснюють публічні розміщення акцій на фондових біржах Лондона та Варшави. Остання користується більшою популярністю в українських компаній оскільки вимоги є значно ліберальнішими ніж на Лондонській, незважаючи на меншу кількість угод. У червні 2008 року Варшавська фондова біржа відкрила своє представництво у Києві. На даний час на цій біжі котируються акції понад 400 підприємств, з них іноземних менше 40, проте вітчизняні серед них твердо займають перше місце. Більшу частину акцій на біржі розкуповують внутрішні інвестори, а найбільш активними серед яких є пенсійні фонди. Висока інвестиційна активність пенсійних фондів пояснюється тим, що до 2011 р. існувала законодавча норма щодо відрахування громадянами 7% доходу у пенсійні фонди, які, в свою чергу, зобов’язалися не менше 50% внесків інвестувати у цінні папери на внутрішніх біржах. На сьогоднішній день у пенсійні фонди відраховується лише 2% від доходів громадян [84].

Варшавська фондова біржа з грудня 2010 р. ввела національний індекс українських компаній-емітентів WIG Ukraine, який є першим індексом, що ведеться за межами України та містить лише акції українських підприємств. Станом на сьогодні портфель індексу WIG Ukraine включає акції 11 вітчизняних компаній. Його введення пояснюють зростанням кількості IPO українських компаній на Варшавській фондовій біржі [172, с. 6].

Однак спостерігається поступове зниження індексу WIG Ukraine. Як видно з рис. 2.17, індекс знизився з 1089 п. в січні 2011 р. до історичного мінімуму – 292 п. в серпні 2014 р., що свідчить, зокрема, про низьку ефективність діяльності емітентів, високі ризики та важку макроекономічну ситуацію в Україні.

Рис. 2.17. **Динаміка індексу WIG-Ukraine з січня 2011 р. по червень 2014 р**. [127]

Відзначимо, що протягом 2010-2013 рр. 17 компаній із основними активами на території України провели IPO на закордонних біржах (табл. 2.7). У 2014 році станом на серпень не було проведено жодного IPO вітчизняної компанії на міжнародному фондовому майданчику.

Таблиця.2.7

Розміщення вітчизняних компаній на західних фондових біржах в 2010-2013 рр.*

№	Назва емітента	Галузь	Сума залучен. капіталу, $ млн	Дата розміщенн	Біржа	Вид транзації
1	Agrogeneration, SA (Франція)	Сільське господарство	17,2	03.2010	ПФБ Alternext	IPO
2	Агрохолдинг Авангард	Сільське господарство	188	04.2010	ЛФБ	IPO
3	Kernel Holding S.A. (Люксембург)	Сільське господарство	81,0	04.2010	ВФБ	SPO
4	Agroton Public Limited (Кіпр)	Сільське господарство	54,0	11.2010	ВФБ	IPO
5	Milkiland N.V. (Нідерланди)	Харчова промисловість	80,0	11.2010	ВФБ	IPO
6	Миронівський хлібопродукт	Сільське господарство	165	12.2010	ЛФБ	SPO
7	Agroliga Group PLC (Кіпр)	Сільське господарство	1,4	12.2010	ВФБ	IPO
8	Садова груп	Металургійна і гірничодобувна промисловість	31,9	12.2010	ВФБ	IPO
9	Black Iron	Металургійна і гірничодобувна пром.	38,0	03.2011	TSX (ФБТ)	IPO
10	KSG Agro	Сільське господарство	36,9	05.2011	ВФБ	IPO
11	Industrial Milk Company	Сільське господарство	29,7	05.2011	ВФБ	IPO
12	Ovostar Union N.V. (Нідерланди)	Сільське господарство	33,4	06.2011	ВФБ	IPO
13	Westa ISIC S.A.	Промислове виробництво	46,3	06.2011	ВФБ	IPO
14	Coal Energy	Металургійна і гірничодобувна промисловість	112,5	08.2011	ВФБ	IPO
15	KDM Shipping	Транспортні перевезення	7,81	08.2012	ВФБ	IPO
16	Cereal Planet	Харчова промисловість	153,65	12.2013	ВФБ	IPO
17	Arricano	Нерухомість	24,0	09.2013	ЛФБ (AIM)	IPO

**Джерело: складено автором на основі [127, 130]*

Проаналізувавши ринкову капіталізацію вітчизняних емітентів на ВФБ (рис. 2.18), можна дійти висновку, що єдиними компаніями, поточний обсяг капіталізації яких перевищує ринкову капіталізацію в день IPO є Агропромхолдинг «Астарта-Київ», холдинг «Кернел» та крупа компаній «Овостар Юніон». Зауважимо, що всі вони представники сільськогосподарської

галузі. Водночас по більшості випусків спостерігаємо негативні тенденції по капіталізації – відображенням цього є індекс Wig Ukraine, описаний вище. Так, лідерами падіння є науково-промислова корпорація «Веста» – 97%, компанія «Coal Energy» – 95%, група компаній «Агротон» – 93%, компанія «Sadovaya group» – 92%. Проте такі значні удари по ринковій ціні акцій на варшавському фондовому майданчику не відображаються на ефективності даних компаній в Україні – вони й далі успішно займаються діяльністю та посідають високі позиції в рейтингах вітчизняних компаній. Це свідчить про відсутність правильної емісійної політики в компаніях, низький рівень корпоративного управління, нехтування корпоративними стандартами, свідоме заниження EBIDTA тощо.

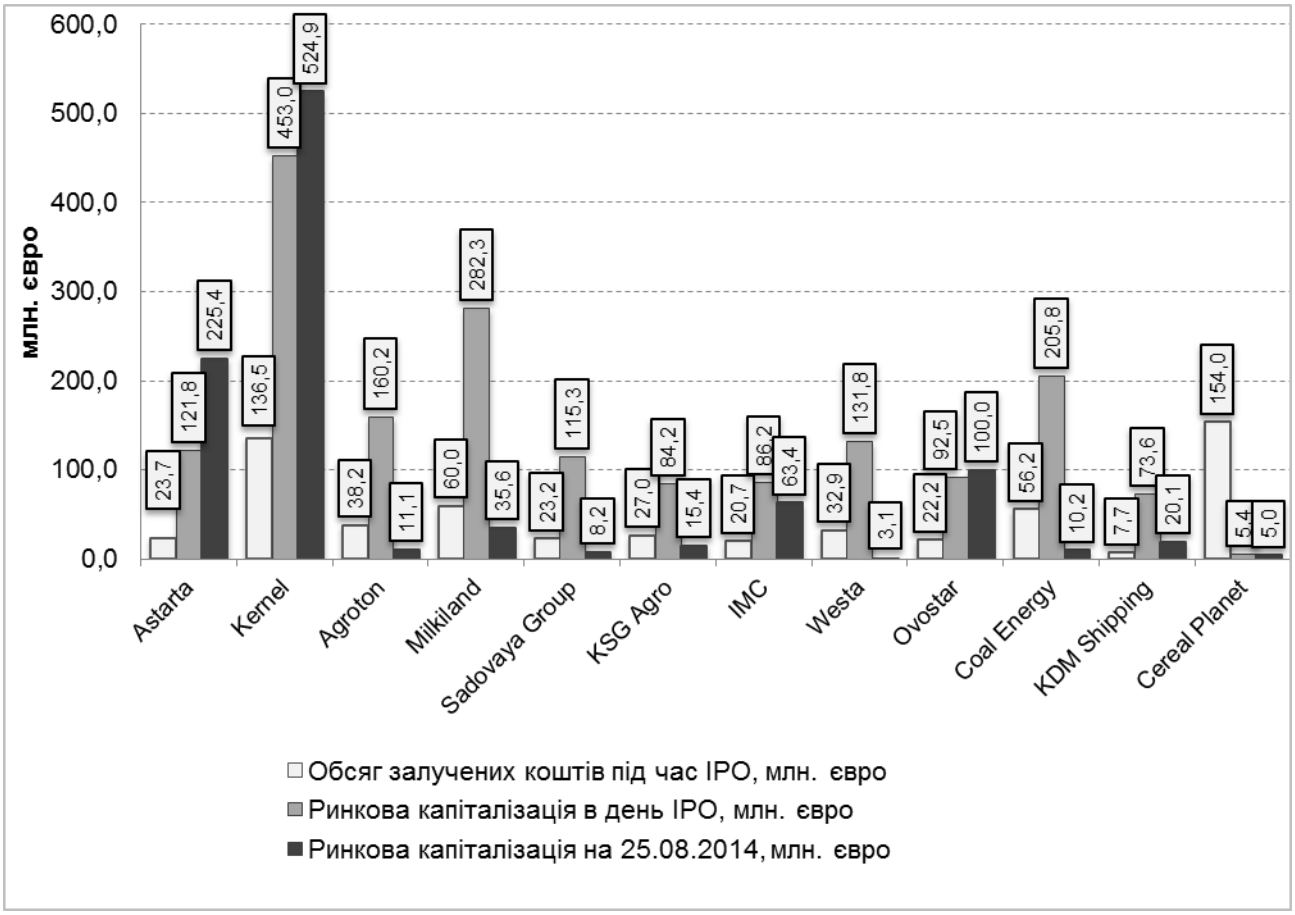


Рис. 2.18 **Ринкова капіталізація вітчизняних компаній на головному ринку ВФБ***

**Джерело: побудовано автором на основі [127]*

Згідно офіційного сайту компанії, публічне розміщення Кернел Груп (один з найбільших операторів на зерновому та олійному ринку) охоплювало 22 766 750 акцій, 16 671 000 з яких складали акції нової емісії. Емісійна ціна становила 24 злотих. Отримані від емісії 400 млн зл дозволили Кернел Груп зміцнити свою лідерську позицію на українському ринку та дали змогу зреалізувати інвестиційні плани [129]:

1) будівництво нового маслоекстракційного заводу в Україні;
2) зростання виробничих потужностей;
3) купівля портового елеватора та пункту переладунку;
4) поглинання та консолідацію галузі.

Первинне розміщення акцій Кернел Груп на ВФБ покращило фінансові і виробничі показники:

1) прибуток нетто зрісув порівнянні з першим півріччям 2010 р. на 544%;
2) обсяг доходів зріс у порівнянні з першим півріччям 2010 р. на 94%, що можна пояснити, в тому числі, суттєвим зростанням переробки соняшника.

Успіхи АТ Кернел Груп призвели до того, що багато інвесторів звернули на неї увагу. 5-відсотковий поріг участі в капіталі Кернел Груп перейшли великі фінансові установи, зокрема: Capital Research and Management Company, Evergreen Financial Limited, BZ WBK AIB AM [129].

Загалом, більшість сільськогосподарських компаній залучені на біржі гроші витрачають на збільшення земельного банку. Такі настрої аграріїв пояснюються можливим зняттям мораторію на продаж сільськогосподарських земель. Як правило, агрохолдинги орендують землі на 10-15 років.

Однак необхідно відзначити, що діяльність інших компанії не привернула до себе значної уваги інвесторів. Наприклад, акції усіх підприємств з девелоперського або будівельного бізнесу, незалежно від результатів їхньої діяльності, знизились в ціні на 32-95%. Найбільше з дивелоперів втратили фінансові інструменти будівельної компанії «XXI Століття»: у 2013 р.

котирування їхніх акцій у 20 разів нижче (-95,3%), аніж у грудні 2005 року під час виходу на Варшавську фондовій біржі [102].

Проаналізувавши основні теоретичні засади проведення IPO та дослідивши статистику за 2005-2014 рр., можна дійти висновку, що первинне розміщення акцій має як низку переваг, так і недоліків. З метою систематизації наведення інформації подано табл. 2.8.

Таблиця 2.8

Переваги та недоліки залучення коштів шляхом IPO на іноземних фондових майданчиках*

Переваги	**Недоліки**
Отримання доступу до ринку капіталу великого обсягу	Високі витрати на проведення IPO
Покращення інвестиційної привабливості та міжнародного іміджу компанії	Необхідність відповідати вимогам з розкриття інформації (публікація звітності, розмови з аналітиками і т.д.)
Диверсифікація ризиків між акціонерами компанії	Можливість виникнення конфліктів інтересів між акціонерами
Спрощення майбутнього залучення власного капіталу для регулювання структури капіталу компанії	Порівняно з кредитними ресурсами довгий термін залучення коштів
Високі вимоги до звітності передбачають відповідну фінансову та операційну дисципліну на підприємстві	Виникнення внутрішнього моніторингу з боку ринку
Диверсифікація джерел фінансування компанії	Ризики великих втрат, що пов’язані з недооцінкою акцій при IPO

**Джерело: складено автором*

Коли ж можна вважати проведене розміщення акцій успішним? По-перше, вдале IPO характеризується поєднанням двох факторів: досягнутою капіталізацією в момент розміщення та подальшим зростанням котирувань акцій компанії. При цьому дуже добре коли після розміщення котирування поступово зростають. Така ситуація свідчить про те, що ціна при розміщенні була близькою до максимальної, а інвестори змогли заробити премію шляхом

участі в розміщенні. З іншого боку різке падіння або зростання ціни після розміщення призводить до порушення інтересів чи то інвесторів чи то самої компанії.

По-друге, об'єктивно оцінити успішність того чи іншого IPO можна тільки у прив'язці до подальшої довготермінової динаміки котирувань компанії. Українські компанії залучають інвесторів в першу чергу можливостями зростання, і коли прогнози не виправдовуються, інвестори розчаровуються і надалі при оцінці вартості компаній незмінно будуть закладати дисконт, пам'ятаючи про можливості невідповідності реальних результатів.

По-третє, якими б не були думки щодо успішності того чи іншого розміщення, всі компанії-емітенти погоджуються в одному – після проведення IPO справжня робота тільки починається. Компанії, що отримала публічний статус, доцільно взаємодіяти з інвесторами, регулярно публікувати звітність, підтримувати корпоративний сайт, розкривати і правильно подавати істотні факти з життя компанії.

Варто розуміти, що первинне публічне розміщення – це, насамперед, продаж майбутнього компанії таким, яким бачать його поточні власники. Для його успіху доцільно чітко сформулювати і довести до відома учасників ринку свої цілі та стратегію. Нерідко компанії спрямовують усі зусилля на досягнення короткотермінових результатів, яких, як їм здається, чекає від них ринок. Але набагато важливіше сконцентруватися на довготермінових цілях і допомогти інвесторам повірити в здатність компанії їх досягти. Побудова правильної стратегії розвитку та усвідомлення IPO як чергового кроку на шляху до її реалізації стане саме тим фактором, який дозволить інвесторам повірити в успіх компанії, а перед самою компанією відкриє нові горизонти.

Проведений аналіз ринку акцій дає нам можливість стверджувати, що в Україні на сьогодні ринок не відіграє функції ефективного механізму залучення капіталу для суб’єктів господарювання. Впродовж останніх років значно скоротилася частка торгівлі акціями в загальній структурі ринку цінних паперів, також дуже малою є частка акцій нових емітентів. Зважаючи на низку

негативних явищ, притаманних вітчизняному ринку акцій, зокрема низької ліквідності, великої кількості спекулятивних операцій, низького рівня капіталізації лістингових компаній та ін., інвестори не зацікавлені вкладати значні фінансові ресурси в акції суб'єктів госоподарювання на вітчизняному ринку цінних паперів. За таких умов виникає необхідність в залученні фінансових ресурсів вітчизняними підприємствами на міжнародних ринках капіталу шляхом здійснення IPO на відомих європейських фондових біржах.

Висновки до розділу II

Дослідження процесів створення та сучасного стану ринку корпоративних цінних паперів дало змогу зробити такі висновки:

1) Враховуючи той факт, що в основі створення корпоративного сектору в Україні перебували приватизаційні процеси, досліджено процес формування ринку корпоративних цінних паперів через призму проведення приватизації. В результаті дослідження виокремлено п'ять етапів здійснення приватизації в Україні: підготовчий етап, спонтанна приватизація, масова сертифікатна приватизація, індивідуальна грошова приватизація, завершальний етап. На основі аналізу кожного з цих періодів доведено, що процеси приватизації відіграли визначальну роль на початкових стадіях формування ринку корпоративних цінних паперів.

2) На підставі проведеного аналізу виділено чотири періоди розвитку ринку корпоративних цінних паперів в Україні: 1) приватизаційний період (кін. 1989-2002 рр.) – початок формування нормативно-правової бази та інфраструктури, становлення учасників ринку, що стало можливим, значною мірою, завдяки приватизаційним процесам; 2) період активізації (2002-2007) – високі темпи зростання національної економіки, розвиток її фінансового сегменту, динамічне зростання ринків акцій та облігацій; 3) кризовий період (2008-2010 рр.) – внаслідок міжнародної фінансово-економічної кризи 2008 р.

численні структурні диспропорції й негативні процеси на ринку; 4) посткризовий період (2011 р. – до сьогодні) – у зв'язку з необхідністю відновлення економіки після кризових, військово-політичних та інших форс-мажорних обставин підвищення значення ринку корпоративних цінних паперів як ефективного джерела залучення капіталу з високим інвестиційним потенціалом.

3) Оскільки ринок корпоративних цінних є частиною міжнародного фінансового ринку, охарактеризовано сучасні тенденції функціонування світових ринків корпоративних цінних паперів, зокрема вплив на їхній розвиток глобалізаційних процесів, інтернаціоналізації та укрупнення виробництва, зниження темпів зростання фінансової глибини, активний розвиток ринку похідних фінансових інструментів та сек'юритизації як фінансового механізму страхування ризиків за цінними паперами.

4) Дослідження динаміки розвитку ринку корпоративних цінних паперів в Україні дало змогу виявити особливості його функціонування, які проявляються в збільшення частки біржового обігу корпоративних цінних паперів, зниженні торгівельної активності учасників ринку, зростанні частки боргових фінансових інструментів, варіативності показників капіталізації та концентрації ринку. На основі проведеного аналізу виявлено значний потенціал розвитку ринку корпоративних цінних паперів в Україні.

5) Обґрунтовано, що однією з основних перешкод для ефективного функціонування економічної системи в Україні є обмежений доступ до фінансування, який зумовлений, зокрема, недостатнім розвитком фінансового сектору. В фінансовій системі України однією з найслабших ланок є саме ринок цінних паперів. Тому набирає актуальності питання підвищення рівня ефективності регулювання ринку корпоративних цінних паперів, з метою створення сприятливого середовища для залучення фінансових ресурсів суб'єктами господарювання. Серед основних проблеми в сфері регулювання ринку цінних паперів виділено: дублювання функцій різних регуляторів фінансового ринку, слабка координація дій між фінансовими регуляторами,

відсутність узгодженої стратегії розвитку ринку корпоративних цінних паперів, нестабільність та недосконалість правової бази, проблеми в сфері корпоративного управління.

РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

3.1. Економіко-математичне моделювання впливу чинників на розвиток ринку корпоративних цінних паперів в Україні

При дослідженні розвитку ринку корпоративних цінних паперів в Україні доцільно використовувати методи математичної обробки даних, а також скористатися сучасним програмним забезпеченням для отримання достовірних та обґрунтованих результатів. Використання подібного інструментарію дозволяє на основі статистичних даних описати та виявити взаємозалежність між показниками, розрахувати прогнозні значення важливих показників, що в найповнішій мірі відображають ефективність функціонування ринку.

Реалії економічного розвитку багатьох держав засвідчують факт існування сильної кореляційної залежності між темпами зростання економіки та розвитком фінансового сектору, оскільки зростання економіки призводить до зростання потреби у фінансових послугах що є стимулом для розвитку фінансового сектору. З іншого боку розвинений фінансовий сектор ефективніше розподіляє ресурси, сприяючи тим самим подальшому економічному розвиткові країни. На думку американських економістів Р. Кінга і Р. Левіна, рівень фінансового розвитку дозволяє передбачити майбутні темпи економічного зростання. Порівняння за допомогою рівнянь регресії таких показників фінансового розвитку, як фінансова глибина, частка кредитів приватних банків у загальному обсязі кредитування, частка кредитів приватному бізнесу в загальному обсязі кредитування, частка банківських кредитів домогосподарствам і населенню у ВВП з показниками темпу зростання реального ВВП й основного капіталу на душу населення, а також темпів зростання продуктивності праці, доводить існування кореляції між розвитком фінансових установ і реальним сектором економіки [26].

В умовах нестабільної загальної економічної ситуації в Україні, послаблення ділової активності суб’єктів господарювання, високого рівня впливу системних ризиків на фінансовий ринок актуальним є, на нашу думку, дослідження взаємозалежності між основними макроекономічними показниками та кон’юнктурою ринку корпоративних цінних паперів.

Як було зазначено у п. 1.1. даного дисертаційного дослідження ринок корпоративних цінних паперів України складається з чотирьох елементів, а саме: акцій та облігацій (емісійні цінні папери), векселі та товаророзпорядчі цінні папери (неемісійні цінні папери). На нашу думку, варто здійснити економетричне моделювання по двох основних складових ринку корпоративних цінних паперів, а саме: ринку корпоративних облігацій та ринку акцій.

Зокрема, вважаємо за доцільне провести економетричне моделювання впливу деяких макроекономічних індикаторів соціально-економічного розвитку України, а саме – валові заощадження, валовий внутрішній продукт, розмір зовнішнього боргу, прямі іноземні інвестиції, рівень інфляції, облікова ставка НБУ на ринок корпоративних облігацій та акцій. Спочатку проведемо аналіз залежності емісії облігації від означених вище показників, а потім аналіз залежності емісії акцій.

Скористаємось авторегресійною моделлю з розподіленими лагами ARDL(1,1) [63], яка може бути записана у вигляді:

$$y_t = \alpha + \sum_{j=1}^{k} \sum_{i=0}^{1} \beta_{ji} x_{j\,t-i} + \varepsilon_t, \tag{3.1}$$

де y_t – модельована змінна, x_{jt} – незалежні змінні, а залишки ε_t є серійно некорельованими і гомоскедастичними. Оцінювання коефіцієнтів α, β_{ji} моделі здійснюється методом найменших квадратів.

На нашу думку, доцільно проаналізувати залежність досліджуваного показника *не лише* у поточних умовах функціонування, а й у часових періодах з певною затримкою. Такі лагові залежності характерні для багатьох економічних процесів: простежуються вони у зв’язку з тим, що окремі фактори

впливають на досліджувані процеси не одразу, а з деяким запізненням або відтермінуванням [91, с. 325]. На нашу думку, у даній моделі такими показниками є валовий внутрішній продукт та рівень інфляції.

Для опису динаміки емісії корпоративних облігацій, яка є важливим індикатором розвитку ринку корпоративних цінних паперів, оцінимо логарифмічно-лінійну лагову специфікацію:

$$\ln(EMBOND) = \alpha + \beta_{10}\ln(SAVE)_t + \beta_{20}\Delta\ln(GDP)_t + \beta_{21}\Delta\ln(GDP)_{t-1} + \\ + \beta_{30}\Delta\ln(DEBT)_t + \beta_{40}\Delta\ln(FI)_t + \beta_{50}INF_t + \beta_{51}INF_{t-1} + \beta_{60}DISCR_t + \varepsilon_t \quad (3.2)$$

де EMBOND – зміна обсягу емісії корпоративних облігацій, SAVE – зміна обсягу валових заощаджень, GDP – темп росту валового внутрішнього продукту, DEBT – темп росту зовнішнього боргу, FI – темп росту прямих іноземних інвестицій, INF – зміна рівня інфляції, DISCR – облікова ставка НБУ.

При моделюванні використовуватимемо натуральні логарифми змінних, що зумовлено увігнутістю теоретичних економічних співвідношень та статистичними властивостями досліджуваних рядів. Коефіцієнти логарифмічно-лінійної моделі визначають еластичність обсягу емісії корпоративних облігацій на вітчизняному ринку цінних паперів (ендогенної змінної) за визначеними екзогенними змінними (річний темп росту ВВП, облікова ставка НБУ, зміна валового зовнішнього боргу та прямих іноземних інвестицій, рівень інфляції, темп росту ВВП з лагом в 1 рік та зміна обсягу емісії облігацій з лагом в один рік). Тобто вони показують на скільки відсотків змінюється обсяг випусків корпоративних облігацій при збільшенні на 1% однієї з екзогенних змінних за умови, що всі інші чинники залишаються незмінними.

Для економетричного моделювання використано програмне середовище Eviews. Статистичні дані проаналізовано за період з 1997 р. по 2013 р. (додаток Е). Результати оцінювання моделі наведено в табл. 3.1.

Таблиця 3.1

Результати економетричного оцінювання моделі емісії корпоративних облігацій*

Змінна	Коефіцієнт	Стандартна похибка	t-статистика	Значущість
C	-6.423123	0.818687	-7.845637	0.0001
INF	-0.013453	0.014207	-0.946883	0.3714
INF(-1)	-0.023905	0.010495	-2.277655	0.0523
ln(SAVE)	2.649752	0.261559	10.13061	0.0000
DISCR	-0.088344	0.009851	-8.968290	0.0000
Δln(GDP)	-0.958353	0.738706	-1.297339	0.2307
Δln(GDP(-1))	1.369187	0.500495	2.735667	0.0256
Δln(DEBT)	0.586728	0.667682	0.878754	0.4052
Δln(FI)	0.083286	0.218562	0.381065	0.7131
Коефіцієнт детермінації	0.993197	Середнє залежної змінної		-0.739335
Скорегований коефіцієнт детермінації	0.986394	Стандартне відхилення залежної змінної		2.885963
Стандартна похибка регресії	0.336636	Інформаційний критерій Акайке		0.965422
Сума квадратів залишків	0.906590	Критерій Шварца		1.406535
Логарифм правдоподібності	0.793910	F-статистика Фішера		145.9909
Статистика Дарбіна-Уотсона	1.798365	Ймовірність		0.000000

**Джерело: розроблено автором*

Як видно із таблиці 3.1, на обсяг емісії корпоративних облігацій значуще впливають темп росту ВВП з запізненням на один рік, обсяг валових заощаджень, облікова ставка НБУ, зміна рівня інфляції з запізненням на один рік.

Окремо доцільно виділити залежність випуску облігацій від темпу росту ВВП. Так, авто регресійний аналіз даних показників за один і той самий рік взагалі не виявив залежності (показник значущості 0.2307 є значно вищим від нормативного). Однак простежується кореляція досліджуваного показника та темпу росту ВВП із запізненням на один рік, значущість цього показника є досить великою – 0.0256.

Однак з таблиці також видно, що в моделі присутні статистично незначущі змінні. Так, зміна валового зовнішнього боргу та прямих іноземних

інвестицій не мають статистично значущого впливу на випуск облігацій національними компаніями, що свідчить про відсутність залежності між зовнішнім фінансуванням вітчизняної економічної системи та залученням фінансових ресурсів компаніями на ринку корпоративних облігацій.

Для оптимізації моделі і формулювання більш конкретних висновків доцільно вилучити змінні, вплив яких статистично не значимий. Відтак це призведе до розгляду такої специфікації:

$$\ln(EMBOND) = \alpha + \beta_{10}\ln(SAVE)_t + \beta_{21}\Delta\ln(GDP)_{t-1} + \beta_{31}INF_{t-1} + \beta_{40}DISCR_t + \varepsilon_t \quad (3.3)$$

Результати оцінювання моделі наведено в таблиці 3.2

Таблиця 3.2

Результати економетричного оцінювання модифікованої моделі емісії корпоративних облігацій*

Змінна	Коефіцієнт	Стандартна похибка	t-статистика	Значущість
C	-6.260023	0.768024	-8.150820	0.0000
INF(-1)	-0.023374	0.009370	-2.494435	0.0282
ln(SAVE)	2.540266	0.234218	10.84575	0.0000
DISCR	-0.088213	0.007613	-11.58661	0.0000
Δln(GDP(-1))	1.567512	0.454981	3.445230	0.0048
Коефіцієнт детермінації	0.990504	Середнє залежної змінної		-0.739335
Скорегований коефіцієнт детермінації	0.987339	Стандартне відхилення залежної змінної		2.885963
Стандартна похибка регресії	0.324738	Інформаційний критерій Акайке		0.828330
Сума квадратів залишків	1.265454	Критерій Шварца		1.073393
Логарифм правдоподібності	-2.040806	F-статистика Фішера		312.9194
Статистика Дарбіна-Уотсона	1.693244	Ймовірність		0.000000

**Джерело: розроблено автором*

Як видно з таблиці, вилучення статистично незначущих змінних дало можливість більш чітко побачити залежність обсягу емісії корпоративних облігацій від зміни обсягу валових заощаджень, облікової ставки НБУ, темпу росту ВВП із запізненням на 1 рік та рівнем інфляції із запізненням на 1 рік.

Однак перед тим як перейти до конкретного формулювання висновків по моделі, її доцільно перевірити на достовірність. Зокрема розглянемо коефіцієнт детермінації, який показує яка частка коливань результативної ознаки зумовлена коливанням факторних ознак, F-статистику Фішера, яка оцінює якість регресійної моделі в цілому і по параметрах (значення повинно перевищувати 4), статистичний критерій Дарбіна-Уотсона, який використовується для знаходження автокореляції залишків першого порядку регресійної моделі (якщо цей показник близький до 2, то автокореляція відсутня) [63].

Отже, коефіцієнт детермінації моделі $R^2 = 0{,}99$. Це означає, що ендогенні змінні на 99% пояснюють відхилення в обсязі емісії облігацій. F-статистика Фішера більша за критичне значення розподілу Фішера, що вказує на адекватність побудованої моделі. Статистика Дарбіна-Уотсона (DW-статистика) вказує на відсутність автокореляції залишків побудованої моделі. Залишки випадкові та володіють властивостями білого шуму.

Додатково, для аналізу автокореляції залишків застосовано LM тест Бройша-Годфрі. Протокол перевірки засвідчив те, що автокореляція відсутня (табл. 3.3).

Таблиця 3.3

Результати тестування автокореляції з використанням тесту множників Лагранжа

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test			
LM-statistic	0.446055	Prob. F	0.652289
Obs*R-squared	1.392373	Prob. Chi-Square	0.498483

Розроблену модель перевірено на присутність гетероскедастичності залишків. Для цього застосовано тест Уайта (табл.3.4), який засвідчив відсутність гетероскедастичності.

Таблиця 3.4

Результати тестування гетероскедастичності з використанням тесту Уайта

Heteroskedasticity Test: White			
White-statistic	0.717046	Prob. F	0.675425
Obs*R-squared	7.099272	Prob. Chi-Square	0.525961

Перевірка моделі дала можливість зробити висновок щодо її адекватності і достовірності. Тому тепер можна перейти до формулювання конкретних висновків.

Зокрема, з табл. 3.2 видно, що еластичність обсягу випусків облігацій за валовими заощадженнями становить 2,54%, тобто підвищення обсягу валових заощаджень на 1%, зумовлює зростання обсягів залучених ресурсів суб’єктами господарювання шляхом емісії облігацій на 2,54%. Обсяг валових заощаджень – це валовий національний дохід за вирахуванням загального обсягу споживання та з додаванням чистих обсягів трансфертних платежів, тобто, це частина наявного доходу, не витрачена на кінцеве споживання товарів і послуг і яка могла би стати основним фінансовим джерелом інвестицій за відповідних умов. Простеження впливу між рівнем заощаджень та діловою активністю суб’єктів господарювання на ринку облігацій підтверджує те, що заощадження є важливим індикатором розвитку ринку. Якісне вдосконалення механізму трансформації заощаджень у інвестиційні ресурси на ринок корпоративних цінних паперів у майбутньому може стати імпульсом не тільки ефективного розвитку ринку облігацій, але й національної економіки загалом. Залежність обсягу емісії корпоративних облігацій від рівня валових заощаджень зображено на рис. 3.1.

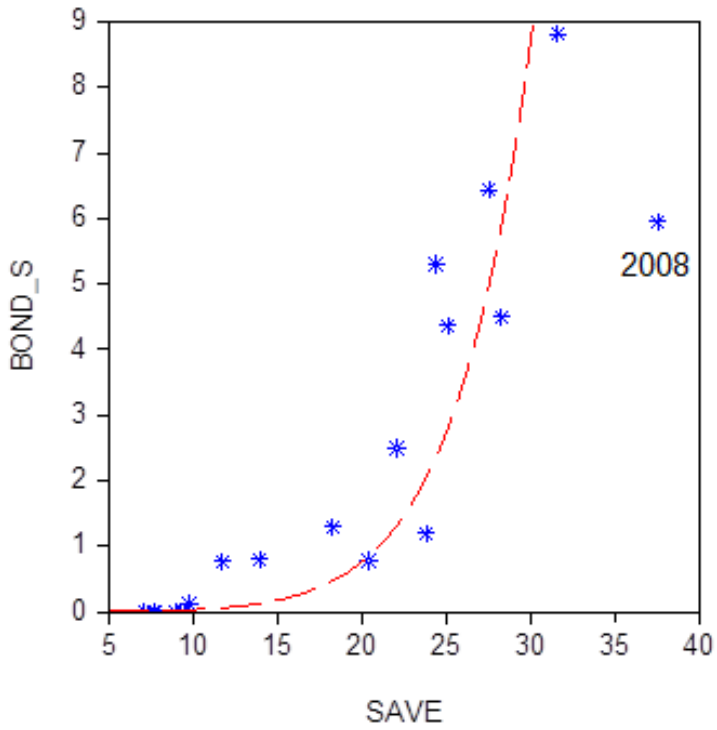


Рис. 3.1 **Залежність обсягу емісії облігацій від рівня валових заощаджень***

**Джерело: розроблено автором*

За допомогою наведеного вище рисунку можна чітко простежити взаємозв'язок між випуском корпоративних облігацій та обсягом валових заощаджень. Так, до 2008 р. стрімко зростали депозитний та кредитний портфелі вітчизняних комерційних банків, а це, в свою чергу, позитивно впливало на ринок корпоративних облігацій. Однак в 2008 р. спостерігається певний дисбаланс: суттєве підвищення рівня заощаджень не спричинило зростання обсягу емісії корпоративних облігацій, що можна пояснити початком глобальної фінансової кризи та несприятливими процесами в економічній системі.

Доречно звернути увагу на кореляцію між обсягом емісії корпоративних облігацій та обліковою ставкою НБУ. Так, при зростанні на 1% облікової ставки НБУ, обсяг емісії облігацій знижується на 0,09%. Залежність між аналізованими показниками є низькоеластичною (коефіцієнт еластичності - 0,09), однак все-таки статистично значущою. Очевидно, що купонні ставки за облігаціями в Україні прямо залежні від облікової ставки НБУ. А отже й обсяг емісії корпоративних облігацій обернено залежить від процентних ставок:

підвищення вартості такого фінансового інструменту робить його менш доступним для суб'єктів господарювання. Високі купонні ставки є свідченням значних ризиків для бізнесу, що на певному етапі починає стримувати інвесторів від використання облігацій як інструмента інвестування вільних фінансових ресурсів.

Для того, щоб зрозуміти залежність обсягу емісії корпоративних облігацій від облікової ставки НБУ доцільно зобразити її в вигляді логарифмічної шкали, що побудована на основі використання логарифмічного перетворення (рис. 3.2)

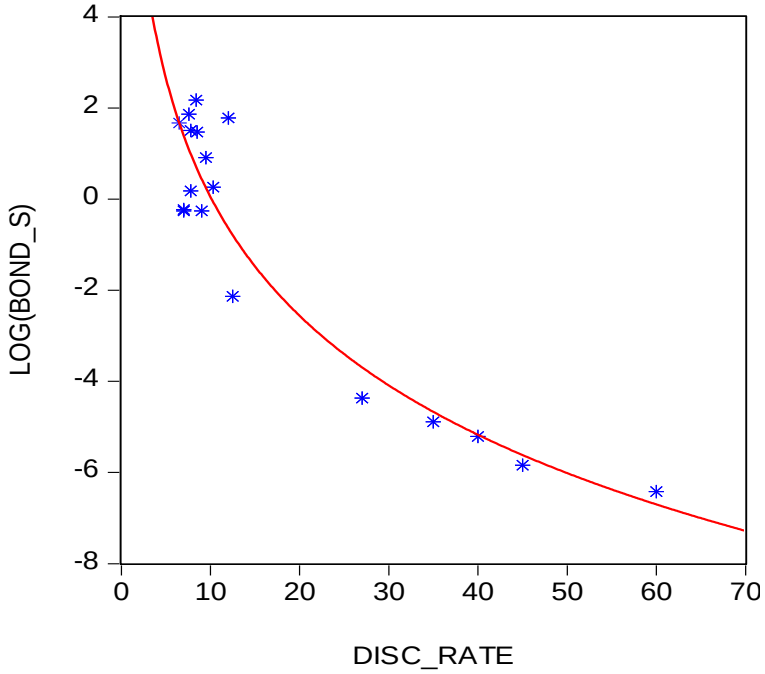


Рис. 3.2 **Залежність обсягу емісії облігацій від облікової ставки НБУ в логарифмічній шкалі***

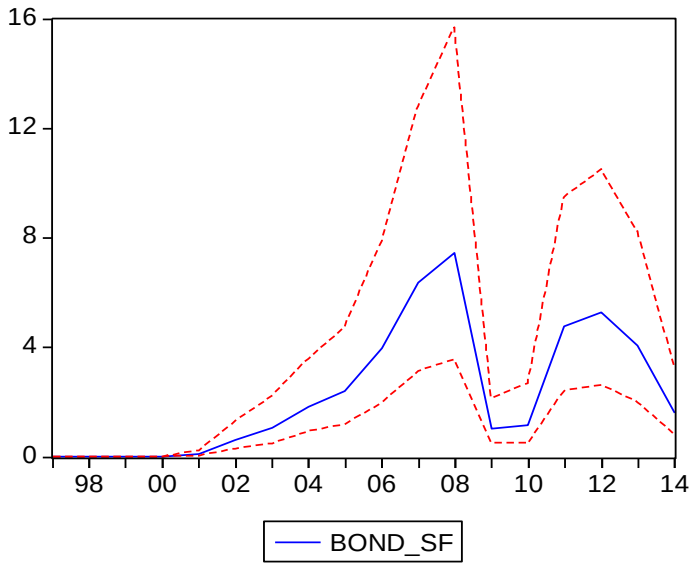
**Джерело: розроблено автором*

Як видно з рисунку, усі точки знаходяться поблизу кривої, що свідчить про наявність кореляції між обсягом емісії корпоративних облігацій та обліковою ставкою НБУ.

Іншим статистично значущим чинником, який має вплив на обсяг емісії корпоративних облігацій є зміна обсягу ВВП із запізненням (лагом) на 1 рік: при його зростанні на 1% обсяг випусків зростає на 1,57%. Це означає, що пожвавлення економіки позитивно впливає на ділову активність суб'єктів господарювання, відповідно і на їхнє бажання залучати додаткові фінансові

ресурси, зокрема шляхом випуску корпоративних облігацій. Однак зміна темпів росту ВВП впливає на емісію корпоративних облігацій лише через один рік: ринок не реагує на зміни ВВП в поточному році (таблиця 3.2, t-статистика відповідного коефіцієнта становить 1,39 і є меншою за критичний рівень). Таке спостереження пояснюється тим, що темп росту ВВП є макроекономічним індикатором рівня економічного зростання, а обсяг емісії корпоративних облігацій, який характеризує рівень залучення додаткових фінансових ресурсів суб'єктами господарювання в довгостроковій перспективі залежить від росту економіки. Зростання ефективності економічної системи не одразу впливає на бажання підприємств залучати додаткові фінансові ресурси. Тому такий статистично значущий вплив зміни ВВП з лагом в 1 рік є цілком обґрунтованим та логічним.

На основі даних за попередні роки розроблено прогноз обсягів емісії корпоративних облігацій вітчизняними суб'єктами господарювання у 2014 р. Так, при середній абсолютній похибці в 21,8% прогнозоване значення емісії складає 1,5996 млрд. дол. США, що на 69,85% нижче, аніж відповідний показник 2013 р. Результати прогнозування емісії облігацій показано на рис. 3.3.



Forecast: BOND_SF
Actual: BOND_S
Forecast sample: 1996 2014
Adjusted sample: 1997 2014
Included observations: 17

Root Mean Squared Error	0.865752
Mean Absolute Error	0.524899
Mean Abs. Percent Error	21.75813
Theil Inequality Coefficient	0.122531
Bias Proportion	0.032924
Variance Proportion	0.137731
Covariance Proportion	0.829345

Рис. 3.3 **Прогноз обсягу емісії облігацій на 2014 р. засобами Eviews ***

**Джерело: розроблено автором*

Можна дійти висновку, що така низхідна динаміка спричинена негативними очікуваннями учасників ринку, зокрема політичною та економічною нестабільністю, девальвацією національної валюти, геополітичним конфліктом з Росією, зниженням інвестиційної привабливості України, зниженням темпів економічного зростання у 2013 р.

Спробуємо дослідити залежність обсягу емісії акцій від макроекономічних показників. При розробленні регресійної моделі використаємо ті ж самі екзогенні змінні, що й у моделі для корпоративних облігацій.

Розроблена нами логарифмічно-лінійна модель має такий вигляд:

Таблиця 3.5

Результати економетричного оцінювання моделі емісії акцій*

Змінна	**Коефіцієнт**	**Стандартна похибка**	**t-статистика**	**Значущість**
C	-0.838555	1.247415	-0.672235	0.5204
INF	0.018767	0.021647	0.866968	0.4112
INF(-1)	0.017578	0.015991	1.099202	0.3037
ln(SAVE)	0.704766	0.398531	1.768408	0.1150
DISCR	-0.003588	0.015009	-0.239044	0.8171
Δln(GDP)	-0.535401	1.125550	-0.475680	0.6470
Δln(GDP(-1))	0.554365	0.762592	0.726948	0.4880
Δln(DEBT)	0.577159	1.017332	0.567326	0.5861
Δln(FI)	-0.142907	0.333018	-0.429128	0.6792
Коефіцієнт детермінації	0.594001	Середнє залежної змінної		1.600941
Скорегований коефіцієнт детермінації	0.188001	Стандартне відхилення залежної змінної		0.569214
Стандартна похибка регресії	0.512924	Інформаційний критерій Акайке		1.807675
Сума квадратів залишків	2.104731	Критерій Шварца		2.248788
Логарифм правдоподібності	-6.365236	F-статистика Фішера		1.463058
Статистика Дарбіна-Уотсона	2.768705	Ймовірність		0.301489

**Джерело: розроблено автором*

З наведеної вище специфікації можна дійти висновку про відсутність залежності між макроекономічними показниками та обсягом емісії акцій. Це

підтверджує і оцінка достовірності моделі, зокрема показник детермінації R^2 (0,59), F-статистика Фішера (1,46). Залежність між досліджуваними факторами не спостерігається. Тому для виявлення латентних факторів, що зумовлюють більшу частину сукупної дисперсії даних, проводився мультифакторний аналіз даних [81].

Якщо вихідні дані записати у вигляді матриці $V = (v_{ij})$, де i – номер ознаки (i=1..k), а j – номер спостереження (j=1..n), та стандартизувати їх за формулами $z_{ij} = \frac{v_{ij} - \bar{v}_i}{s_i}$, де $\bar{v}_i = \frac{1}{n}\sum_{j=1}^{n} v_{ij}$ – середнє значення, s_i – стандартне відхилення ознаки v_i, то матрицю R парних кореляцій

$$r_{ik} = \frac{\frac{1}{n-1}\sum_{j=1}^{n}(v_{ij} - \bar{v}_i)(v_{kj} - \bar{v}_k)}{\sqrt{\frac{1}{n-1}\sum_{j=1}^{n}(v_{ij} - \bar{v}_i)^2}\sqrt{\frac{1}{n-1}\sum_{j=1}^{n}(v_{kj} - \bar{v}_k)^2}} \tag{3.4}$$

можна розглядати як добуток матриць:

$$R = Z^T Z. \tag{3.5}$$

Факторна модель полягає у представлені матриці Z стандартизованих спостережень z_{ij} у вигляді добутку

$$Z = AF, \tag{3.6}$$

де $F = (f_{pj})$ – матриця значень статистично незалежних латентних факторів f_p (p=1..m, m<<k) для кожного спостереження, а $A = (a_{ip})$ – матриця факторних навантажень (факторне відображення), яку визначають із співвідношення

$$R = AA^{\mathrm{T}}. \tag{3.7}$$

За умови незалежності факторів f_p квадрат коефіцієнта a_{ip}^2 показує, яку частку дисперсії i-ї ознаки зумовлює p-й фактор, а сума $\lambda_p = \sum_{i=1}^{m} a_{ip}^2$ – частку сукупної дисперсії всіх ознак, яку зумовлює p-й фактор. Зауважимо, що λ_p – є

власними значеннями кореляційної матриці *R*, а їх сума $\sum_{p=1}^{m}\lambda_p$ показує частку сукупної дисперсії, яку пояснює дана факторна модель.

Аналіз даних проводився засобами пакету прикладних програм Statistica 8.0. На підставі критерію “кам’яного осипу” Кеттела було виділено три латентні фактори, які пояснюють 87,5% сукупної дисперсії даних.

Матрицю факторних навантажень, отриману після ротації факторів методом нормалізованого варімаксу, наведено в таблиці 3.6.

Таблиця 3.6

Матриця факторних навантажень

Змінні	Факторні навантаження (Нормалізований варимакс) (dani.sta) Виділення: Головні компоненти (Відмічено навантаження >0,7)		
	Фактор 1	Фактор 2	Фактор 3
EX_RATE	0,368149	***0,821983***	0,169021
BOND_S	***0,901100***	0,188164	0,139611
GDP	***0,862663***	0,371283	0,235811
DEBT	0,695395	0,542430	0,228020
DISC_RATE	-0,381331	***-0,758908***	-0,167406
SAVE	***0,898687***	0,269584	0,255205
INF	-0,046657	***-0,895670***	0,007644
FI	***0,911681***	0,149112	0,233471
SHARE_EM_S	0,350710	0,135589	***0,922374***
Пояснювана дисперсія	4,084665	2,634606	1,154154
% сукупної дисперсії	0,453852	0,292734	0,128239

**Джерело: розроблено автором*

Аналіз матриці факторних навантажень дає підстави стверджувати, що перший латентний фактор зумовлює понад 45% сукупної дисперсії даних і характеризує макроекономічну ситуацію ВВП, обсяг заощаджень, обсяг прямих іноземних інвестицій). Даний фактор зумовлює понад 80% дисперсії обсягів випуску облігацій, а його вплив на дисперсію обсягу емісії акцій близько 12%.

Другий латентний фактор пояснює понад 29% сукупної дисперсії даних і характеризує рівень інфляції та облікової ставки. Вплив цього фактора безпосередньо на досліджувані величини практично відсутній. Однак він

опосередковано впливає на макропоказники, що певною мірою зумовлює опосередкований його вплив на дисперсію обсягу облігацій.

Третій фактор пояснює майже 13% сукупної дисперсії даних і характеризує близько 85% дисперсії обсягу випуску акцій.

Як видно з рис. 1, обсяг випуску акцій виділяється в окремий фактор, практично незалежний від інших досліджуваних даних.

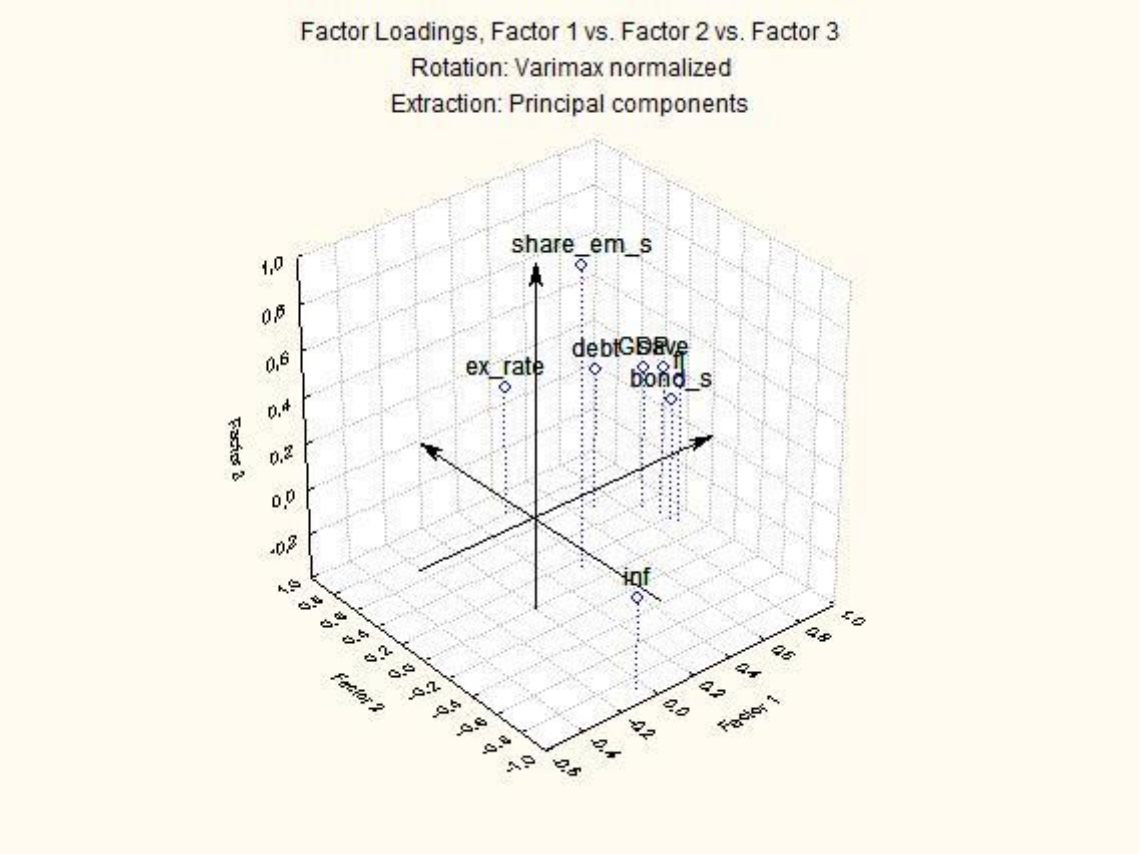


Рис. 3.4 **Розміщення змінних у просторі латентних факторів ***

**Джерело: розроблено автором*

З проведеного дослідження можна дійти висновку, що випуск акцій вітчизняними акціонерними товариствами є окремим фактором та не залежить від пояснюваних змінних.

Отже, економетричним моделюванням залежності обсягу емісії акцій від макроекономічних показників не виявлено впливу економічної кон’юнктури на емісійну активність суб’єктів господарювання. Це свідчить про те, що на ринок акцій впливають не так економічні, а політичні, інфраструктурні, соціально-психологічні та зовнішні чинники. Побудова моделі дає можливість стверджувати, що акції є скоріш технічним інструментом, який в Україні ще не

повністю використовується для реального залучення чи перерозподілу капіталу суб'єктами економічної діяльності та значною мірою не залежить від рівня розвитку національної економіки.

Упродовж 1997-2013 рр. ринок акцій розвивався скоріш у зв'язку з законодавчими реформами у сфері корпоративного права, як реакція на штучно встановлені юридичні вимоги. До прикладу, прийняття закону Про акціонерні товариства у 2008 р. призвело до збільшення обсягів емісії акцій з 46,14 млрд. грн у 2008 р. до 101,07 у 2009 р.

Непослідовна державна політика в сфері ринку корпоративних цінних паперів, низька ліквідність акцій на вітчизняних фондових майданчиках, наявність великої кількості «технічних» фондових інструментів, відсутність внутрішнього інвестора та культури інвестування серед населення стримують використання акцій, як надійного джерела залучення фінансових ресурсів суб'єктами господарювання. Наведені вище чинники зумовлюють те, що акції у вітчизняній економічній системі ще не стали ефективним фінансовим інструментом для підприємницьких структур, а, відтак, їхній випуск не залежить від стану економічного розвитку держави.

Побудова багатофакторних економетричних моделей залежності обсягів емісії акцій та корпоративних облігацій від макроекономічних чинників дала можливість зробити висновок, що ринок облігацій та ринок акцій по-різному реагують на зміну економічної кон'юнктури. Зокрема спостерігається чітка і сильна залежність ринку корпоративних облігацій від зміни обсягів валових заощаджень, облікової ставки НБУ. Більше того, з'ясовано що такі макроекономічні показники як темп росту ВВП та рівень інфляції впливають на ринок облігацій із запізненням в 1 рік.

Ринок же ж акцій у національній економіці залежать скоріш від чинників неекономічного характеру: політичних, інфраструктурних, соціально-психологічних та глобальних. Це дає змогу констатувати існування значного потенціалу для розвитку вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів, а, головне, ринку акцій.

3.2 Шляхи оптимізації функціонування ринку корпоративних цінних паперів України

Оптимізація функціонування вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів є важливою передумовою розвитку не тільки фінансового сектору, але і економічної системи загалом. Важливими елементами цього процесу повинно стати, перш за все, удосконалення законодавчої бази у сфері регулювання фінансового ринку, перегляд лістингових вимог для участі компаній в біржових торгах та створення альтернативних майданчиків для лістингу невеликих компаній, забезпечення ефективної співпраці між СРО та регулятором, реформа інфраструктури, консолідація організаторів торгівлі на ринку, збільшення кількості фінансових інструментів, організація ефективної аналітичної роботи та ін.

Особливістю вітчизняного законодавства у сфері регулювання ринків цінних паперів є те, що воно формувалося на базі радянських правових норм, коли великої потреби у ринку капіталу не було. Сучасна законодавча база містить низку значних прогалин, суперечностей та протиріч, що і зумовлює нагальну потребу в її вдосконаленні. Це визнають безпосередньо учасники ринку, регулярно висуваючи різного роду пропозиції та ініціативи.

На основі проаналізованих в п. 2.1 проблем вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів, зробимо спробу узагальнити певні кроки, які доцільно здійснити на шляху до оптимізації його функціонування та подальшого розвитку (рис. 3.5).

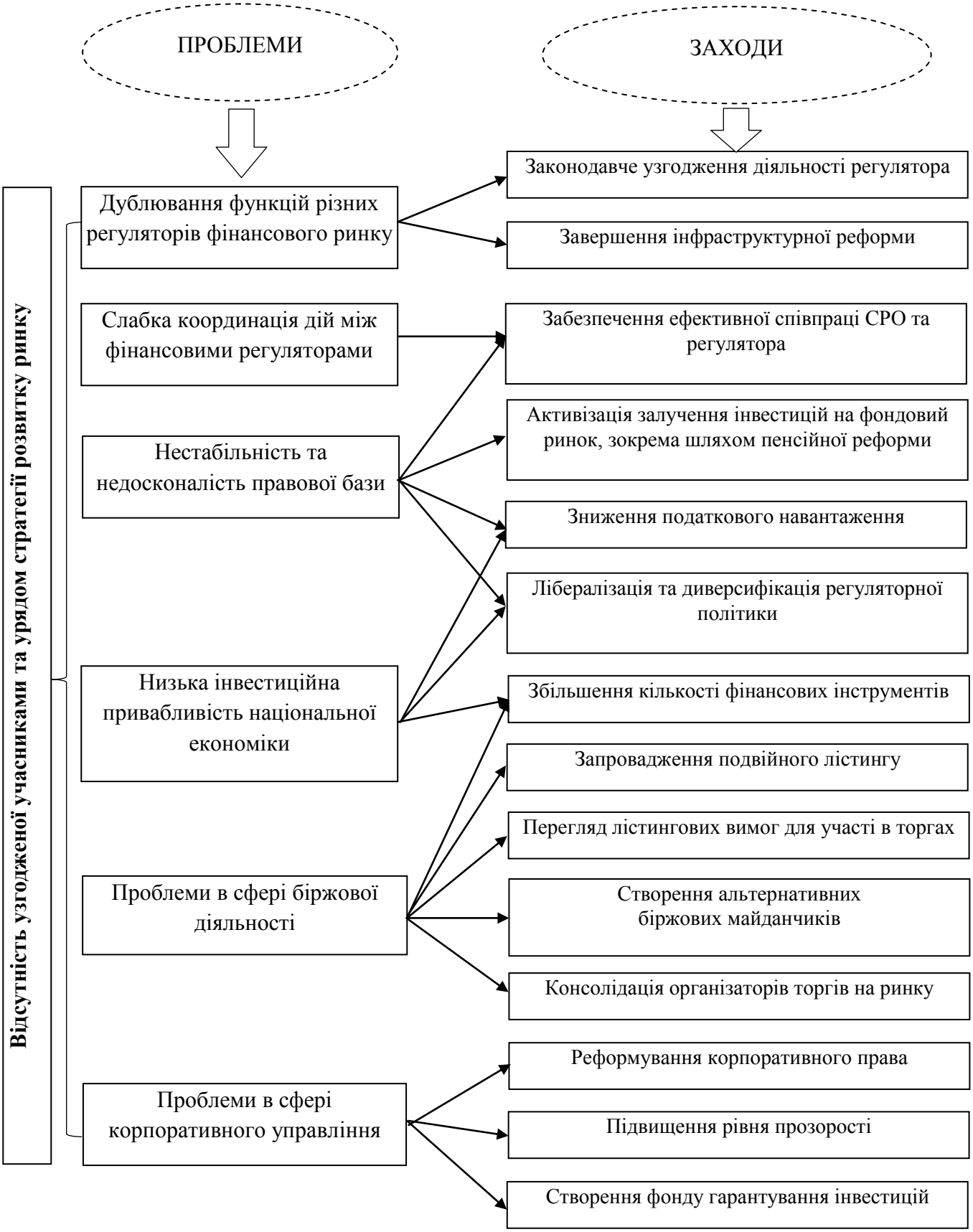


Рис. 3.5. **Узагальнення основних проблем вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів та шляхів їх вирішення***

**Джерело: розроблено автором*

1. Консолідація організаторів торгівлі на ринку.

Ринок корпоративних цінних паперів, зокрема біржова діяльність в Україні, характеризується ознаками фрагментарності. Наявність великої кількості організаторів торгівлі не відповідає сучасним потребам вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів. Історично склалося так, що в Україні фондові біржі створювались зацікавленими особами під час здійснення приватизаційних процесів, метою яких було, передусім, отримання комісійної винагороди від продажу приватизованих об'єктів. Необхідно визнати, що в такій кількості організатори торгівлі на території України непотрібні, однак при цьому процеси концентрації повинні здійснюватись самими учасниками ринку, а не виключно адміністративними методами регулятора.

Розпорошеність біржової торгівлі знижує ліквідність вітчизняного ринку та стимулює емітентів до пошуку більш ліквідних біржових майданчиків, серед яких вагоме місце займають розвинені іноземні фондові біржі. Зростають ризики того, що на внутрішньому ринку залишаться акції тільки компаній низького та середнього рівня інвестиційної привабливості, які не відповідають вимогам лістингу на міжнародних фондових біржах. Як результат, національний ринок може перетворитися на «другосортний» та втратити зацікавлення іноземних інвесторів [142, с. 82].

Ми вважаємо обов'язковою умовою ефективного розвитку ринку корпоративних цінних паперів консолідацію фондових бірж та інших організаторів торгівлі. Відмітимо, що протягом 2013 року вже спостерігалася консолідація торгівлі цінними паперами: близько 91,01 % біржових контрактів з цінними паперами було зосереджено на двох фондових біржах: «Перспективі» (67,23 %) та «ПФТС» (23,78 %) [79].

До заходів, які стимулюватимуть консолідацію біржової діяльності можна віднести більш жорстку політику в сфері ліцензування організації торгівлі, що призведе до закриття невеликих бірж. Однак ініціативи НКЦПФР щодо підвищення технологічних та організаційних вимог до фондових бірж і поступової стандартизації біржової діяльності не можна назвати поступальними

та рішучими, а лише такими, які дають змогу організаторам торгівлі дотримуватися мінімально дозволеного рівня розвитку.

2. Завершення інфраструктурної реформи.

Прийнятим в липні 2012 р. законом України «Про депозитарну систему України» передбачено утворення централізованої депозитарної системи, законодавчо закріплено формування Центрального депозитарію на основі Національного депозитарію України. Більше того, з'явилися такі нові елементи як депозитарні установи, Центральний реєстр, а також Центральний розрахунковий центр. Законом усунено численні прогалини системи обліку прав власності на цінні папери, а також запроваджено прозорі і конкретні механізми проведення розрахунків по операціях з цінними паперами. Цей документ вирішує різноманітні корпоративні конфлікти, що виникали при веденні реєстру власників іменних цінних паперів.

Однак існують численні дебати щодо монополізації ринку клірингових послуг новоствореною ПАТ «Розрахунковий центр» як серед науковців, так і учасників ринку. Справді, в багатьох країнах з розвиненою економікою функції клірингу виконують фондові біржі, створюючи центрального контрагента. Внаслідок стрімкого розвитку ІТ-технологій в Україні очищенням взаємних зобов'язань, тобто обліком підсумкового сальдо займаються фондові біржі, а контроль над підрахунками організаторами торгівлі кінцевого сальдо покладений Розрахунковий Центр та ще донедавна його здійснювали два клірингові депозитарії [158]. Але в умовах фрагментарності біржового ринку передача біржам клірингових функцій недоцільна, адже це може спричинити підвищення ризиковості та нерегульованості ринку.

Для завершення розпочатої інфраструктурної реформи варто вдосконалити законодавство щодо клірингової діяльності. Вважаємо за доцільне зосередження розрахункових функцій на ринку цінних паперів в новоствореному Центральному депозитарії, а клірингових функцій – в Розрахунковому центрі. А вже після універсалізації ринкової інфраструктури

можна піднімати питання про можливість участі міжнародних клірингових установ на внутрішньому ринку.

3. Забезпечення ефективної співпраці між СРО та регулятором

В Україні регулюванням ринку корпоративних цінних паперів займається держава, а також об'єднання професійних учасників ринку. Згідно Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», можуть існувати саморегулівні організації лише тих професійних учасників ринку цінних паперів, які здійснюють [160].:

1) діяльність з торгівлі цінними паперами;

2) діяльність з управління активами інституційних інвесторів;

3) окремі сегменти депозитарної діяльності – діяльність реєстраторів та зберігачів

Отже, відповідно до діючого правового поля, фондові біржі та центральний депозитарій не можуть виступати в ролі саморегулятора. Однак в країнах Європи власне біржі та інші торговельні системи трактуються як регульовані ринки з правами саморегулівних організацій. В Сполучених Штатах Америки фондові біржі також мають право встановлювати регулятивні норми та контролювати їх, іншими словами вони також є саморегулівними утвореннями [148, с. 139]. Отже за таких умов, з процесу регулювання виключається частина професійних учасників ринку корпоративних цінних паперів.

Сьогодні інститут СРО в Україні не можна порівнювати зі світовими аналогами, наприклад, з FINRA. Проте він вже пройшов стадію формування, а його історія доводить його ефективність. Тому на даному етапі недоцільно нехтувати цими напрацюваннями, особливо в час, коли починаються процеси з приведення вітчизняного законодавства до європейських стандартів. Зауважимо, що процес підготовки до нових стандартів діяльності є серйозним викликом для всіх учасників ринку, а відсутність консультаційної та методологічної підтримки ускладнить вирішення складних завдань учасниками ринку [38]. У зв'язку з цим, вважаємо необхідним закріплення за фондовими

біржами та центральним депозитарієм визначеного переліку функцій саморегулівних організацій.

4. Створення альтернативних майданчиків для лістингу невеликих компаній

Характерною ознакою сучасного стану ринку корпоративних цінних паперів в світі є розвиток альтернативних біржових майданчиків при основних фондових біржах, регулювання діяльності яких здійснюється не за національним законодавством, а безпосередньо біржею. Популярність альтернативних майданчиків для емітентів пояснюється можливістю лістингу на них навіть невеликих, проте економічно привабливих компаній. З 57 фондових бірж, що входять до складу Всесвітньої Федерації фондових бірж, 27 мають альтернативні майданчики.

Так наприклад у Польщі, щоб бути включеним до лістингу на альтернативному майданчику «New connect» Варшавської фондової біржі, компаніям необхідно продати не менше 15 відсотків своїх акцій, вести звітність у відповідності до міжнародних стандартів не менше одного року, а також отримати поруку від іншої компанії, що вже здійснює свою діяльність на біржі. З іншого боку, для IPO, необхідно перш за все отримати дозвіл від держави (наприклад Міністерство фінансів тієї країни, де компанія зареєстрована), і це при умові, що продається не менше 25 відсотків акцій компанії, а звітність у відповідності до міжнародних норм ведеться вже кілька років. Ця процедура є доволі дорогою і довготривалою, однак залучення інвестицій в майбутньому покриває витрати.

Важливо розуміти, що сама процедура багато в чому залежить від того, наскільки діяльність компанії відповідає міжнародним стандартам – а саме принципам публічності, міжнародним принципам ведення звітності, принципам прозорості та відкритого аудиту, принципам розробки та втілення чіткої стратегії розвитку. У випадку, якщо діяльність компанії відповідає цим засадам, процедура виходу на альтернативний майданчик може тривати не більше одного місяця.

Відмітимо однак, що діяльність більшості вітчизняних компаній, які хочуть вийти на альтернативний майданчик, не відповідає означеним вище критеріям. Тому процедура виходу для них, здебільшого триває не менше одного або двох років, і коштує близько 100 тис. євро. В основному, це оплата роботи різноманітних експертів, які здійснюють підготовку компанії до роботи на біржі.

Саме тому вважаємо доцільним створення при одній з фондових бірж альтернативного майданчика з метою:

– збільшення фінансування науково-дослідних робіт, та забезпечення швидкого втілення результатів досліджень в реальний бізнес;
– створення сприятливих передумов для інноваційного розвитку;
–сприяння розвитку “start up”- компаній та фінансової підтримки компаній із високим потенціалом зростання;
– забезпечення ефективного професійного аналізу роботи ринку, його секторів, а також роботи окремих підприємств.

5. Запровадження подвійного лістингу вітчизняних компаній, які вже котируються на іноземних фондових біржах, для (а) узгодження роботи ринку на рівні держави та на міжнародному рівні; (б) полегшення доступу до потенційно привабливих цінних паперів; (в) формування реальної ринкової вартості компаній. Подвійний лістинг дасть можливість емітентам залучати додаткові активи та матиме позитивний вплив на обсяги торгівлі як на місцевому, так і на міжнародному рівні.

Державний регулятор та широке коло учасників ринку вже довший час обговорюють необхідність запровадження подвійного лістингу в Україні. Вихід на внутрішній ринок публічних і прозорих вітчизняних компаній, які вже здійснили емісію та котируються на іноземних ринках, дозволить збільшити капіталізацію внутрішнього ринку, покращити показники ліквідності, підвищити інтерес інвесторів тощо. Подвійний лістинг дозолить вийти на ринок новим емітентам, із вже усталеною культурою ведення бізнесу, яка відповідає міжнародним стандартам. Необхідність адаптуватись до цих міжнародних

норм, дасть змогу вітчизняним компаніям підвищити в значній мірі ліквідність своїх цінних паперів, та збільшити обсяги торгів на міжнародному рівні.

Відмітимо, що НКЦПФР вже почала роботу у цьому напрямку, розробивши «Проект Концепції доступу на український фондовий ринок фінансових інструментів іноземних емітентів, активи яких розташовані в Україні». У цьому документі, критерієм подвійного лістингу для компаній є факт отримання прибутку на території України, а власне розміщення головного офісу та/або місце реєстрації суб'єкта економічної діяльності не є визначальним [183]. Але для того, щоб іноземні компанії-емітенти розпочали свою діяльність в Україні, цього документа замало – вони повинні з власної ініціативи розмістити свої фінансові інструменти на вітчизняних фондових біржах.

6. Необхідність перегляду лістингових вимог для участі компаній в біржових торгах. Наприклад, цінні папери не обов'язково повинні належати великим та/або відомим компаніям, адже діяльність таких суб'єктів господарювання у значній мірі характеризується наявністю значних політичних ризиків. З іншого боку, для ринку важливими є такі показники, як ліквідність цінних паперів, обсяги транзакцій, кількість укладених договорів. А це чинники, на які емітент може впливати лише опосередковано.

Ми розуміємо, що перегляд лістингових вимог є доволі умовною необхідністю, тимнеменш це важливий етап розвитку ринку. Компанії-емітенти повинні відповідати лістинговим вимогам, вести публічну інформаційну діяльність та впроваджувати передові стандарти менеджменту.

Варто відзначити, що у ситуації, коли ліквідність цінних паперів не є однією із основних умов включення до лістингу, на ринку існують великі ризики для його учасників. Основними з таких ризиків є неможливість встановлення адекватної ціни цінних паперів та труднощі щодо підтримки високого рівня їх ліквідності. Умови включення до лістингу, які існують на сьогоднішній день, не створюють жодних стимулів для вирішення цих взаємопов'язаних проблем.

Для вирішення означених вище проблем, та створення умов для входження на ринок іноземних емітентів, НКЦПФР було розроблено «Проект Стратегії Розвитку Фондового Ринку України» [177], де визначено основні підходи до формування лістингових вимог, а саме:

– дозволити маркет-мейкерам вносити пропозиції щодо входження певних емітентів на ринок;

– за наявності відповідної початкової ліквідності – дозволити крос-лістинг (включення цінних паперів до реєстру на основі результатів їхнього обігу на інших біржах);

– лібералізувати процедуру входу на фондовий ринок для компаній, що мають високі показники зростання, з метою зменшення витрат для таких компаній;

– необхідність лібералізації вимог до фінансових показників, які визначають можливість включення цінних паперів у лістинг;

– встановлення вимог щодо обсягу торгів;

– встановити мінімальний free-float, не менше п’ятнадцяти та п’яти відсотків, відповідно для першого і другого рівня лістингу;

– зробити обов’язковими вимоги, щодо дотримання принципів прозорості корпоративної інформації;

– вимоги щодо дотримання етики міжнародних принципів корпоративного менеджменту для компаній-емітентів першого рівня лістингу зробити обов’язковими;

– закріпити на законодавчому рівні податкові пільги для емітентів цінних паперів, у випадку завершення ними процедури лістингу;

– лібералізація вимог лістингу для іноземних компаній-емітентів;

– з метою стабілізації національної економіки, лібералізувати умови та вимоги щодо обігу на ринку «стресових» активів.

7. Лібералізація та диверсифікація регуляторної політики

Ми вважаємо, що доцільно знизити ступінь жорсткості регулювання для професійних учасників ринку, зробити його більш диверсифікованим. Адже

сьогодні регулятивне навантаження на, наприклад, торговців цінними паперами є однаковим, незалежно від того, яку кількість клієнтів він обслуговує та які послуги надає. Занадто високими є вимоги до мінімального розміру власного капіталу дилерів та брокерів, що створює додаткові перепони для виходу нових гравців на ринок.

Нормативна база умов участі на ринку повинна враховувати передовий світовий досвід, де велика роль відводиться діяльності середніх та малих компаній та операціям, які вони здійснюють. Вимоги до дилерів мають бути мінімальними, а ризики – регулюватись власне біржами та інфраструктурними суб'єктами. При регулюванні роботи брокерів варто враховувати сутність їхньої діяльності – чи здійснюють вони маржинальні операції, працюють як субброкери чи самостійно діють від імені клієнтів. Найбільш жорсткі вимоги повинні стосуватись діяльності маркет-мейкерів, андеррайтерів, а також компаній із найвищими показниками ризику [40].

8. Зниження податкового навантаження на ринок

Як ми уже зазначали раніше, впродовж останніх років державна податкова політика в сфері ринку корпоративних цінних паперів мала на меті скоріш наповнення державного бюджету через запровадження додаткового оподаткування учасників ринку, а не формування ефективного механізму залучення фінансових ресурсів суб'єктами господарювання. Щоб змінити такий негативний вектор політики регулятору та уряду варто змінити орієнтацію системи оподаткування на залучення капіталу та посилити стимулювання інвестиційної діяльності.

Для вирішення даних проблем, дискримінаційні підходи до оподаткування операцій купівлі-продажу цінних паперів повинні бути змінені. Доцільно якнайшвидше прийняти Закон України «Про внесення змін до Податкового кодексу України (щодо удосконалення режиму оподаткування та стимулювання інвестиційних процесів)» (реєстраційний №3449 від 21.10.2013р.)

Крім скасування податку на операції з відчуження цінних паперів та деривативів, у цих змінах варто передбачити:

– паритетний підхід до оподаткування всіх видів доходів від інвестиційної діяльності;

– запровадження норм для стимулювання реінвестування інвестиційного прибутку;

– запровадження принципів консолідованого податкового обліку результатів фінансової діяльності, пов’язаної з цінними паперами;

– лібералізацію дії норм щодо уникнення подвійного оподаткування іноземних інвесторів;

– здійснення оподаткування позитивних курсових різниць лише в момент конвертації, тобто при списанні валютних коштів з рахунку в банку.

Для підвищення ефективності функціонування внутрішнього інвестиційного ринку доцільно здійснити наступні кроки:

– зменшити відсоткову ставку податку на прибуток від довготермінових (більше, ніж два роки) інвестицій, здійснених на придбання цінних паперів вітчизняних емітентів;

– для інвестиційних фондів скасувати подок на відсотковий дохід.

9. Активізація залучення інвестицій на фондовий ринок, зокрема шляхом завершення пенсійної реформи

Одним з методів активізації залучення фінансових ресурсів на внутрішньому ринку капіталів є реалізація другого рівня пенсійної реформи в Україні, а саме накопичувальної її складової, що дозволить здійснити прорив у функціонуванні фондового ринку завдяки суттєвому збільшенню його капіталізації.

Реалізація цієї мети на даному етапі вимагає створення правових основ для функціонування накопичувального фонду та професійних пенсійних систем, і, що найголовніше, – забезпечити надходження внесків в недержавні пенсійні фонди як головного джерела довготермінових інвестицій та кредитних

ресурсів. Накопичувальні пенсійні фонди мають стати стабільними інституційними інвесторами фондового ринку.

Успішним прикладом такого способу залучення капіталу є Польща, де щомісяця завдяки пенсійним фондам на фондовий ринок надходить 600 млн. євро. Зараз Польща має одну з найстабільніших економічних систем в ЄС та демонструє подальші тенденції до зростання.

В Україні набір фінансових інструментів для пенсійних активів, строго регламентується Законом України «Про недержавне пенсійне забезпечення» [157]. Загалом його можна представити у вигляді таблиці (табл. 3.7).

Таблиця 3.7

Напрями та структура інвестування активів НПФ

Фінансовий інструмент	**Максимальна частка в загальній вартості активів фонду, %**
банківські депозитні рахунки та ощадні сертифікати банків	50
банківські метали	10
цінні папери, погашення за якими гарантовано Кабінетом міністрів України	50
цінні папери, погашення за якими гарантовано Радою міністрів АР Крим, і облігації місцевих запозичень	20
облігації вітчизняних емітентів	40
акції вітчизняних емітентів	40
цінні папери іноземних емітентів	20
іпотечні цінні папери	40
об’єкти нерухомості	10
цінні папери одного емітента (крім цінних паперів, погашення за якими гарантовано Кабінетом міністрів України)	5

**Джерело: складено автором на основі* [138]

Для підвищення ліквідності на внутрішньому ринку варто і досі обмежувати можливість інвестування вітчизняних інвесторів, особливо пенсійних фондів, в активи за кордоном. Схожої норми дотримується регулятор в Польщі, де є заборона польських пенсійних фондів до інвестування за межі Польщі та зобов’язання купувати акції на Варшавській фондовій біржі. Таке регулювання суперечить правовим засадам Євросоюзу, однак це дає змогу

підвищити активність на внутрішньому ринку та забезпечити необхідний обсяг ліквідності ринку.

10. Збільшення кількості фінансових інструментів.

Станом на сьогодні на фондовому ринку України відсутня необхідна кількість фінансових інструментів, які існують на розвинених ринках капіталу. Зокрема, не завершено формування законодавчої бази щодо регулювання ринку похідних цінних паперів. Крім того, види цінних паперів, що визначені чинним законодавством не достатньо охарактеризовано та класифіковано, особливо в контексті їхньої відповідності міжнародним стандартам.

Відсутність захисту прав інвесторів та неналежний рівень корпоративного менеджменту призводить до зниження якості основних видів цінних паперів та зменшення зацікавленості у придбанні цінних паперів. Іншими словами, на ринку бракує тих інструментів, які б сприяли підвищенню ліквідності, зростанню дохідності інвестиційної діяльності, зменшували ризики такої діяльності та гарантували захист для учасників ринку.

Розвиток цих інструментів повинен здійснюватись у двох напрямках:

– розробка та втілення нових інструментів,

– адаптація до світових стандартів і модернізація вже існуючих на сьогодні інструментів [177].

Вітчизняні науковці та експерти ринку все частіше піднімають питання доцільності застосування інноваційних фінансових інструментів, які б володіли якісно новими для внутрішнього ринку властивостями [161, 174, 121]. Зокрема, іноземні дослідники Дж. Фіннерті та Ч. Лі говорять про фінансовий інжиніринг як механізм проектування, розроблення та реалізації інноваційних фінансових інструментів та процесів, а також творчий пошук нових підходів до вирішення проблемних питань в фінансовій сфері [104, с. 459]. Ми вважаємо, що доцільно активізувати співпрацю СРО, регулятора та незалежних експертів у галузі фінансового інжинірингу, а саме у сфері розроблення нових видів фінансових інструментів.

Для того, щоб ринок облігацій почав функціонувати з новою силою, Верховна Рада повинна прийняти Закон України про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо емісії цінних паперів (реєстраційний № 2072 від 23.01.2013 р.). У цьому законі передбачено збільшення видів облігацій, розроблено механізми обігу облігацій та механізми захисту прав власників облігацій.

Крім того, профільному комітету Верховної Ради варто розробити законодавчі акти, які б спрощували процедуру реєстрації емісії цінних паперів та введенні їх в обіг, а також встановлювали більш жорсткі вимоги до діяльності андеррайтерів та маркет-мейкерів, юридично визначали процедуру обігу державних цінних паперів на фондових біржах.

11. Законодавче узгодження діяльності регулятора.

Варто зауважити, що у наукових та експертних колах ведеться дискусія щодо доцільності створення мегарегулятора на фінансовому ринку, який б об’єднав у собі функції декількох регуляторів на фінансових ринках (НКЦПФР, НБУ, Нацкомфінпослуг). Ми вважаємо однак, що в процесі формування ринку цінних паперів, ринку деривативів, інших ринків фінансових послуг існування спеціалізованих органів регулювання є скоріш перевагою вітчизняної фінансової системи. Особливого значення набуває роль нагляду, а в посткризовому періоді низька ефективність та хаотичність нагляду може загрожувати фінансовій безпеці держави та утворювати додаткові перешкоди для ефективного функціонування ринку. Тому створення регулятора, особливо в сучасних умовах розвитку ринку цінних паперів, є недоцільним.

Як ми уже зазначали раніше, сьогодні немає чіткої узгодженості в діях органів, що регулюють функціонування ринку цінних паперів в Україні. А саме, недостатньо налагодженим є механізм інформаційного забезпечення роботи контролюючих органів Міністерства фінансів України, НБУ, НКЦПФР. Зважаючи на свої обмежені повноваження, в такій ситуації, контролюючі органи не мають змоги отримувати адекватну глобальну картину функціонування ринку, а це, в свою чергу, створює перешкоди для НКЦПФР у

площині контролю відносин між емітентами та інвесторами, унеможливлює своєчасне відстеження негативних тенденцій на ринку.

На нашу думку, доцільно було б привести нормативно-законодавчу базу, яка слугує основою для роботи регуляторів ринку, у відповідність до стандартних принципів IOSCO. Крім того, необхідно збільшити рівень фінансової та операційної незалежності регулятора.

12. Реформування корпоративного права.

Згідно Закону України «Про депозитарну систему», з жовтня 2014 року акціонери, які не відкрили рахунок в депозитарній системі позбавляються права голосу. Такі кроки зумовлені необхідністю врегулювання відносин власності в акціонерних товариствах, які часто налічують сотні, а деколи і тисячі формальних акціонерів. За умови реальної власності над товариством одного або декількох акціонерів компанії повинні підтримувати свою публічність, оскільки статус «публічної компанії» згідно чинного законодавства наділяється товариствам із більш ніж 100 акціонерами. Зазвичай акції дрібних акціонерів не перевищують і одного відсотка в статутному капіталі товариства. Відтак вважаємо правильним нововведення щодо позбавлення дрібних акціонерів, які не відкрили рахунок в цінних паперах у депозитарній системі права голосу в компанії.

Однак існує ще низка неврегульованих питань щодо діяльності суб’єктів господарювання в Україні, що дуже часто стимулює їх виводити бізнес за межі внутрішньої юрисдикції. Особливо це стосується компаній з висококонцентрованим капіталом, які реально належать одному або декільком власникам.

Отже, в рамках реформування корпоративного права рекомендуємо наступні кроки: :

– створити передумови для об’єктивної оцінки вартості акцій суб’єктів господарювання;

– законодавчо закріпити засади демократичного управління корпоративними відносинами, особливо для тих компаній, у яких є велика частка дрібних акціонерів;

– створити зручний правовий механізм для тих підприємств, які об’єднують свої капітали з метою ведення бізнесу в Україні.

13. Підвищення рівня прозорості на ринку цінних паперів

Однією із основних передумов ефективного функціонування ринку корпоративних цінних паперів є наявність об’єктивної та правдивої інформації щодо емітентів на фондовому ринку, та щодо поточних та майбутніх трендів на ринку. Це дасть можливість усім учасникам ринку самостійно оцінити ефективність управління інвестиціями, і буде слугувати запорукою здорової конкуренції між компаніями-емітентами. Зокрема, доцільно було б здійснити наступні кроки:

– підвищити вимоги щодо надання інформації емітентами, особливо до тих компаній, які вже офіційно зареєстровані та працюють на фондовому ринку;

– в практиці функціонування ринку дотримуватись принципів електронного документообігу;

– законодавчо врегулювати проблеми використання інсайдерської інформації, зокрема питання відповідальності за розголошення та/або незаконне використання інсайдерської інформації;

– підвищити вимоги до відповідальності за надання неправдивої інформації, або за невчасне надання необхідної інформації;

– забезпечити дотримання світових стандартів фінансової звітності, зокрема щодо результатів діяльності компаній-емітентів.

Водночас, необхідно також законодавчо врегулювати діяльність засобів масової інформації, незалежних інформаційних та аналітичних агентств, які висвітлюють інформацію про учасників ринку та їх діяльність.

На нашу думку, врахування та введення в дію наведених вище пропозицій дасть змогу суттєво підвищити ефективність функціонування ринку

корпоративних цінних паперів України, а саме наситити ринок новими учасниками та фінансовими інструментами, збільшити капіталізацію ринку, залучити іноземний капітал, забезпечити високу ліквідність, підняти інвестиційну привабливість ринку тощо.

Варто зауважити, що доволі розповсюдженими недоліком чинних і пропонованих до впровадження нормативно-правових актів в галузі фінансового ринку є відсутність чітко визначеної мети і сфери застосування.

Широкої популярності у світі набув метод Regulatory Impact Analysis (RIA), що українською мовою перекладається як оцінювання регуляторного впливу (ОРВ), мета якого полягає в покращенні якості нормативно-правого регулювання [21]. ОРВ покликане вивчити і проаналізувати різні шляхи досягнення цілей та вибрати найоптимальніший з них шляхом збору і опрацювання інформації та інформування законотворців. Адже ефективність будь-якого регуляторного процесу значною мірою залежить власне від поінформованості регуляторів. Більше того, усі наслідки регуляторної діяльності, як позитивні, так і негативні, доволі важко оцінити наперед, особливо в довготерміновій перспективі.

Система ОРВ складається з двох компонентів:

1) Власне процес ОРВ, який є систематичним вивченням можливих варіантів та оцінюванням очікуваних ефектів нормативних пропозицій, з використанням аналітичного методу, пов'язаного з процесом прийняття рішень (рис. 3.6).
2) ОРВ-документ, який є кінцевим продуктом процесу, і в якому підсумовані потенційні альтернативи, їх наслідки та головні аспекти впровадження запропонованих заходів.

Визначення проблеми	Ідентифі-кація мети	Думки про варіанти політики	Проведення аналізу впливу	Консалтинг з зацікавленими сторонами	Презентація висновків	Огляд запропоно-ваних варіантів

Рис. 3.6. **Процес оцінювання регуляторного впливу (ОРВ)** [21]

Особливістю процесу ОРВ є не тільки порівняння позитивних і негативних наслідків від здійснення певних заходів, а й порівняння цих наслідків із наслідками здійснення інших заходів регулярного впливу. Воно допомагає виявити прогалини в інформації, тим самим підкресливши, в якому руслі мають бути спрямовані подальші дослідження. Адже запорука успіху будь-яких заходів є саме повна та достовірна інформація, а слабке інформаційне середовище зазвичай призводить до нормативної недостатності та неефективності регулювання.

Проте найбільшою заслугою ОРВ є не так точність розрахунків, які використовувалися, а власне сам процес аналізування та анкетування, розуміння реального стану і дослідження різних припущень.

Потрібно пам’ятати, що успіх системи ОРВ залежить від регулюючих органів і наявності в них стимулів підготувати якісне ОРВ вчасно. Іншими вимогами є:

1) Розуміння системи ОРВ, яка повинна бути прийнята урядом;
2) Розуміння логіки ОРВ як інструменту для вдосконалення політики, що включає в себе усвідомлення меж державної регуляторної діяльності і потреби здійснювати раціональний вибір між альтернативами на основі порівняльного аналізу;
3) Розуміння специфічних методологічних інструментів, використовуваних в ОРВ, таких як аналіз вигод/витрат;
4) Розвиток системи ОРВ повинен включати впевненість в адекватній співпраці між урядом та зацікавленими сторонами, що забезпечить необхідні консультації та збір інформації.

Підсумовуючи, відмітимо, що розуміння шляхів оптимізації функціонування ринку корпоративних цінних паперів в Україні є лише попереднім етапом вдосконалення роботи ринку, важливим елементом цього процесу повинен стати аналітичний підхід до визначення мети та сфери застосування пропонованих заходів, а також використання методу ОРВ при

розробленні нових та вдосконаленні вже існуючих законодавчих актів щодо регулювання ринку цінних паперів.

3.3 Обґрунтування засад європейської інтеграції вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів

Вітчизняний ринок корпоративних цінних паперів, як і, зрештою, економічна система загалом, повинні розвиватися через призму європейських стандартів. Після остаточного визначення європейського вектору руху України обов'язковою умовою подальшого розвитку національної економіки та ринку цінних паперів, є не тільки всебічне вивчення європейських принципів ведення бізнесу, а й застосування європейських принципів ведення бізнесу. Водночас зрозуміло і те, що процес приведення вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів до стандартів Європейського союзу може бути тривалим та складним, а також нестиме певні труднощі для учасників ринку.

Європейська інтеграція вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів не може розглядатись окремо від судової реформи та інших заходів, які б сприяли підвищенню довіри до національної юрисдикції. Адже, як відомо, одними з основних проблем на шляху ефективного розвитку ринку є відсутність довіри інвесторів до вітчизняної судової системи, наявність високого рівня корупції на всіх ланках законодавчої та виконавчої влади, нестабільність та недосконалість законодавства тощо.

У працях вітчизняних науковців зазначаються такі екзогенні та ендогенні чинники, що вливають на міжнародне співробітництво України в економічній сфері [97, с. 55]:

- у сучасному глобальному економічному середовищі чітко простежується поглиблення інтеграційних тенденцій;
- з одного боку, зростає роль політики протекціонізму як на національному, так і на регіональному рівні, з іншого, – поширюється ідеологія «глобального управління»;

– широкого поширення набувають процеси пошуку посткризової економічної моделі для ефективного функціонування світової економічної системи;
– існування кризових процесів у країнах Європейського союзу як на економічному, так і на загальносуспільному рівнях;
– відбувається зміна руху світових фінансових потоків, зумовлена стрімким економічним розвитком окремих держав, формуванням нового геоекономічного простору ;
– одночасно із поширенням кризових процесів в економіці України відбувається підвищення її сировинної, політичної та фінансової залежності.

Через відмінні внутрішні особливості у багатьох крїнах по-різному підходять до регулювання ринків цінних паперів. Однак все ж закладаються пріоритети, які повинні формувати основу для державної політики у сфері регулювання ринку. Основні пріоритети щодо регулювання ринків цінних паперів визначає IOSCO (Міжнародна організація регуляторів ринків цінних паперів). Адже саме IOSCO є провідною міжнародною організацією, що об’єднує більше, ніж 100 регуляторів у різних куточках світу, що охоплюють близько 95% світового ринку капіталів.

Згідно програмного документу IOSCO «Цілі і принципи регулювання ринків цінних паперів», сформованого під впливом глобальної фінансової кризи 2008 р. та опублікованого у червні 2010 р., основними завданнями, які повинні бути основою при здійсненні регулювання ринку цінних паперів є [24, с. 3]:

– захист прав інвесторів;
– забезпечення справедливості, ефективності та прозорості на ринку;
– зниження рівня системних ризиків.

Зауважимо, що ефективне регулювання ринку цінних паперів вимагає, щоб наведені вище завдання розглядалися як одне ціле. Взаємозв’язок між ними проявляється у тому що, наприклад, захист прав інвесторів сприяє

підвищенню рівня справедливості та прозорості ринку, а кроки для зниження рівня системного ризику деколи співпадають з заходами, необхідними для підвищення ефективності та прозорості ринку. Тому виконання наведених вище завдань неможливе без розуміння їхнього взаємозв'язку та взаємозалежності.

Окрім того, регулювання ринку цінних паперів може мати й інші завдання. Так, в умовах кризових процесів в економіці основним завданням регулювання може бути забезпечення стабільності на ринку або стимулювання інвестицій, а в умовах активізації ринку та наповнення його широким колом емітентів та фінансових посередників – забезпечення ефективного контролю та нагляду за веденням діяльності.

Саме стандарти, наведені у документі IOSCO «Цілі і принципи регулювання ринків цінних паперів», є пріоритетними для забезпечення фінансової стійкості і, на нашу думку, повинні бути еталонами при здійсненні діяльності НКЦПФР. IOSCO виділила 9 основних груп принципів, серед яких наступні [24]:

1) Принципи щодо регулювання ринку цінних паперів: зрозумілість та конкретизація повноважень регулятора; незалежність та підзвітність регулятора у прийнятті рішень; достатній законодавчо визначений обсяг повноважень регулятора та достатній обсяг ресурсів для ведення діяльності; забезпечення чіткого та послідовного процесу регулювання; достатній професіоналізм та конфіденційність працівників регулюючого органу; забезпечення постійного моніторингу, мінімізації та управління системними ризиками, які належать до компетенції регулятора; систематичне здійснення перегляду обсягу регуляторного впливу; забезпечення мінімізації конфліктів інтересів учасників ринку.

2) Принципи щодо саморегулювання: обов'язковий контроль з боку регулятора щодо справедливості та конфіденційності діяльності саморегулівних організацій (СРО), на які покладено певні наглядові чи інші повноваження.

3) Принципи контролю за дотриманням законодавства на ринку цінних паперів: достатній обсяг повноважень регулятора для проведення перевірок, розслідувань та нагляду за діяльністю учасників ринку; забезпечення достатнього рівня повноважень регулятора щодо застосування та забезпечення виконання правових норм; ефективність та надійність діяльності регулятора у контексті використання його повноважень щодо контролю та правозастосування на ринку цінних паперів.

4) Принципи щодо співпраці у регулюванні: можливість регулятора отримувати публічну та непублічну інформацію про діяльність внутрішньодержавних та іноземних партнерів; необхідність встановлення механізмів обміну публічною та непублічною інформацією між внутрішньодержавними та іноземними партнерами регулятора ринку цінних паперів; обов’язковість надання регулятором інформації іноземним партнерам у разі такої необхідності.

5) Принципи для емітентів: забезпечення повного, точного та своєчасного розкриття необхідної для інвесторів інформації; справедливе та рівноправне ставлення до інвесторів; відповідність бухгалтерського обліку міжнародним стандартам.

6) Принципи для аудиторів, кредитних рейтингових агентств та інших провайдерів інформаційних послуг: відповідність рівня нагляду аудиторів; незалежність аудиторів від їхніх клієнтів; відповідність діяльності аудиторів до міжнародних стандартів; достатній рівень контролю за діяльністю кредитних рейтингових агентств; необхідність нагляду за діяльністю надавачів інформаційних та обчислювальних послуг відповідно до рівня, на який покладається регуляторна система.

7) Принципи для інститутів колективного інвестування: необхідність встановлення стандартів поведінки для інститутів колективного інвестування; встановлення правил щодо юридичної форми та структури інститутів колективного інвестування, а також щодо захисту прав акціонерів; забезпечення встановлення вимог щодо розкриття інформації емітентами

стосовно інструментів колективного інвестування для того, аби інвестор мав можливість прийняти рішення з приводу участі в інституті колективного інвестування та розмірі такої участі; гарантування регулятором зрозумілого та чіткого методу оцінки чистої вартості активів, визначення ціни і погашення інструментів колективного інвестування; забезпечення належного нагляду за діяльністю хедж-фондів, їхніх керівників та консультантів.

8) Принципи для ринкових посередників: спрощення входу фінансових посередників на ринок; необхідність встановлення та дотримання вимог щодо мінімального розміру капіталу та інших пруденційних вимог, які відображають ризики діяльності фінансових посередників; забезпечення дотримання стандартів внутрішньої організації та діяльності фінансових посередників з метою забезпечення захисту прав інвесторів, забезпечення достатнього рівня управління ризиками тощо; встановлення процедури для зменшення втрат інвесторів та зменшення системних ризиків у зв’язку з можливістю невиконання посередником своїх обов’язків.

9) Принципи для вторинного ринку: обов’язковість регулювання та нагляду торгівельних систем, зокрема фондових бірж; забезпечення прозорості торгівлі; виявлення та усунення маніпулювання та інших видів недобросовісної торгівлі; націленість регулювання на виявлення дефолтів та інших негативних чинників впливу на ринок; необхідність контролю за системами клірингу та розрахунків для забезпечення ефективної роботи та зменшення системних ризиків.

Варто зазначити, що сьогодні державний регулятор та СРО зважають на вищенаведені принципи та завдання, результатом чого є «Оцінка імплементації принципів IOSCO», розроблена НКЦПФР у 2013 р.

Європейський вектор політики України зумовлює необхідність детальнішого розгляду інтеграційних процесів, які мають місце у країнах ЄС та є пріоритетними для формування політики у сфері ринків цінних паперів. Інтегрування у фінансовій сфері стимулює фінансовий розвиток, що закладає підвалини для економічного зростання. Фінансова інтеграція збільшує

інвестиційний потенціал економічної системи, підвищує конкуренцію, розширює ринки збуту, що в кінцевому підсумку справляє позитивний ефект на економічну систему.

Ми вважаємо, що об'єднання фінансових ринків та європейська інтеграція матиме наступні наслідки для суб'єктів ринку України:

– Включення до функцій регуляторних органів оцінювання ділових якостей та репутації не тільки власників, але й керівників професійних учасників ринку цінних паперів. До такої перевірки належатиме, зокрема, вивчення економічної та фіскальної біографії власників та керівних органів суб'єктів ринку.

– Необхідність розкриття інформації про реальних власників суб'єктів ринку корпоративних цінних паперів та зобов'язання регулятора здійснювати оцінку їхньої ділової репутації.

– Посилення нагляду за учасниками ринку корпоративних цінних паперів, які належать до фінансових конгломератів. Зокрема у випадку, якщо материнська компанія фінансового конгломерату знаходиться поза межами єдиного ринку ЄС, регулятор має право виставити вимоги щодо створення субхолдингової компанії, головний офіс якої знаходитиметься в одній з країн-членів ЄС. У такому випадку до новоствореної компанії застосовуватиметься додатковий нагляд.

– Особливо важливим стануть заходи з пошуку та запобігання відмиванню грошей, включно з детальною перевіркою власників компаній, менеджменту та їхніх клієнтів. Додатковому нагляду підлягатимуть транскордонні банківські операції, особливо з установами, які розташовані за межами ЄС.

Як уже було зазначено вище, для України особливо важливим є європейський досвід здійснення інтеграції. Так, на початку 2001 року важливість інтеграції фондових ринків отримала в Європейському Союзі офіційний статус. Радою ЄС було затверджено поетапний механізм здійснення інтеграції фондовий ринків країн-учасниць, так званий «процес Ламфалуссі».

Суть цього методу полягає у тому, щоб привести правові основи регулювання функціонування фондових ринків в Європі до повної інтеграції. Адже до затвердження цього механізму елементи правової системи були інтегрованими лише частково.

Перший етап інтеграції передбачає формулювання концепції, тобто основних принципів інтеграції без особливої концентрації уваги на технічних деталях. Формулювання концепції є компетенцією Європейського парламенту, Комісії та Ради ЄС.

Другий етап має на меті розробку конкретних заходів по впровадженню сформульованих принципів. Сутність цих технічних процедур має бути визначена на законодавчому рівні, а самі нормативні акти повинні розроблятись на основі рекомендацій національних регуляторів та галузевих комітетів.

Третій етап – це активна співпраця регуляторних органів окремих країн з метою досягнення консенсусу стосовно адміністративних принципів для ефективної реалізації положень першого і другого етапів, та для усталення правових процедур.

Четвертий етап – втілення у практику нової законодавчої бази. Нагляд за дотримання нових законів здійснює Європейська Комісія, однак національні регулятори та гравці ринку мають право подавати до Комісії будь-яку інформацію стосовно порушень [13].

Графічно застосування методу Ламфалуссі можна зобразити наступним чином:

Рис. 3.7 **Метод Ламфалуссі***

**Джерело: побудовано автором на основі [13]*

Для того, щоб детальніше з'ясувати особливості інтеграції ринків цінних паперів, доцільно, насамперед, визначити сутність такого поняття як «фінансова інтеграція». Загальноприйнятим є наступне тлумачення: "Ринок для даного набору фінансових інструментів або послуг вважається повністю інтегрованим, якщо всі потенційні учасники ринку мають наступні характеристики: 1) підпадають під однакове регулювання, коли вони працюють з однаковими фінансовими інструментами та /або послугами; 2) мають рівний доступ до вищезазначених фінансових інструментів та/або послуг; і 3) рівні у ставленні як на національному, так і на міжнародному ринках" [2]. З цього можна зробити висновок, що для фінансової інтеграції важливими є два чинники: (а) рівноправність учасників ринку та (б) єдина законодавча база регулювання їхньої діяльності.

Зауважимо, що згідно поточної редакції Угоди про асоціацію України з ЄС, повне впровадження в вітчизняному законодавстві ринку цінних паперів численних Євродиректив передбачається впродовж чотирьох років з моменту набрання Угодою чинності (Додаток Й). Таке реформування зумовить певні труднощі для учасників ринку, однак, в довготерміновій перспективі дасть можливість вивести національний ринок корпоративних цінних паперів на якісно вищий рівень. Серед основних законодавчих актів ЄС, необхідних для імплементації у сфері ринку цінних паперів та корпоративного управління можна назвати наступні:

- Директива 97/9/ЄС Європейського парламенту та Ради від 3 березня 1997 р. «Про схеми компенсації інвесторам»;
- Директива 2004/25/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 21 квітня 2004 р. «Про пропозиції поглинання»;
- Директива 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 28 січня 2003 р. «Про використання інсайдерської інформації в процесі торгів та маніпулювання ринком»;
- Директиви Ради ЄС № 77/91/ЄС від 13 грудня 1976 р. «Про узгодження гарантій, яких вимагають держави-члени від товариств».

Спробуємо проаналізувати ті з європейських законодавчих актів, які можуть здійснити найбільший вплив на вітчизняний ринок.

Згідно директиви 97/9/ЄС Європейського парламенту «Про схеми компенсації інвесторам» від березня 1997 р., у кожній державі Європейського Союзу повинен існувати механізм гарантування захисту прав інвестора для ситуацій, коли компанія-емітент не може виконати взяті на себе зобов'язання.

Для узгодження із цією директивою, у рамках загального процесу приведення законодавства до європейських стандартів, НКЦПФР розробила Концепцію проекту закону, який би гарантував захист прав інвесторів. Законопроект схвалений урядом, однак, ще не розглянутий ВРУ.

В основі нового закону лежить розроблення двох схем компенсації:

1) Створення відповідного Фонду, за допомогою якого можна було б гарантувати повернення вкладень на фондовому ринку для фізичних осіб;
2) Створення схеми колективного гарантування зобов'язань, на основі укладення відповідних договорів. Кожен з учасників договору бере на себе зобов'язання гарантувати повернення інвестицій, здійснених на придбання цінних паперів будь-кого з учасників договору.

Варто відзначити, що учасники ринку досить негативно відреагували на створення відповідного фонду [50, 178], зокрема, апелюючи до його несвоєчасності, неможливості забезпечення фінансування, недосконалості законопроекту, невеликої кількості учасників, низьким рівнем розвитку учасників ринку - платників внесків до фонду, наявності спекулятивно-шахрайських можливостей тощо. Необхідно відзначити, що схема компенсації інвестицій шляхом створення відповідного фонду потребує ще подальшої деталізації. Відкритими залишаються питання щодо фінансового забезпечення його створення та функціонування, компетенції та складу наглядової ради, питання узгодженості статуту із європейським законодавством.

Фонди гарантування захисту прав інвесторів функціонують в окремих державах Європейського союзу, зокрема країнах Балтії, Польщі, Іспанії,

Німеччині, Швейцарії та ін. Їхнє функціонування дає змогу підвищувати надійність та інвестиційну привабливість ринку корпоративних цінних паперів, забезпечувати захист від шахрайства та спекулювання, залучати іноземні інвестиції. Однак згідно наведеної вище директиви Європейського парламенту «Про схеми компенсації інвесторам» компенсаційні схеми можуть реалізовуватись через будь-які інші гарантійні механізми, а саме: резерви, внутрішні фонди, визначені державною додаткові статутні вимоги тощо.

Зважаючи на низький рівень розвитку інститутів спільного інвестування та компаній з управління активами в Україні, ми погоджуємося із зауваженнями учасників ринку щодо утворення відповідного фонду. Однак вважаємо, що більш актуальним, враховуючи часті дефолти за корпоративними облігаціями, є формування механізму гарантування захисту прав інвесторів у боргові цінні папери. Окрім створення Фонду гарантування відшкодувань за інвестиціями в боргові цінні папери, доцільним є законодавче обґрунтування дефолту за корпоративними облігаціями, підвищення вимог та контролю за діяльністю рейтингових агентств, забезпечення належного рівня прозорості діяльності емітентів, формування системи безкоштовного правового супроводу інвесторів тощо. Наведені вище заходи дадуть змогу підвищити рівень довіри до вітчизняних боргових фінансових інструментів, знизити рівень системних і специфічних ризиків та покращити інвестиційний клімат на ринку корпоративних цінних паперів.

У сьогоднішніх умовах створення Фонду гарантування відшкодувань за інвестиціями в боргові цінні папери може відбутись лише на паритетних засадах державою та учасниками ринку. Участь у відповідному фонді для емітента повинна підвищувати його конкурентоздатність перед іншими економічними суб’єктами, стимулювати підвищення довіри інвесторів, що в результаті, дасть змогу залучити інвестиції в більшому розмірі та на кращих умовах. На нашу думку, можливий певний сенергетичний ефект для компанії-емітента. Однак цьому передує тривала та клопітка робота над створенням такого механізму.

Акумулювання коштів фондом повинно здійснюватись диференційованим методом в розмірах, які не створюватимуть перешкод для учасників ринку корпоративних цінних паперів. Окрім обов’язкової суми відрахувань у разі здійснення емісії боргових цінних паперів (сума не повинна перевищувати 0,1% випуску), необхідно відраховувати «страховий внесок», який за умови успішного погашення позики повертатиметься емітенту з певним відсотком прибутку від розміщення цих коштів у високонадійних інвестиційних інструментах (ОВДП, банківські метали тощо). Окрім перелічених вище шляхів фінансування фонду, варто залучати кошти міжнародних фінансово-кредитних та грантових організацій, особливо в умовах євроінтеграційних процесів України. Варто очікувати (за умови стабілізації військово-політичної ситуації в Україні) підвищення зацікавленості вітчизняної економіки з боку іноземних інвестиційних фондів, що дасть змогу залучити додаткове фінансування на утворення Фонду.

З метою зменшення витрат на утворення Фонду гарантування відшкодувань за інвестиціями в боргові цінні папери доцільно на етапі його формування забезпечити виконання деяких управлінських та організаційних функцій існуючим Фондом гарантування вкладів фізичних осіб.

Підсумовуючи зазначимо, що формування механізму гарантування захисту прав інвесторів у боргові цінні папери особливо актуальне у сучасних умовах, адже це стимулюватиме підвищення довіри інвесторів до ринку цінних паперів, активізуватиме інвестиційну діяльність, покращить імідж України на міжнародній арені.

Для ситуацій, коли інвестор володіє не менше ніж 90% голосів у компанії, у директиві 2004/25/ЄС Європейського Парламенту та Ради щодо пропозицій про поглинання, описуються права обов'язкового продажу (squeeze-out) та обов'язкового викупу (sell-out) за справедливою ціною акцій міноритарних акціонерів. Для держав-членів ЄС допускається також встановлення вищого порогу, однак не більше 95% [151].

Так, до прикладу, суттєвим кроком на шляху вирішення даного питання стало розроблення законопроекту «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах», який захищає права мажоритарних акціонерів шляхом надання їм права squeeze-out – права вимагати від інших акціонерів продажу своїх акцій за справедливою ціною за умови, що мажоритарний акціонер контролює 95 і більше відсотків акцій, що на даний час у вітчизняному законодавстві відсутнє повністю. Окрім інших очевидних переваг цього права (таких як паритет захисту інтересів міноритаріїв і мажоритаріїв), це допоможе захистити компанії від рейдерських атак, коли навіть власних однієї акції може бути чимось невдоволений і втягнути компанію у судові спори.

Протилежним за своєю суттю є право sell-out – право міноритарних акціонерів продавати свої акції за справедливою ціною. У випадку, якщо один акціонер контролює 50 і більше % акцій, то дрібним акціонерам, по-перше, важко впливати на політику компанії, а, по-друге, їхні акції стають менш ліквідні, і як компенсацію за незручності йому пропонується право sell-out. Але якщо директивою ЄС порогове значення мажоритарного акціонера ставить 95%, то у вітчизняному законодавстві право sell-out зафіксоване на рівні 50% та регулюється законом України «Про акціонерні товариства».

Директива 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 28 січня 2003 року про використання інсайдерської інформації у процесі торгів та маніпулювання ринком (ринкові махінації).

Метою цієї директиви є зміцнення етичних принципів функціонування фінансових ринків Європи та забезпечення доступу на ринок правдивої інформації. Під дію законодавчого акту попадає кожен фінансовий інструмент та транзакції з ним, якщо він уже знаходиться в обігу, або планується до введення в обіг в одній із країн ЄС.

Зауважимо, що питання етичних принципів є особливо актуальними для внутрішнього ринку, адже наявність економічних диспропорцій, отримання надприбутків, нестабільність ринку, погіршення інвестиційної привабливості

України – це все результати неетичної поведінки та маніпуляцій фондовими цінностями.

У 2003 р. НКЦПФР затвердила «Концепцію запобігання маніпулюванню ринком цінних паперів, нечесній торговій практиці і порушенню етики професійної діяльності на фондовому ринку», а у 2011 р. – «Порядок запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення операцій з цінними паперами на фондовій біржі». Ці документи стали основою для внесення деяких доповнень в Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів».

Для ефективного функціонування ринку корпоративних цінних паперів України, на законодавчому рівні повинні бути врегульовані проблеми маніпулювання та інсайдерської торгівлі. Зокрема необхідним є закон, який би чітко визначав категорію «маніпуляція на фондовому ринку», та визначав регулятивні заходи згідно національних та міжнародних стандартів.

Важлива роль при цьому має бути покладена на НКЦПФР, яка б займалася виявленням ситуацій із маніпулювання та визначенням запобіжних заходів впливу. На сьогоднішній день цю функцію виконують фондові біржі, однак не зрозуміло, хто саме є відповідальним за виявлення маніпулювання. НКЦПФР потрібно також розробити порядок здійснення нею перевірок фондових бірж з метою виявлення маніпулювання.

Для кращої адаптації вітчизняного рикну корпоративних цінних паперів до європейських стандартів, підприємства-емітенти повинні вести свою фінансову звітність згілно міжнародних стандартів, щоб це було зрозуміло іноземним партнерам. Перехід до європейських стандартів вимагає також і відповідної законодавчої підтримки. У цьому контексті доцільно відзначити, що у Верховній Раді сьогодні розглядається проект Закону «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення діяльності акціонерних товариств». Положення цього закону мають на меті сприяти імплементації Директиви Ради ЄС № 77/91/ЄС від 13.12.76.

Крім того, відповідні комісії Верховної Ради розробляють законопроекти, спрямовані на врегулювання різних аспектів корпоративного управління в акціонерних товариствах з метою підвищення ефективності такого управління.

Наголосимо також, що НКЦПФР проводить роботу, спрямовану на приєднання України до Меморандуму про взаєморозуміння щодо консультування та співробітництва і обміну інформацією Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO) [85, с. 52-53].

Підсумовуючи наведене вище, варто зазначити, що в Україні і досі відсутня комплексна стратегія, яка б забезпечила сталий розвиток фінансового ринку та його успішну інтеграцію у європейський простір. Її розроблення повинно базуватись на європейському досвіді, зокрема на описаному вище методі Ламфалуссі.

Втім така стратегія, незважаючи на жорстку необхідність адаптації вітчизняної нормативно-правової бази до законодавства ЄС, повинна базуватись все ж на підсиленні конкурентоспроможності національного ринку, а не на банальному копіюванні європейських законодавчих актів. Важливим завданням держави у такій ситуації має бути створення спільного координаційного органу, до якого б входили представники всіх державних регуляторів фінансових ринків, законодавців, науковців, експертів та представників міжнародного співтовариства. Основним завданням такого органу має бути розроблення системних пріоритетів розвитку фінансового ринку, що забезпечило б покращення координації та взаємодії між регуляторами на фінансових ринках, адже саме нестабільна державна політика у сфері фінансів є одним з чинників, які перешкоджають ефективному розвитку вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів. Основою для такої стратегії повинні стати концептуальні засади інтеграції ринків корпоративних цінних паперів та інтеграційний досвід Європейських країн.

Висновки до розділу III

За результатами здійсненого дослідження зроблено наступні висновки:

1) Проведено економетричне моделювання залежності обсягу емісії корпоративних облігацій на національноєму ринку від таких макроекономічних показників, як річний темп росту ВВП, облікова ставка НБУ, рівень інфляції, зміна валового зовнішнього боргу та прямих іноземних інвестицій, рівень інфляції з лагом в 1 рік, обсяг валових заощаджень та темп росту ВВП з лагом в 1 рік. Як результат здійснення кореляційно-регресійного аналізу та оцінки адекватності різних специфікацій, розроблено логарифмічно-лінійну модель впливу макроекономічних показників на обсяг емісії облігацій. Оцінювання розробленої моделі вказує на те, що обсяг валових заощаджень, облікова ставка НБУ, темп зростання ВВП з лагом в 1 рік та рівень інфляції з лагом в 1 рік статистично значуще впливають на обсяг емісії корпоративних облігацій.

2) З’ясовано, що ринок облігацій і ринок акцій по-різному реагують на зміну економічної кон’юнктури. Обсяг емісії акцій, на відміну від емісії корпоративних облігацій, не залежить від показників соціально-економічного розвитку. Визначено, що кон’юнктура ринку акцій залежить, скоріш, від чинників неекономічного характеру: політичних, інфраструктурних, соціально-психологічних та глобальних.

3) Розроблено рекомендації для оптимізації діяльності ринків цінних паперів в Україні. Основними кроками для покращення функціонування ринку корпоративних цінних паперів є: консолідація організаторів торгівлі на ринку, завершення інфраструктурної реформи, забезпечення ефективної співпраці між СРО та регулятором, створення альтернативних майданчиків для лістингу невеликих компаній, запровадження подвійного лістингу вітчизняних компаній, які вже котируються на іноземних фондових біржах, необхідність перегляду лістингових вимог для участі компаній в біржових торгах, лібералізація та диверсифікація регуляторної політики, зниження податкового навантаження на ринок, активізація залучення інвестицій на фондовий ринок, зокрема шляхом

завершення пенсійної реформи, збільшення кількості фінансових інструментів, законодавче узгодження діяльності регулятора, реформування корпоративного права, підвищення рівня прозорості на ринку цінних паперів.

4) На основі даних за попередні роки розроблено прогноз обсягів емісії корпоративних облігацій вітчизняними суб'єктами господарювання в 2014 р. Прогнозоване значення емісії складає 1,5996 млрд дол. США, що на 69,85% нижче, аніж відповідний показник 2013 р. На жаль, негативні тенденції очікуються і в 2015 р., що зумовлено політичною та економічною нестабільністю, девальвацією національної валюти, геополітичним конфліктом з Росією, зниженням інвестиційної привабливості України, зниженням темпів економічного зростання в 2013 – 2014 рр.

5) Розроблено рекомендації для оптимізації діяльності ринків цінних паперів в Україні. Основними кроками для покращення функціонування ринку корпоративних цінних паперів є: консолідація організаторів торгівлі, завершення інфраструктурної реформи, забезпечення ефективної співпраці між СРО та державним регулятором, створення альтернативних майданчиків для лістингу невеликих компаній, необхідність перегляду лістингових вимог для участі суб'єктів господарювання у біржовій торгівлі, лібералізація та диверсифікація регуляторної політики, зниження податкового навантаження на ринок, активізація залучення інвестиційних ресурсів, зокрема шляхом завершення пенсійної реформи, збільшення кількості фінансових інструментів, законодавче узгодження діяльності регулятора, реформування корпоративного права, підвищення рівня прозорості на ринку цінних паперів. Важливим напрямом для підвищення ефективності функціонування ринку є створення механізму гарантування захисту прав інвесторів у боргові цінні папери.

6) Обґрунтовано доцільність формування механізму гарантування захисту прав інвесторів у боргові цінні папери. Окрім створення Фонду гарантування відшкодувань за інвестиціями в боргові цінні папери, доцільним є законодавче обґрунтування дефолту за корпоративними облігаціями, підвищення вимог та контролю за діяльністю рейтингових агентств,

забезпечення належного рівня прозорості діяльності емітентів, система безкоштовного правового супроводу інвесторів тощо. Наведені вище заходи дадуть змогу підвищити рівень довіри до вітчизняних боргових фінансових інструментів, знизити рівень системних і специфічних ризиків та покращити інвестиційний клімат на ринку корпоративних цінних паперів.

7) Проаналізовано основні принципи та завдання регулювання ринку цінних паперів. Здійснено дослідження відповідності українського законодавства до європейський стандартів. Охарактеризовано основні кроки для імплементації вітчизняної нормативно-правової бази в сфері ринку корпоративних цінних паперів до законодавства ЄС. У зв’язку з необхідністю європейської інтеграції вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів запропоновано використання 4-рівневого «підходу Ламфалуссі». Згідно даного методу, різні елементи законодавчого регулювання ринку знаходяться на різних етапах інтеграції, однак завершальним результатом повинна бути повноцінна інтеграція країн-членів ЄС до європейських стандартів. Відтак пропонується такі чотири етапи: формування концепції, запровадження принципів, покращення зв’язків та співпраці між національним регуляторами ринків цінних паперів, виконання поставлених завдань.

ВИСНОВКИ

У дисертації узагальнено та обґрунтовано нове вирішення важливого наукового завдання щодо розроблення теоретичних і практичних засад функціонування ринку корпоративних цінних паперів України для підвищення ефективності залучення додаткових фінансових ресурсів суб'єктами господарювання корпоративного сектора економіки.

Проведене дослідження дало змогу зробити такі висновки:

1. Ефективний розвиток економіки України в сучасних умовах потребує широкого використання корпоративних цінних паперів як фондових інструментів залучення капіталу. Ринок корпоративних цінних паперів варто розглядати як частину фінансового ринку, яка становить сукупність кредитно-фінансових інститутів і соціально-економічних відносин щодо акумулювання, розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів, що забезпечують реалізацію попиту та пропозиції на корпоративні цінні папери. Розкриття сутності ринку корпоративних цінних паперів дало змогу визначити його роль та місце у фінансовій системі.

2. Доведено, що на формування та розвиток ринку корпоративних цінних паперів впливає низка чинників політичного, економічного, соціально-психологічного, інфраструктурного і глобального характеру. Незважаючи на те, що ринок корпоративних цінних паперів є автономною системою, на нього чинять суттєвий вплив й інші сегменти (ринки) фінансової та економічної системи. Проте в рамках елементної взаємодії, характер цього впливу є взаємним, тобто носить дво- і багатосторонній характер.

3. У зв'язку з тим, що початок формування ринку корпоративних цінних паперів безпосередньо пов'язаний з приватизаційними процесами і є прямим результатом їхнього здійснення, проведено аналіз становлення ринку крізь призму приватизації, особливо в перші роки незалежності України. Виділено чотири основні періоди розвитку ринку корпоративних цінних паперів: приватизаційний період (1989 – 2002 рр.), період активізації (2002 –

2007 рр.), кризовий період (2008 – 2010 рр.) і посткризовий період (2011 р. – до сьогодні). З огляду на необхідність відновлення економіки після кризових, військово-політичних та інших форс-мажорних обставин, наголошено на підвищенні ролі ринку корпоративних цінних паперів як джерела залучення капіталу з високим інвестиційним потенціалом.

4. Дослідження динаміки розвитку ринку корпоративних цінних паперів в Україні дало змогу виявити особливості його функціонування, які проявляються в збільшення частки біржового обігу корпоративних цінних паперів, зниженні торгівельної активності учасників ринку, зростанні частки боргових фінансових інструментів, варіативності показників капіталізації та концентрації ринку. На основі проведеного аналізу виявлено значний потенціал розвитку ринку корпоративних цінних паперів в Україні.

5. Подальший ефективний розвиток ринку корпоративних цінних паперів пов’язаний, передусім, з удосконаленням методів його регулювання. З’ясовано проблеми у сфері управління ринком, що зумовлюють основні перешкоди для широкого використання компаніями ринкових фінансових інструментів з метою залучення додаткових ресурсів для фінансування. Основними проблемами ринку корпоративних цінних паперів є: нестабільність та нерозвиненість законодавства, дублювання функцій різних регуляторів фінансового ринку, слабка координація дій між фінансовими регуляторами, відсутність узгодженої стратегії розвитку ринку корпоративних цінних паперів, низька якість корпоративного управління, проблеми у сфері біржової діяльності . Визначені проблеми потребують особливої уваги через нормативне, методологічне та інфраструктурне забезпечення регулювання ринку.

6. Проведене теоретико-методологічне дослідження за допомогою методів економетричного моделювання дало змогу виявити залежність між обсягом емісії корпоративних облігацій на національному ринку від макроекономічних показників і підтвердити гіпотезу про те, що ділова активність компаній на ринку корпоративних цінних паперів залежить від індикаторів соціально-економічного розвитку. Зокрема, простежується стійкий

позитивний вплив зміни темпу зростання ВВП з запізненням на один рік і зміни обсягу валових заощаджень на емісію облігацій вітчизняними підприємствами. Спостерігається також незначний негативний вплив зміни облікової ставки та рівня інфляції з лагом в один рік на емісію корпоративних облігацій. Водночас не виявлена залежність між обсягом емісії акцій та показниками макроекономічного розвитку, що свідчить про те, що кон'юнктура ринку акцій залежить, у першу чергу, від чинників неекономічного характеру: політичних, інфраструктурних, соціально-психологічних та глобальних.

7. Основними напрямами на шляху покращення функціонування ринку є: консолідація організаторів торгівлі, завершення інфраструктурної реформи, забезпечення ефективної співпраці між СРО та державним регулятором, створення альтернативних майданчиків для лістингу невеликих компаній, необхідність перегляду лістингових вимог для участі суб'єктів господарювання у біржовій торгівлі, лібералізація та диверсифікація регуляторної політики, зниження податкового навантаження на ринок, активізація залучення інвестиційних ресурсів, зокрема шляхом завершення пенсійної реформи, збільшення кількості фінансових інструментів, законодавче узгодження діяльності регулятора, реформування корпоративного права, підвищення рівня прозорості на ринку цінних паперів. Важливим напрямом для підвищення ефективності функціонування ринку є створення механізму гарантування захисту прав інвесторів у боргові цінні папери.

8. Адаптація законодавства до європейських стандартів, з одного боку, позитивно вплине на покращення ринкової інфраструктури, корпоративного управління, прозорості діяльності компаній, безпеку інвесторів, з іншого, – посиленням вимог до емітентів може негативно позначитись на активності суб'єктів господарювання щодо використання корпоративних цінних паперів. Стратегія імплементації нормативно-правової бази до вимог ЄС у сегменті фінансових ринків повинна базуватись не на простому копіюванні європейських законодавчих актів, а на підсиленні конкурентоспроможності національного ринку.

Результати дисертаційної роботи доцільно використовувати для удосконалення процесу управління ринком корпоративних цінних паперів з метою зростання ділової активності учасників ринку, підвищення рівня прозорості та корпоративного управління, залучення внутрішніх і зовнішніх інвестиційних ресурсів у національну економіку.

ДОДАТКИ

Додаток А

Систематизація підходів до визначення поняття «фінансовий ринок» в вітчизняній літературі*

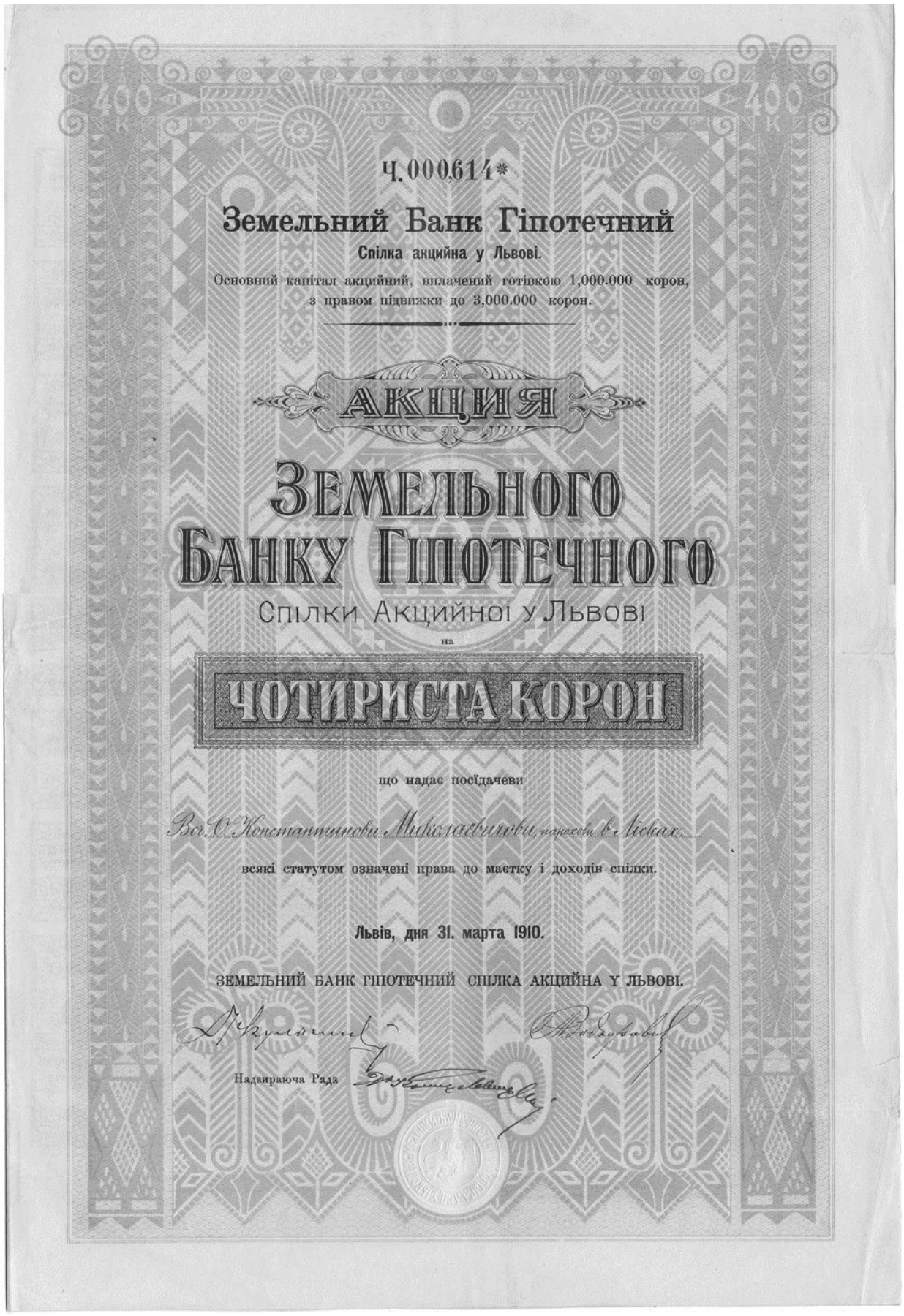
Автор	Визначення терміну «фінансовий ринок»
В. М. Опарін	Надбудова, через яку координується діяльність всієї фінансової системи. Сполучна сфера, через яку здійснюється рух фінансових ресурсів [124, с. 37].
В. В. Бєляєв, В. П. Ходаківська	Вся система економічних відносин, що виникають між його прямими учасниками при формуванні попиту і пропозиції на специфічні послуги – фінансові послуги, пов'язані з процесом купівлі-продажу, розподілу та перерозподілу фінансових активів, які знаходяться у власності економічних суб'єктів національної, регіональної та світової економіки [194].
І. О. Лютий	Сукупність економічних відносин з приводу опосередкування руху грошових заощаджень від зберігача до споживача, що відбувається в процесі купівлі-продажу таких ресурсів під впливом попиту і пропозиції на фінансові активи [165, с. 45]
І. О. Школьник	Сукупність економічних відносин, з приводу перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів між населенням (домогосподарствами), суб'єктами господарювання та державою через систему фінансових інститутів на основі взаємодії попиту і пропозиції [204, с. 15].
В. М. Шелудько	Система економічних та правових відносин, пов'язаних з купівлею-продажем або випуском та обігом фінансових активів [201, с. 11].
А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк	Система економічних та правових відносин, пов'язаних з випуском (емісією), купівлею-продажем та обігом фінансових активів (акцій, облігацій, депозитів тощо) [191, с. 799].
О. М. Іваницька	Мережа спеціальних (банківсько-фінансових) інститутів, що забезпечує взаємодію попиту та пропозиції на гроші як специфічний товар, їхнє взаємне врівноваження [83, с. 96].
В. М. Іванов	Місце купівлі-продажу фінансових ресурсів та сукупність інститутів, які забезпечують їхній обіг, тобто сукупність соціально-економічних відносин у сфері трансформації бездієвих грошових коштів у позиковий капітал через кредитно-фінансові інститути на основі попиту та пропозиції [82, с. 3].
В. В. Фещенко	1. Механізм, що забезпечує формування і розподіл інвестиційних ресурсів та фінансових послуг відповідно до інтересів його учасників за правилами, визначеними державою та її регуляторними органами. 2. Механізм акумуляції та трансформації в інвестиційні ресурси грошових коштів, що тимчасово не задіяні у реальному секторі економіки [73, с. 598-599].
Корнєєв В. В.	Мережа інтегрованих фінансових інститутів, які реалізують контрактні відносини при операціях з фінансовим капіталом через використання фінансових інструментів та впровадження фінансових послуг [96]
Болдуєва О. В.	Сукупність норм поведінки суб'єктів та фінансових установ, що забезпечують на ринкових засадах трансферт грошових

	ресурсів, сприяючи таким чином встановленню рівноваги пропозиції та попиту на грошові ресурси [49].
В. С. Лук'янов	Сукупність автономних сегментів фінансової системи, у межах якої постійно здійснюється широкий спектр фінансових правочинів і завдяки чому: по-перше, відбувається розширене відтворення грошових, валютних, боргових потоків; по-друге, забезпечується сталий розвиток національного господарства; по-третє, посилюється державна участь в глобалізаційних процесах [106, с. 256]

**Джерело: скдладено автором на основі [49, 73, 82, 83, 96, 106, 124, 165, 191, 194, 201, 204]*

Додаток Б

Акція «Земельного Банку Гіпотечного» 1910 р.



Ч. 000,614*

Земельний Банк Гіпотечний

Спілка акцийна у Львові.

Основний капітал акцийний, вплачений готівкою 1,000.000 корон, з правом підвижки до 3,000.000 корон.

АКЦИЯ

ЗЕМЕЛЬНОГО БАНКУ ГІПОТЕЧНОГО

Спілки Акцийної у Львові

на

ЧОТИРИСТА КОРОН

що надає посідачеви

Вп. О. Константинови Миколаєвичови, парохови в Лісках

всякі статутом означені права до маєтку і доходів спілки.

Львів, дня 31. марта 1910.

ЗЕМЕЛЬНИЙ БАНК ГІПОТЕЧНИЙ СПІЛКА АКЦИЙНА У ЛЬВОВІ.

Надзираюча Рада

Додаток В

Збірна акція Акційної спілки «Полотно» 1924 р.

Додаток Г

Довжна грамота Товариства «Просвіта» у Львові 1931 р.

ТОВАРИСТВО „ПРОСВІТА“ У ЛЬВОВІ.

Ч. Л. 918

ДОВЖНА ГРАМОТА

ПІДПИСАНИЙ ГОЛОВНИЙ ВИДІЛ ТОВАРИСТВА „ПРОСВІТА“ У ЛЬВОВІ, СТВЕРДЖУЄ ОТСИМ ВІДБІР КВОТИ

ДЕСЯТЬ ПОЛЬСЬКИХ ЗОЛОТИХ

10 GROSZY 10 OPŁATA STEMPLOWA

від Товариства студентів Політехніки „Основа“ в у Львові

ТИТУЛОМ БЕЗПРОЦЕНТОВОЇ ПОЗИЧКИ НА ЦІЛИ ТОВАРИСТВА „ПРОСВІТА“ У ЛЬВОВІ, НА СЛІДУЮЧИХ УСЛІВЯХ:

1. СПЛАТУ ПОЗИЧКИ ЗАБЕЗПЕЧУЄ ТОВАРИСТВО „ПРОСВІТА“ ЦІЛИМ СВОЇМ ДВИЖИМИМ І НЕДВИЖИМИМ МАЙНОМ.
2. СПЛАТА ПОЗИЧКИ НАСТУПИТЬ В ЦІЛОСТИ ОДНОРАЗОВО В ЗЛОТИХ ПОЛЬСЬКИХ ЗА ПЯТЬ ЛІТ ВІД ДАТИ ВИСТАВЛЕННЯ ЦІЄЇ ГРАМОТИ ПО ПИСЬМЕННІМ ВИПОВІДЖЕННІ ТОВАРИСТВОМ „ПРОСВІТА“ НА 14 ДНІВ ПЕРЕД РЕЧИНЦЕМ ПЛАТНОСТИ.
3. ВИПЛАТА ПОЗИЧКИ ВІДБУДЕТЬСЯ ЗА ЗВОРОТОМ ЦЕЇ ГРАМОТИ В КАСІ ТОВАРИСТВА „ПРОСВІТА“ У ЛЬВОВІ, АБО НА БАЖАННЯ ПОЧТОЮ.
4. ПЕРЕНЕСЕННЯ ЯКИХНЕБУДЬ ПРАВ, ЩО ВИПЛИВАЮТЬ З ДОВЖНЬОЇ ГРАМОТИ НА ТРЕТЮ ОСОБУ, МОЖЕ НАСТУПИТИ ТІЛЬКИ ЗА ЗГОДОЮ ТОВАРИСТВА „ПРОСВІТА“ У ЛЬВОВІ.
5. ПРЕТЕНСІЯ З ТИТУЛУ ПОЗИЧКИ ПЕРЕДАВНЮЄТЬСЯ З УПЛИВОМ ТРЬОХ ЛІТ ВІД ДНЯ ВИСИЛКИ ПОВІДОМЛЕННЯ ПРО РЕЧИНЕЦЬ СПЛАТИ.

ЛЬВІВ, ДНЯ 9. грудня 1931.

ЗА ГОЛОВНИЙ ВИДІЛ Т-ВА „ПРОСВІТА“ У ЛЬВОВІ:

ГОЛОВА

ТОВАРИСТВО „ПРОСВІТА“ У ЛЬВОВІ

СЕКРЕТАР

V/2000 — 1931.

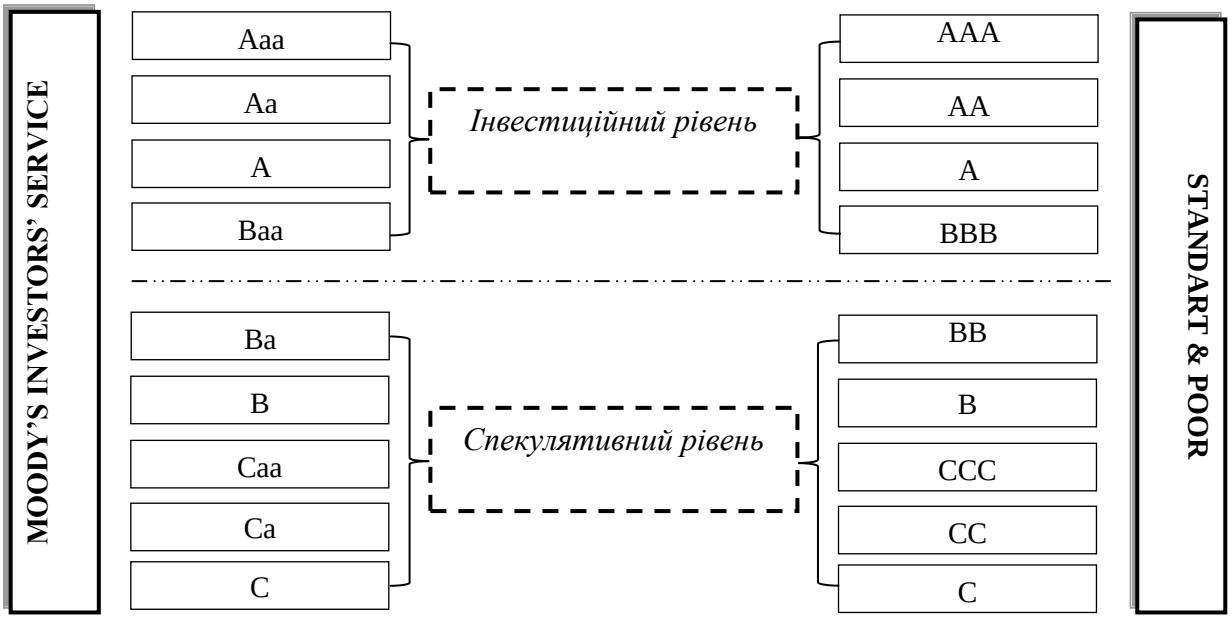
Додаток Д

Підходи до визначення функцій ринку цінних паперів вітчизняних учених

Автор	Функції ринку цінних паперів
О. М. Мозговий	– акумуляція грошових коштів населення і підприємств; – концентрація цих коштів з метою створення сприятливих умов для формування капіталу, здатного вирішувати крупні економічні завдання; – стимулювання інвестиційної діяльності; – оптимізація галузевої і регіональної структур економіки внаслідок переливу коштів у високорентабельні виробництва; – формування інституту власників, що забезпечують ефективне використання матеріальних, трудових і фінансових ресурсів; – сприяння інтеграції України у світову економічну систему [114, с. 5].
В. В. Клименко	– забезпечення перерозподілу капіталу між галузями та сферами національного господарства країни та між територіями; – здійснення перерозподілу накопичень невиробничого характеру у виробничу сферу; – надання змоги профінансування дефіциту державного бюджету на невиробничій основі [89].
С. М. Еш	***Загальноринкові***: – отримання прибутку від операцій на даному ринку; – цінова – забезпечує формування ринкових цін; – інформаційна – забезпечує збір інформації про суб’єктів і об’єктів ринку і доведення її до учасників; – регулювальна – ринок встановлює правила торгівлі, порядок вирішення спірних питань між учасниками, встановлює пріоритети, органи контролю управління та ін. ***Специфічні***: – функція перерозподілу; – функція страхування цінових і фінансових ризиків; – перерозподіл коштів між галузями і сферами ринкової діяльності; – перерахунок заощаджень з невиробничої у виробничу форму; – фінансування дефіциту державного бюджету на не інфляційній основі, тобто без випуску в обіг додаткових коштів та ін. [74, с. 322].
Лютий І. О.	– накопичення капіталів економічних суб’єктів, мобілізація і концентрація вільних грошових коштів, тобто усяка порівняно незначна сума, незалежно від необхідного мінімуму, що здатний функціонувати як позичковий чи виробничий капітал, може бути застосована у цій якості, з’єднавшись з іншими такими ж сумами – застосування капіталу, тобто кредитування і фінансування держави і господарюючих суб’єктів, що знімає обмеження розширення діяльності тільки за рахунок самофінансування – ефективний перерозподіл капіталу у відповідності до основних принципів ринкової оптимальності – інформаційне забезпечення ринкових суб’єктів [165].

**Джерело: складено на основі [74, 89, 114, 165]*

Додаток Е



Структуризація кредитних рейтингів основних рейтингових агентств

**Джерело: розроблено автором на основі [126]*

Додаток Є

Прямі витрати, пов'язані з розміщенням акцій на Лондонській фондовій біржі

Вид витрат	Мінімальні витрати, $	Максимальні витрати, $	Зауваження
Юридичний консультант компанії	750 000	1 250 000	Можна обговорити і наперед домовитися про максимальний розмір юридичних витрат
Юридичний консультант андерайтерів	500 000	750 000	Можна обговорити і наперед домовитися про максимальний розмір юридичних витрат
Аудитори	400 000	600 000	Компанія повинна обговорити винагороду з своїм поточним аудитором
Банк-депозитарій	0	0	Банки дуже часто платять емітенту за можливість виконувати функцію депозатарія, оскільки, заробляють на торговому обороту, як депозитарій
Road-show	150 000	200 000	Діапазон включає повну програму маркетингу, в тому числі і в США
Послуги по зв'язку з громадськістю і інвесторами	80 000	100 000	Діапазон включає вузький спектр наданих послуг
Комісія за лістинг	190 000	300 000	На основі шкали комісійних ЛФБ
Збір за підтримку лістингу на рік	12 000	7 000	На основі шкали комісійних ЛФБ
Друк	200 000	300 000	Діапазон включає витрати на розміщення проспектів акцій та ін.
Всього	**2 282 000**	**3 517 000**	

**Джерело: складено на основі [180, с. 229]*

Додаток Ж

Огляд ключових регуляторних лістингових вимог основних фондових бірж світу*

Лістингові критерії	London Main Market	Hong Kong Main Board	New York Stock Exchange	NASDAQ (Global Select)	Singapore Main Board
Спонсор[1]	вимагається	вимагається	не вимагається	не вимагається	вимагається
Аудиторська перевірка	за 3 роки; не старіша, ніж 6-місячної давності	за 3 роки; не старіша, ніж 6-місячної давності	аудит за останні 3 роки; для компаній, що розвиваються згідно з JOBS ACT дозволено 2 роки	аудит за останні 3 роки; для компаній, що розвиваються згідно з JOBS ACT дозволено 2 роки	за 3 роки; не старіша, ніж 6-місячної давності
Бухгалтерські стандарти	EU IFRS або еквівалент IFRS для емінентів не з Євросоюзу	HK FRS, IFRS, CASBE (тільки для емітентів PRC), US GAAB або інші бухгалтерські стандарти можуть бути погоджені за певних обставин	US GAAP або IFRS	US GAAP або IFRS	Сінгапурські FRS, IFRS або US GAAP
Фінансові критерії	Принаймні, 75% бізнесу підприємства повинні бути підтримані послужним списком заробітку для трирічного періоду. Мінімальна ринкова капіталізація при вступі – £700,000	Компанія повинна задовольняти один з фінансових критеріїв: 1) • Прибуток принаймні 20 млн гонконгських доларів за останній фінансовий рік, • Прибуток щонайменше 30 млн гонконгських доларів за два попередні фінансові роки, • Капіталізація принаймні 200 млн гонконгських доларів на момент лістингу 2) • Капіталізація принаймні 2 млрд гонконгських доларів на момент лістингу,	Компанія повинна задовольняти один з фінансових критеріїв: 1) • Прибуток до оподаткування від триваючих операцій, і після частки міноритарних акціонерів, амортизації та капіталу в доходах або втратах об'єктів інвестування(залежно від певних коректив) повинен складати не менше • US $ 10 млн в сукупності за останні три фінансові роки, в т.ч. мінімум US $ 2 млн в	Компанія повинна задовольняти один з фінансових критеріїв: 1) • Мінімальний дохід від триваючих операцій до податку на прибуток: - US $ 11 млн за попередні три фінансові роки сукупно, і - US $ 2,2 млн в кожному з двох останніх фінансових років, і • позитивний дохід від триваючих операцій до сплати податків в кожному з трьох попередніх фінансових	Компанія повинна задовольняти один з фінансових критеріїв: 1)• Мінімальний консолідований прибуток до оподаткування принаймні 30 млн сінгапурських доларів за останній фінансовий рік, • Операційний послужний список принаймні, 3 роки. 2) • Прибуткова в останньому

[1] Спонсор - інвестиційний банк, призначений керувати процесом IPO, з обов'язками і до регулятора, і до емітента

		• Виручка принаймні 500 млн гонконгських доларів за останній фінансовий рік, і • Позитивні операційні грошові потоки мінімум 100 млн гонконгських доларів разом за 3 фінансові роки. 3) • Капіталізація компанії принаймні 4 млрд гонконгських доларів на момент лістингу, і • Виручка принаймні 500 млн гонконгських доларів за останній фінансовий рік.	кожному з двох останніх фінансових років, і позитивні результати в усіх трьох роках АБО • US $ 12млн в сукупності за останні три фінансові роки, в т.ч. мінімум US $ 5 млн в останній фінансовий рік, і US $ 2 млн в передостанній фінансовий рік. 2) • US $ 500 млн у глобальній ринковій капіталізації, • $ 100 млн виручки протягом останнього 12-місячного періоду, і • US $ 25 млн сукупно грошових коштів за останні три фінансові роки з позитивним результатом в кожному з трьох років АБО • $ 750 млн у глобальній ринковій капіталізації, і • US $ 75млн доходів за останній фінансовий рік. 3) Емітент повинен мати принаймні • US $ 150млн у глобальній ринковій капіталізації, і • US $ 75млн в загальному обсязі активів разом з не менш, ніж $ 50 млн в акціонерному	років. 2) • Мінімальна загальна виручка в попередньому фінансовому році – US $ 110 млн, • Мінімальна середня ринкова капіталізація за попередні 12 місяців – US $ 550 млн, • Мінімальні грошові потоки US $ 27.5 млн за попередні три фінансові роки сукупно, і • Позитивні грошові потоки в кожному з трьох фінансових років. 3) • Мінімальна загальна виручка в попередньому фінансовому році – US $ 90 млн, і • Мінімальна середня ринкова капіталізація за попередні 12 місяців – US $ 850 млн. 4) • Мінімальна середня ринкова капіталізація на момент лістингу – US $ 160 млн, і • US $ 80 млн від сукупних активів і US $ 55млн в статутному капіталі в останній публічно оголошеній фінансовій звітності.	фінансовому році, • Ринкова капіталізація не менше 150 млн сіпнгапурських доларів • Операційний послужний список принаймні 3 роки. 3) • Операційна виручка в останній завершений фінансовий рік, і • Ринкова капіталізація не менше $ 300 млн сінгапурських доларів

			капіталі (у кожному разі залежно від певних коректив).		
Прогноз прибутку	Необов'язково	Необов'язково. Особистий меморандум щодо прогнозу прибутку на кінець фінансового року повинен бути представлений Гонконгзькій фондовії біржі для розгляду.	Немає вимог	Немає вимог	Для компаній – меморандум щодо прибутку і грошових потоків на поточний та наступний фінансовий рік повинні бути представлені на запит біржі; Для трастових фондів прогноз прибутку і грошових потоків повинні бути включені в проспект
Заявлений оборотний капітал	Покриття 12 місяців	Покриття 12 місяців	Немає вимог	Немає вимог	Покриття 12 місяців
Існування компанії	Три роки (з врахуванням пільг)	Три роки (з врахуванням пільг)	Три роки (з врахуванням пільг)	Три роки (з врахуванням пільг)	Три роки
Володіння активами	Контроль над більшістю активами за трирічний період	Безперервна власність і контроль принаймні за останній фінансовий рік, який пройшов аудиторську перевірку	Нема вимог	Нема вимог	Немає вимог
Мінімальна кількість акціонерів	Немає вимог	300	400	450	500

Додаток 3

Основні показники соціально-економічного розвитку України в 1997-2013 рр.*

Рік	Курс обміну (офіційний обмінний курс дол. США)	Обсяг емісії корпора-тивних облігацій млрд. дол США	ВВП, млрд. дол. США	Валовий зовнішній борг (млрд. дол. США)	Облікова ставка НБУ, %	Валові заощад-ження (млрд. дол. США)	Рівень інфляції (споживчі ціни), %	Прямі іноземні інвестиції (млрд. дол. США)
1997	1,8617	0,0075	50,15	11,1321	35	9,4221	10,1	0,623
1998	2,4495	0,0016	41,88	13,0668	60	7,7038	20	0,743
1999	4,1304	0,0029	31,58	15,7452	45	7,0907	19,2	0,496
2000	5,4402	0,0127	31,26	13,9038	27	7,6156	25,8	0,595
2001	5,3721	0,1186	38,01	22,1826	12,5	9,6796	6,1	0,792
2002	5,3266	0,7742	44,39	23,4232	7	11,7136	-0,6	0,693
2003	5,3327	0,7951	50,13	25,7483	7	13,9054	8,2	1,424
2004	5,3192	0,7727	64,88	30,0892	9	20,3648	12,3	1,715
2005	5,1247	2,4880	86,14	33,121	9,5	22,0364	10,3	7,808
2006	5,05	4,3703	107,75	51,9167	8,5	25,0643	11,6	5,604
2007	5,05	8,8079	142,72	78,3721	8,4	31,5858	13,6	10,193
2008	5,2672	5,9519	179,99	97,6612	12	37,4987	22,3	10,7
2009	7,7912	1,2976	117,23	103,413	10,3	18,2566	12,3	4,769
2010	7,9356	1,1959	136,42	117,346	7,8	23,8115	9,1	6,451
2011	7,9676	4,5070	163,42	126,236	7,8	28,267	4,6	7,207
2012	7,991	6,4310	176,31	134,625	7,6	27,4922	-0,2	7,833
2013	7,993	5,3134	177,43	142,079	6,5	24,3568	0,5	3,771

**Джерело: складено автором на основі [79, 128, 131, 134]*

Додаток Й

Перелік основних необхідних до імплементації Директив ЄС в сфері ринку цінних паперів та корпоративного управління

№	Назва	Дата	Опис	Термін імплементації
1	Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради	21 квітня 2004	Про ринки фінансових інструментів	4 роки
2	Директива Комісії 2006/73/ЄС	10 серпня 2006 року	Щодо організаційних вимог та умов діяльності інвестиційних фірм	4 роки
3	Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради		Щодо зобов'язання ведення обліку інвестиційними фірмами, звітів про операції, прозорість ринку, застосування фінансових інструментів до торгівлі	4 роки
4	Директива 2003/71/ЄС Європейського Парламенту та Ради	4 листопада 2003 року	Про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж, та інші директиви про проспекти та опублікування	4 роки
5	Директива 2004/109/ЄС Європейського Парламенту та Ради (Директива Комісії 2007/14/ЄС від 8 березня 2007 року)	15 грудня 2004 року	Про гармонізацію вимог щодо прозорості відносно інформації про емітентів, цінні папери яких допущені до торгів на регульованому ринку	4 роки
6	Директива 97/9/ЄС Європейського Парламенту та Ради	3 березня 1997 року	Про схеми компенсацій інвесторам	4 роки
7	Директива 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради від	28 січня 2003 року	Про використання інсайдерської інформації в процесі торгів та маніпулювання ринком (ринкові махінації)	4 роки
8	Директива Комісії 2004/72/ЄС	29 квітня 2004 року	Щодо імплементації Директиви 2003/6/ ЄС Європейського Парламенту та Ради стосовно загальноприйнятих ринкових методів, визначення щодо інспайдерської інформації відносно товарних деривативів, складання списків інсайдерів, нотифікація щодо менеджерських трансакцій і нотифікація щодо підозрілих трансакцій.	4 роки
9	Директива Комісії 2003/125/ЄС	22 грудня 2003 року	Щодо імплементації Директиви 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради стосовно справедливого представлення інвестиційних рекомендацій і розкриття конфліктів інтересів	4 роки
10	Регламент Комісії (ЄС) № 2273/2003	22 грудня 2003 року	Щодо імплементації Директиви 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради стосовно	4 роки

			вилучень для програм зворотного викупу та стабілізації фінансових інструментів	
11	Регламент (ЄС) № 1060/2009 Європейського Парламенту та Ради від	16 вересня 2009 року	Щодо Кредитних Рейтингових Агентств	4 роки
12	Директива 2009/65/ЄС Європейського Парламенту та Ради	13 липня 2009 року	Про узгодження законів, підзаконних та адміністративних положень, що стосуються інститутів спільного (колективного) інвестування в цінні папери, що підлягають обігу (UCITS)	4 роки
13	Директива Комісії 2010/43/ЄС	1 липня 2010 року	Щодо імплементації Директиви 2009/65/ ЄС Європейського Парламенту та Ради стосовно організаційних вимог, конфлікту інтересів, ведення бізнесу, управління ризиками, а також щодо змісту угоди між депозитарієм та керуючою компанією	4 роки
14	Директива 2009/65/ЄС Європейського Парламенту та Ради	13 липня 2009 року	Стосовно певних положень щодо злиття фондів, типів структур фондів «master-feeder» та процедур нотифікації	4 роки
15	Директива Комісії 2007/14/ЄС	8 березня 2007 року	Що встановлює докладні правила виконання деяких положень Директиви 2004/109/ЄС про гармонізацію вимог щодо прозорості відносно інформації про емітентів, цінні папери яких допущені до торгів на регульованому ринку	протягом 4 років з дати підписання
16	Директива 2004/109/ЄС Європейського Парламенту та Ради	15 грудня 2004 року	Про гармонізацію вимог щодо прозорості відносно інформації про емітентів, цінні папери яких допущені до торгів на регульованому ринку, внесення змін до Директиви 2001/34/ЄС	протягом 4 років з дати підписання
17	Директива 2007/36/ЄС Європейського Парламенту та Ради	11 липня 2007 року	Про реалізацію окремих прав акціонерів компаній, внесених у реєстр	протягом 4 років з дати підписання
18	Четверта Директива Ради78/660/ЄЕС	25 липня 1978 року,	Щодо річних рахунків окремих типів компаній ґрунтується на статті 54(3) («g») Договору про заснування ЄС	протягом 3 років з дати підписання
19	Сьома Директива Ради 83/349/ЄЕС	13 червня 1983 року	Що ґрунтується на статті 54 (3) («g») Договору про заснування ЄС щодо консолідованих рахунків	протягом 3 років з дати підписання
20	Регламент (ЄС) № 1606/2002 Європейського Парламенту та Ради	19 липня 2002 року	Про застосування міжнародних стандартів бухгалтерського обліку	протягом 2 років з дати підписання
21	Директива 2004/25/ЄС Європейського Парламенту та Ради	21 квітня 2004 року	Про пропозиції щодо поглинання	протягом 4 років з дати підписання

НАЦІОНАЛЬНА КОМІСІЯ З ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ФОНДОВОГО РИНКУ

Західне територіальне управління
Площа Міцкевича, 8 м.Львів, 79008, Україна
тел./факс (032) 235-85-89

Україна

NATIONAL SECURITIES AND STOCK MARKET COMMISSION

Western territorial office
8 Mitskevych Sq., Lviv 79008, Ukraine
phone/fax (032) 235-85-89

26.09.14р №04-1/2077
На №_____ від_____

ДОВІДКА

про впровадження результатів наукового дослідження

Західне територіальне управління Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку підтверджує те, що наукові висновки та результати дисертаційної роботи «Розвиток ринку корпоративних цінних паперів в Україні» Тарасюка Д. С. були використані при розробленні заходів, спрямованих на підвищення ефективності функціонування ринку корпоративних цінних паперів в Україні.

Вагомими є рекомендації автора щодо оцінювання впливу чинників політичного, економічного, соціально-психологічного, інфраструктурного та зовнішнього характеру на розвиток ринку корпоративних цінних паперів в Україні. Пропозиції дисертанта стосовно покращення механізму регулювання ринку дозволяють розробити рекомендації щодо удосконалення чинних нормативно-правових актів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, особливо у частині імплементації європейських стандартів та норм.

Начальник територіального управління Комісії Савицька Д. І.

УКРАЇНА
ЛЬВІВСЬКА ОБЛАСНА ДЕРЖАВНА АДМІНІСТРАЦІЯ
ВІДДІЛ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ
79008, м. Львів, вул. В. Винниченка, 18 тел. 261- 20-40, факс 261-20-40
E-mail: investor@loda.gov.ua

06.10.2014 № 250-1 На № _____ від _____

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційної роботи

«Розвиток ринку корпоративних цінних паперів в Україні»

Тарасюка Данила Святославовича

Фахівці відділу інвестиційної діяльності Львівської обласної державної адміністрації розглянули та схвалили запропоновані Тарасюком Данилом Святославовичем пропозиції щодо оптимізації діяльності суб'єктів господарювання на ринку корпоративних цінних паперів в Україні. Рекомендації стосуються лібералізації державного регулювання, оптимізації податкового навантаження, створення на законодавчому рівні інноваційних фінансових інструментів, зниження лістингових вимог, підвищення ефективності корпоративного управління. Вказані заходи сприятимуть підвищенню рівня інвестиційної привабливості та конкурентоспроможності національної економіки.

Начальник відділу **А.М. Дацко**

Дацко 261 29 67

№12-01/Д від 30.09.14

ДОВІДКА

про впровадження у навчальний процес результатів наукового дослідження

Основні наукові та практичні результати дисертаційної роботи аспіранта кафедри фінансів, грошового обігу та кредиту економічного факультету Львівського національного університету імені Івана Франка Тарасюка Д. С. на тему «Розвиток ринку корпоративних цінних паперів в Україні» впроваджені у навчальний процес Центру розвитку фондового ринку та корпоративного управління Львівського інституту менеджменту та застосовуються для підготовки фахівців за спеціалізаціями «фахівець з питань депозитарної діяльності з цінними паперами» та «фахівець з питань торгівлі цінними паперами».

Зокрема, використано напрацювання щодо визначення сутності та структури фінансового ринку; щодо виділення основних функцій та завдань ринку корпоративних цінних паперів; щодо періодизації розвитку ринку корпоративних цінних паперів в Україні.

Керівник центру розвитку фондового
ринку та корпоративного управління
Львівського інституту менеджменту
д.т.н ., професор, академік АЕН України Горбовий А.Ю.

ВІДДІЛ КАДРІВ
Підпис Горбового засвідчую
Начальник відділу кадрів

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ імені ІВАНА ФРАНКА

вул. Університетська, 1, м. Львів, 79000, тел./факс (032)2616048, тел. 2603402
E-mail: franko.lviv.ua Код ЗКПО 02070987
Управління держказначейства у Львівській області, МФО 825014, р.р. 35221203001061
№ свідоцтва 17701483, ін. под. № 020709813029
Валютний рахунок № 26007006042 в Укрексімбанку м. Львова МФО 325718

16.09.2014 № 3922-14 На № від

ДОВІДКА

Видана Тарасюку Данилу Святославовичу про те, що результати його дисертаційної роботи на тему "Розвиток ринку корпоративних цінних паперів в Україні" використано у навчальному процесі на економічному факультеті Львівського національного університету імені Івана Франка під час викладання дисциплін: "Ринок фінансових послуг", "Фінансовий ринок", "Фінансова діяльність суб'єктів господарювання".

Проректор
з науково-педагогічної роботи
і міжнародного співробітництва Зубрицька М.О.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. AllianzGlobalWealthReport 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://www.allianz.com/v_1380187782000/media/economic_research/ publications/ specials/en/AGWR2013e.pdf

2. Baele L., Ferrando A, P. Hördahl P., Krylova E., Monnet C. Measuring Financial Integration in the Euro Area // ECB Occasional Paper. – 2004. – №14. – 95p.

3. Bagehot W. Lombard Street. Homewood, IL: Richard D. Irwin, 1873 (1962 Edition). Finance and growth: theory and evidence // Working Paper 10766. September 2004. National Bureau Of Economic Research. P. 23

4. ChamiRalph, FullenkampConnel, Sharma Sunil. A framework for financial market development. – IMF working paper WP/09/156. – 2009. – 58 p.

5. CharlesAmoYartey. The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different? – IMF Working paper WP/08/32. – 2008. – 31 p.

6. China'sStockMarket: A Marriage of Capitalism and Socialism. Sonia M. L. Wong [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://object.cato.org/sites/cato.org /files/serials/files/cato-journal/2006/11/cj26n3-1.pdf

7. ClaessensStijn Access to Financial Services: a Review of the Issues and Public Policy Objectives. – World Bank Publications, 2005 – 38 p.

8. CorporateBondsIssuancein Europe. – Deutsche Bank EU Monitor Global Financing markets [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000300834/Corporate+bond+issuance+in+Europe%3A+Where+do+we+stand+and+where+are+we+heading%3F.PDF

9. Country / EconomyProfiles [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2014-2015/wp-content/blogs.dir/54/mp/files/pages/files/wef-ceprofiles-globalcompetitivenessreport-2014-15.pdf

10. DawnFreshwaterBlackwell'sNursing Dictionary [Dawn Freshwater, Sian Masiln-Prothero] [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.worldcat.org/title/blackwells-nursing-dictionary/oclc/249316169

11. DerGrosseBrockhaus. 12 banden (16 Auflage). Band 4. – Weisbaden: F.A. Brockhaus Verlag, 1954. – S. 460.

12. DoingBusiness 2014 International Bank for Reconstruction and Development/ The World Bank [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.doingbusiness.org/~/media/GIAWB/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/English/DB14-Full-Report.pdf

13. Duncan A. The Lamfalussy Process and EU Bank Regulation: Another Step on the Road to Pan-European Regulation? [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1341325

14. EnterpriseSurveys: WhatBusinesses Experience [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.enterprisesurveys.org/graphing-tool

15. FinancialGlobalization: Retreator Reset. – McKinsey Global Institute. – March, 2013. – 79 p.

16. GlobalFinancialStabilityReport. Market Developments and Issues. – IMF, September 2005 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.imf.org /External/Pubs/FT/GFSR/2005/02/index.htm

17. GlobalTop 100 Companies by market capitalisation, PricewaterhouseCoopers LLP, 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.pwc.com/gx/en/audit-services/capital-market/publications/assets/document/pwc- global-top-100-march-update.pdf

18. JacobsBruce I. Tumbling tower of Babel: subprime securitization and the credit crisis // Financial Analyst Journal. – 2009. – Vol. 65. – №2. – P. 34-46.

19. L'EncyclopediaUniversalis. 25 vols. Volume 10. – P.: Editeur A, 1968. – P. 488-491.

20. Levine R. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? Ross Levine Working Paper 9138 [Електронний Ресурс]. – Режим доступу: http://www.nber.org/papers/W9138

21. MakingItWork: ‘RIA Light’ for Developing Countries Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2010/07/13/000334955

22. Meyers Enzyklopädisches Lexikon. In 25 banden. – Band 8. – Berlin: Bibliographisches Institut, 1973. – 848 s.

23. Mishkin Frederic S. The Economics of Money, Banking, and Financial Markets / Frederic S. Mishkin. – 8th edition – Boston: Pearson, 2007. – 660 p.

24. Objectives and Principles of Securities Regulation [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.iosco.org/library /pubdocs/pdf/ IOSCOPD323.pdf

25. Owen Evans, Alfredo M. Leone, Mahinder Gill, Paul Hilbers Macroprudential Indicators of Financial System Soundness. – IMF. – 2000. – 49 p.

26. Robert G. King, Ross Levine Finance and Growth: Schumpeter Might be Right Levine / World Bank, 1993 – 42 p.

27. Robinson R. Financial Markets: The Accumulation and Allocation of Wealth / R. Robinson. – N.Y.: McGraw-Hill, 1974. – 512 p.

28. Statistical release. OTC derivatives statistics at end-December 2013. – Bank for International Settlements [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bis.org/publ/otc_hy1405.pdf

29. Szweć W., MelnykB. AnalizadziałalnościGiełdyLwowskiej (początekclat 20.XXwieku) // BadanianaukoweWSUwKielcach. – Kielce, 2006. – Vol. 17. – № 1. – S.173–182.

30. TheGlobalCompetitivenessReport 2014–2015 Word Economic Forum [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www3.weforum.org/docs/WEF_ GlobalCompetitivenessReport_2014-15.pdf

31. Tobin J. Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Controls / J. Tobin, W. Brainard // The American Economic Review. – 1963. – Vol. LIII, № 2 – P. 383-400.

32. Welch I., Ritter J. A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations, Yale ICF Working Paper, № 02 – 11, February 8, 2002.

33. Азаренкова Г. Основні тенденції розвитку фондового ринку в посткризовий період / Г. Азаренкова, І. Шкодіна // Вісник НБУ. – 2012. – №2(192). – С. 3-7

34. Академічний тлумачний словник української мови [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://sum.in.ua/

35. Андреєва Г. І. Похідні цінні папери: сутність, поняття, визначення / Г. І. Андреєва. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=418

36. Андросова О.Ф. Інвестиційні операції банків з цінними паперами / О.Ф. Андросова, Т.А. Афанасьева // Економічний простір. – 2008. – №19. – С.170-180.

37. Андрушко А. М. Тіньова економіка: «мертві втрати» чи «додаткові вигоди» / А. М. Андрушко, Д. С. Тарасюк // Економіка та держава. – 2012. – №10. – С. 20-24.

38. Антонов С. Європейська перспектива та фінансові інститути / С. Антонов., С. Шишков // [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://gazeta.dt.ua/finances/yevropeyska-perspektiva-ta-finansovi-instituti-_.html

39. Антонов С. Фінансова структура: проблеми недорозвитку. – Дзеркало Тижня [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://gazeta.dt.ua/finances/finansova-infrastruktura-problemi-nedorozvitku-_.html

40. Антонов С. Фондовий ринок: регулятори і регулювання / С. Антонов., С. Шишков // Дзеркало тижня [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://gazeta.dt.ua/finances/fondoviy-rinok-regulyatori-i-regulyuvannya-_.html

41. Антонов С. Як упроваджувати європейський досвід на фондовому ринку / С. Антонов. С. Шишков // [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://gazeta.dt.ua/finances/yak-uprovadzhuvati-yevropeyskiy-dosvid-na-fondovomu-rinku-_.html

42. Барилюк І. Діагностика впливу факторів економічного середовища на формування фінансового капіталу компаній / І. В. Барилюк, М. В. Рубаха // Фінанси України. – 2013. – №9. – С. 104-117.

43. Баюра Д.О. Аудит у системі корпоративного управління акціонерних товариств / Д.О. Баюра // Теоретичні та прикладні питання економіки. – 2009. – Вип. 20. – С. 124-129.

44. Березіна О. Ю. Теоретичні підходи до визначення поняття «корпоративна соціальна відповідальність» / О.Ю. Березіна // Вісник Житомирського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки. – Житомир : ЖДТУ, 2010. – Вип. 3 (53). – Ч. 1. – С. 223-225.

45. Березянко Т. В. Інституціональні проблеми розвитку корпоративного сектора [Електронний ресурс] / Т.В. Березянко // Проблеми системного підходу в економіці. – 2009. – №2. – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/e-journals/PSPE/2009_2/Berezynko_209.htm

46. Берзон Н. И.Зависимость Риска и доходностиактивов от временного горизонтаинвестирования [Текст] / Н. И. Берзон // Университетскоеуправление: практика и анализ. - 2008. - N 3. - С. 65

47. Біла С. О. Інституційні складові реформування відносин власності в Україні (історико-економічний аспект) / Біла С. О. // Наукові праці ДонНТУ. – 2006. – №103-4. – С. 4-9

48. Бобиль В. В. Трансформація корпоративних структур в умовах становлення сучасного ринкового господарства України / В. В. Бобиль // Вісник Дніпропетровського національного університету залізничного транспорту імені академіка В. Лазаряна. – 2009. – № 26. – С.182-186.

49. Болдуєва О. В. Визначення ринку цінних паперів як сегменту фінансового сектору країни. [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=1742

50. Бондарчук В. Уряд створить фонд, що загрожує фондовому ринку [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.epravda.com.ua/publications/2014/01/27/416452/

51. Бриндіна О. А. Комплексна система стратегічного управління корпоративною культурою підприємства / О. А. Бриндіна // Торгівля і ринок України: темат. зб.наук.пр.-Донецьк: ДонНУЕТ, 2009. – Вип. 28, т.2. – С.172-180.

52. Василик О. Д. Теорія фінансів: Підручник / О. Д. Василик. – К.: НІОС, 2000. – 416 с.

53. Васильчак С.В. Корпоративний шантаж як загроза економічної безпеки підприємства / С. В. Васильчак, Р. С. Попович // Науковий вісник Національного лісотехнічного університету України. – 2009. – Вип. 19.12. – С. 293-297.

54. Ватаманюк О. З Макроекономічний аналіз заощаджень в економіці України: автореф. дисертації на здобуття наукового ступеня доктора екон. наук: спец. 08.00.01 «Економічна теорія та історія економічної думки» / О. З. Ватаманюк. – Львів, 2007 – 34 с.

55. Венгер Л.А. Особливості структури власності у промисловості України / Л.А.Венгер // Наукові праці ДонНТУ. Серія: економічна. – Вип. 31-2. – Донецьк : ДонНТУ, 2007. – С. 101–105.

56. Гавриленко, В.А. Проблеми оподаткування прибутку в умовах нового Податкового Кодексу України / В.А. Гавриленко // Научные труды Донецкого национального технического ун-та. – Сер.: экономическая. –Донецк: ДонНТУ, 2011. – Вип. 39-1. – С.128-134.

57. Галазюк Н.М. Вплив фінансової глобалізації на розвиток і формування фінансового ринку України / Н. М. Галазюк, О. М. Зелінська // Економічний форум. – 2013. – №3. – С.165-170

58. Гильфердинг Р. Финансовый капитал. Новейшая фаза в развитии капитализма / Р. Гильфердинг. – М., Государственное издательство. – 1922. – 460 с.

59. Гитман Л. Дж. Основы инвестирования / Гитман Л. Дж. , Джонк М. Д.: Пер. с англ. – М.: Дело, 1997. – 1008 с.

60. Глущенко С.В. Інвестиційні послуги банків: зарубіжна практика та українські перспективи / С.В. Глущенко // Фінанси України. – 2007. – №5. – С.96-104.

61. Головкова Л. С. Особливості формування і розвитку корпоративних структур в економіці України / Л.С. Головкова // Держава та регіони. Сер.: Економіка та підприємництво. – 2009. – № 7. – С. 60-68.

62. Гришина І.І. Сутність відповідальності учасників акціонерних правовідносин / І.І. Гришина // Вісник Харківського національного університету внутрішніх справ. – 2009. – Вип. 45. – С.26-33

63. Грін В. Г. Економетричний аналіз / В. Г. Грін; пер. з англ. А. Олійник, Р. Ткачук. – К.: "Основи", 2005. – 1197 с.

64. Гроші та кредит: навч. посібник / [За ред. д.е.н., проф. М.І. Крупки.] – Львів: Вид. центр ЛНУ імені Івана Франка, 2010. – 408 с.

65. Демчишак Н. Б. Концептуалізація фінансового потенціалу в економіці держави / Н. Б. Демчишак, І. Ю. Горобець // Науковий вісник НЛТУ України. – 2013. – Вип. 23.10. – С. 195-204.

66. Дефолти встановили новий рекорд [Електронний ресурс]. – Режим доступу:http://news.finance.ua/ua/~/1/0/all/2010/02/12/187109

67. Дєєва Н. Е. Капіталізація фондового ринку України: проблеми оцінки й реакція на кризу / Н. Е. Дєєва // Економічний вісник Донбасу. – 2009. – № 4 (18). – С. 115–121.

68. Дєєва Н. Е. Корпоративне управління в умовах розвитку фінансового ринку: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон наук: спец. 08.00.04 «Економіка та управління підприємствами (за видами економічної діяльності)»/ Н. Е. Дєєва. – Донецьк, 2012. – 32 с.

69. Дєєва Н. Е. Фінансові аспекти корпоративного контролю / Н. Е. Дєєва // Экономика Крыма. – 2010.- № 3(32). – С.180-185.

70. Доходи та витрати населення – Публікація документів української служби статистики [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://ukrstat.org/uk/operativ/operativ2007/gdn/dvn_ric/dvn_ric_u/arh_dvn_kv_u.htm

71. Економічний енциклопедичний словник: у 2 т., т.2 / [за ред. С. В. Мочерного] – Львів: Світ, 2006. – 568 с.

72. Енциклопедический словар Брокгауза и Ефрона. – Том 6. [под. ред. И. Е. Андреевского, К. К. Арсеньева, Ф. Ф. Петрушеквского]. – Санкт-Петербург:Изд «А. Брокгауза и И. А. Ефрона», 1890

73. Енциклопедія корпоративних фінансів / [гол. ред. В. Фещенко] – К.: Українське агентство фінансового розвитку, 2010. – 660 с.

74. Еш С. М. Фінансовий ринок: [навчальний посібник] / С. М. Еш – К: Центр учбової літератури, 2011. – 528 с.

75. Євтушевська О.В. Управління акціонерними товариствами України в умовах економічної нестабільності / О.В.Євтушевська // Держава та регіони. Сер.: Економіка та підприємництво. – 2010 – № 2. – С. 85-89

76. Жорнокуй Ю.М. Закон України «Про акціонерні товариства»: позитивні та проблемні аспекти / Ю. М. Жорнокуй // Вісник Харківського національного університету внутрішніх справ. – 2010. – Вип. 48. – С.32-40.

77. Завершальний етап приватизації в Україні: [наук. вид.] / О. Й. Пасхавер, Л. Т. Верховодова, Т. Є. Воронкова, Н. В. Терещенко. – К.: Міленіум, 2003. – 78 с.

78. Захарченко П. В. Еволюційна модель поведінки фінансового ринку в умовах трансформаційної економіки / П. В. Захарченко // Бізнес Інформ. – 2012. – №12. – С. 42-45

79. Звіти Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку за 2000-2013 рр. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nssmc.gov.ua/

80. Зубченко О. Вихід української компанії на міжнародні ринки капіталів: теорія та практика / О. Зубченко // Legal Monitor. – 2011. – №17. – С. 1-3.

81. Иберла К. Факторный анализ / К. Иберла. – М. : Статистика, 1980. – 398 с.

82. Иванов В. М. Финансовый рынок: Конспект лекций. / В.М. Иванов. – 2-е изд. – К.: МАУП, 2001. – 112 с.

83. Іваницька О. М. Фінансові ринки: [навч. посібник] / О. М. Іваницька – К.: Видавництво УАДУ, 1999. – 96 с.

84. Іноземні компанії на Варшавській фондовій біржі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://wseinternational.eu/?page=2294

85. Інформація про імплементацію Порядку денного асоціації Україна – ЄС у 2014 році» [Електронний ресурс] – Режим доступу:http://www.kmu.gov.ua/control/uk/publish/article%3FshowHidden=1&art_id=243281941&cat_id=223345338&ctime=1266423569791

86. Калинина Л. П. Рынок корпоративных ценных бумаг / Л. П. Калинина. – Моск. гос. ун-т экономики, статистики и информатики. – М., 2000. – 51 с.

87. Карпінський Б. А. Фінансова глобалізація в контексті зрушень у національних фінансових системах: еволюційний підхід / Б. А. Карпінський, В.Я. Дубик, О. П. Буряк // Науковий вісник НЛТУ України. – 2013. – Вип. 23.10 – С.150-158

88. Кириченко В. Є. Земельні банки двох імперій : хто був першим / В. Є. Кириченко // Право і безпека. – 2011. – №4. – С. 6-11

89. Клименко В. В. Фондовий ринок України у контексті фінансової безпеки держави / В. В. Клименко. – К.: КНУДТ, 2006. – 188 с

90. Ковалюк О. Нормативно-правове регламентування реалізації інтересів власників корпоративних прав процесі формування капіталу компаній / О. М. Ковалюк, М. В. Рубаха // Вісник Львівського університету. Серія економічна. Випуск 45. – Львів. – 2012. – С. 530-535

91. Козьменко О. В. Економіко-математичні методи та моделі (економетрика) / О. В. Козьменко – Суми: Університетська книга, 2014. – 405 с.

92. Колодзієв О. М Особливості проведення аналізу цінних паперів в умовах фінансової кризи / О. М. Колодзієв, М. І. Заплатинський, Д. С. Тарасюк // Формування ринкової економіки в Україні. – 2011. – № 23. Ч.1. – С. 342-349.

93. Кондрашихін, А. Б. Напрями удосконалення системи корпоративного управління підприємствами місцевого господарства [Електронний ресурс] / А. Б. Кондрашихін // Науковий вісник Академії муніципального управління. – 2009. – №7. – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Nvamu/Ekon/2009_7/09kabees.pdf

94. Концепція розвитку ринку емісійних боргових цінних паперів. Асоціація «Українські фондові торговці» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.aust.com.ua/docs/концепция_07062012_финал.doc

95. Корнєєв В. В. Ісламська фінансова модель: особливості розвитку / В. В. Корнєєв // Вісник соціально-економічних досліджень. – 2012.– Вип. 1 (44) – С. 312–318.

96. Корнєєв В. В. Управління кредитними та інвестиційними потоками капіталу: автореф. дис. на здобуття наук.ступеня д-ра екон. наук: спец. 08.04.01 / В. В. Корнєєв – К., 2004. – 35 с.

97. Корнівська В. О. Сучасний стан розвитку російського, українського та євро пейського фінансових ринків у контексті паритетного фінансово-інвестиційного партнерства країн / В. О. Корнівська // Бізнес Інформ. – 2013. – №8 – С. 51-55

98. Крупка М.І. Аналіз формування і використання фінансового потенціалу інвестиційної діяльності в Україні / М.І. Крупка, Н.Б. Демчишак // Фінанси України. – 2012. – № 2. – С. 26-37.

99. Кубліков, В. К. Теоретичні аспекти формування моделі корпоративного управління / В. К. Кубліков // Науковий вісник. – 2009. – №11. – С. 3-7.

100. Кужелев, М.А. Корпоративныеконфликты: сущность, виды, механизм защиты / М. А. Кужелев // Економіка і організація управління. – 2010. – Вип. № 1 (7). – С.32-39.

101. Кузьмін, О.Є. Економічна довіра як чинник формування акціонерних відносин / О.Є. Кузьмін, О.О. Бонецький // Міжнародний науково-практичний журнал «Економіка та держава». – 2011. – №3. – С. 4-7.

102. Кутовий Т. В. Первинне розміщення акцій у практиці українських компаній / Т. В. Кутовий Т. В. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.economy.nayka.com.ua/index.php?operation=1&iid=663

103. Кушнір Т.М. Інституційні інвестори в економічній системі України: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: 08.00.01 / Т.М. Кушнір. – Львів, 2008. – 20 с.

104. Ли Ч.Ф. Финансыкорпораций: теория, методы и практика: Пер. с англ. / Ч.Ф. Ли, Дж.И. Финнерти. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 686 с.

105. Лук'яненко Д. Фінансово-інвестиційна асиметрія глобального економічного розвитку / Д. Лук'яненко, О. Мозговий // Ринок цінних паперів України. – 2006. – №11-12. – С. 3-8.

106. Лук'янов В. С. Суть і проблеми наукових трактовок фінансового ринку на сучасному етапі / В. С. Лук'янов // Актуальні проблеми економіки. – 2012. – №5(131). – С. 255-261

107. Лукашов А. IPO от I до O: [Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков] / А. Лукашов, А. Могин. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 257 с.

108. Маковецкий М.Ю. Роль рынка ценных бумаг в инвестиционном обеспечении экономического роста / М.Ю. Маковецкий // Финансы и кредит. – 2004. – №19. – С. 11-24.

109. Марахов К.С. Ринок корпоративних цінних паперів в Україні: стан і перспективи розвитку: дис. … канд. екон. наук: 08.04.01 / Марахов Костянтин Сергійович. – К., 2002. – 170 с.

110. Метлушко О. В. Теоретичні підвалини суті корпоративних цінних паперів / О. В. Метлушко // Наука й економіка. – Хмельницький. – 2012. – № 3. – С. 22-26.

111. Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я. М. Миркин. – М.: «Альпина Паблишер», 2002. – 624 с.

112. Миркин Я.М. Российскийрынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития: Дисс. … докт. екон. наук. М., 2003.

113. Миркин Я.М. Ценныебумаги и фондовый рынок / Я. М. Миркин. – М.: Перспектива, 1995. – 488 с.

114. Мозговий О. М. Формування системи регулювання фондового ринку України: автореф. дис. на здобуття наукового ступеня д-а економічних наук: спец. 08.00.01 «Фінанси, грошовий обіг і кредит» / О. М. Мозговий. – К.,1999 – 33 с.

115. Мошенський С. З. Історія ринку цінних паперів України у складі Російської імперії (друга половина XIX початок XX ст.) / С. З. Мошенський // Вісник ЖДТУ. – 2011. – №4 (58). – С. 354-363.

116. Мошенський С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы / З. С. Мошенський. – Москва: «Экономика», 2010. – 240 с.

117. Мошенський С.З. Аналіз ринку корпоративних облігацій в Україні: етапи становлення, обсяги, динаміка та тенденції розвитку / С. З. Мошенський // Вісник Київського національного університету ім. Тараса Шевченка. – 2005. – № 79/2005. – С. 33–37.

118. Мошенський С.З. Фінансова глобалізація: загрози і переваги для інвестиційної безпеки України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.mdct.ru/e-journals/PSPE/2007-4/Moshenskiy_407.htm

119. Муха Р. Сучасні механізми управління корпоративними правами держави в Україні / Р. Муха // Українська наука: минуле, сучасне, майбутнє. – 2010. – Вип. 14-15. – С.173-180.

120. Наслідки інтеграції України до єдиного ринку фінансових послуг Європейського Союзу інформаційно-аналітичний портал Українського

агентства фінансового розвитку «Україна фінансова» [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.ufin.com.ua/analit_mat/strah_rynok/004.htm

121. Нікітін А. В. Перспективи використання інструментів фінансового інжинірингу на банківському ринку України / А. В. Нікітін // Фінанси, облік і аудит. – 2012. – № 19 [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://ir.kneu.edu.ua:8080/bitstream/2010/3082/1/19_14.pdf

122. Нічосова Т. В. Корпоративні облігації на фінансовому ринку України: дис. канд. екон. наук: 08.00.08 / Нічосова Тетяна Володимирівна. – К., 2008. – 220 с.

123. Огиер Т., Рагман Дж., Спайсер Л. Настоящаястоимостькапитала. - Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2007. – 288 с.

124. Опарін В. М. Фінанси (Загальна теорія): Навч. посібник. – 2-ге вид., доп. і перероб. – К.: КНЕУ, 2002. – 240 с.

125. Офіційний веб-сайт BankforInternationalSettlements [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.bis.org/

126. Офіційний веб-сайт Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://smida.gov.ua/

127. Офіційний веб-сайт Варшавської фондової біржі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.gpw.pl/root_en

128. Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ukrstat.gov.ua//

129. Офіційний веб-сайт Кернел Груп [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.kernel.ua

130. Офіційний веб-сайт Лондонської фондової біржі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.londonstockexchange. com/home/ homepage.htm

131. Офіційний веб-сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/index

132. Офіційний веб-сайт Національної комісії, що здійснює регулювання у сфері ринків фінансових послуг [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://nfp.gov.ua/

133. Офіційний веб-сайт ПФТС [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.pfts.ua/

134. Офіційний веб-сайт Світового банку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.worldbank.org/

135. Павлова Л. Н. Корпоративные ценные бумаги: эмиссия и операции предприятий и банков / Л. Н. Павлова – М.: Бухгалтерский Бюллетень, 1998. – 528 с.

136. Падалка С. С. Приватизація в Україні у системі відносин: влада, громадянське суспільство, особа (1991-2010 роки) / Падалка С. С. // Життєвий простір України: політичний та гуманітарний виміри (1991-2010 роки): Збірник наукових статей. – 2012. – С.101-118

137. Палига Є.М. Вплив корпоративного управління на зміцнення економічної безпеки та конкурентоспроможності підприємств [Електронний ресурс] / Є.М. Палига // Науковий вісник Львівського державного університету внутрішніх справ. – 2009. – №1. – Режим доступу: <http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Nvldu_e/2009_1/09pymtkp.pdf>

138. Пантелєєв В. П. Фінансові операції з цінними паперами: здійснення та облік. Монографія. – Х.: ХНУ ім. В. Н. Каразіна, 2010. – 334 с.

139. Петренко Е. В. Рынок деривативов в мировой финансовой системе: состояние, развитие и перспективы: автореф дис. на соискание уч. степени кандидата экономических наук: спец. 08.00.14 «Мировая экономика» / Е. В. Петренко. – Москва, 2012 – 24 с.

140. Пєтухова О. М. Використання первинного публічного розміщення акцій (IPO) як перспективного способу фінансового забезпечення інноваційної діяльності підприємств // О. М. Пєтухова, Г. В. Сілакова. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://dspace.nuft.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/10154/1/14.pdf

141. Пєтухова О. М. Забезпечення інноваційного розвитку підприємств шляхом використання первинного публічного розміщення акцій / Пєтухова О. М., Сілакова Г. В. // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/e-journals/PSPE/2012_1/Petuhova_112.htm.

142. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / За ред. к.е.н. О. І. Кірєєва, к.е.н. М. М. Шаповалової та к.е.н. Н. І.Гребеника –К.:Центр наукових досліджень НБУ, 2005. – 132 с.

143. Підхомний О. Вплив чинників культури на економічну поведінку в умовах ризику / О. Підхомний // Формування ринкової економіки в Україні: зб. наук. праць – Львів : Львівський національний університет ім. Івана Франка, – 2013. Вип. 29. Част. 2. – С. 85–89.

144. Підхомний О. Сутнісні характеристики фінансової безпеки національної економіки / О. Підхомний // Формування ринкової економіки в Україні. – 2011. – Вип. 23. Ч. 2. – С. 202–207.

145. Підхомний О.М. Фінансова безпека України в умовах глобалізації : монографія / О.М. Підхомний. – Львів: СПОЛОМ, 2012. – 360 с.

146. Плиса В. Й. Державне регулювання фондового ринку в Україні: Монографія. / В. Й. Плиса, Н. В. Блага. – Львів, 2007. – 168 с.

147. Податковий Кодекс України: за станом на 01.01.2015. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://rada.gov.ua/

148. Полюхович В. Актуальні питання розвитку саморегулювання на фондовому ринку України в сучасних умовах / В. Полюхович // Вісник Академії правових наук України. – 2011. – №3(66) – С. 138-146

149. Попов, О.Є. Оцінка якості виконання управлінських функцій акціонерним товариством / О.Є. Попов // Вісник Донецького національного університету економіки і торгівлі імені Михайла Туган-Барановського. – 2009. – №3. – С.80-86.

150. Портфельне інвестування: [навчальний посібник] / Пересада А. А., Шевченко О. Г., Коваленко Ю. М., Урванцева С. В. – К.: КНЕУ, 2004. – 408 с.

151. Пояснювальна записка до проекту Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.zakonoproekt.org.ua/viewhtm.aspx?hn= Pojasnjuvaljna_zapyska_21_08_20144

152. Про акціонерні товариства: Закон України від 17.09.2008 № 514-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://rada.gov.ua/

153. Про депозитарну систему: Закон України від 06.07.2012 № 5178-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://rada.gov.ua/

154. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України від 30.10.1996 № 448/96-ВР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://rada.gov.ua/

155. Про державну програму приватизації: Закон України від 13.01.2012 № 4335-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://rada.gov.ua/

156. Про затвердження Порядку надання дозволу на розміщення та/або обіг цінних паперів українських емітентів: Рішення НКЦПФР від 20.06.2013 № 1105 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://rada.gov.ua/

157. Про недержавне пенсійне забезпечення: Закон України від 09.07.2003 № 1057-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://rada.gov.ua/

158. Про схвалення Концепції створення системи рейтингової оцінки регіонів, галузей національної економіки: Розпорядження Кабінету Міністрів України від 01.04.2004 № 208-р

159. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: Закон України від 12.07.2001 р. №2664-III [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://rada.gov.ua/

160. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://rada.gov.ua/

161. Пробоїв О.А. Формування та нарощування стратегічного потенціалу підприємств інструментами фінансового інжинірингу: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: спец. 08.00.04 «Економіка та управління підприємствами (переробна промисловість)» / О. А. Пробоїв. – Донецьк, 2008. – 20 с.

162. Програма розвитку фондового ринку України на 2011-2015 рр., Проект [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://ssmsc.odessa.gov.ua/Main.aspx?sect=Page&IDPage=29664&id=292

163. Пухтаєвич Г. О. Аналіз національної економіки / Г. О. Пухтаєвич – К., КНЕУ, 2005. – 254 с.

164. Пшик Б. І. Ісламська фінансова модель: особливості, фінансові інструменти, світові тенденції / Б. І. Пшик // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2013. – № 2. – С. 20-24

165. Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку: Монографія / [Лютий І. О., Грищенко Т. В., Любкіна О. В., Мошенський С.З. та ін.]. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 432 с.

166. Річний звіт ФБ «Перспектива» за 2013 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://fbp.com.ua/AnnualReports.aspx

167. Річні звіти про роботу Фонду державного майна України та хід виконання Державної програми приватизації [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.spfu.gov.ua.

168. Рубан О. Спецпроект «Корпоративні фінанси»: Сек'юриті-сервіс // Контракти. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://archive.kontrakty.ua/gc/2007/6/21-specproekt-korporativnye-finansy-sekyuriti-servis.html?lang=ua

169. РубахаМ. Анализ рисков и факторов формирования структуры финансового капитала субъектов предпринимательства / М.В. Рубаха // Бизнес-информ.– Харків. – 2013. – № 11. – С. 308-313.

170. Рубаха М. Організація взаємодії банківських установ та підприємств в процесі мобілізації фінансового капіталу / М.В. Рубаха // Формування ринкової економіки. Випуск № 31.,– Львів. – 2014. С. 242-259.

171. Савінова Ю. М. Особливості інвестиційної діяльності фінансових посередників / Ю. М. Савінова // Наука й економіка. – 2009. – № 3(15). – С. 77-83

172. Савчук Д. Цікаві деталі /Д. Савчук// Legal Monitor. – 2011. – №17. – с.6.

173. Сорока К. О. Основи теорії систем і системного аналізу / К. О. Сорока. – Харків, ХНАМГ. – 2004. – 291 с.

174. Сохацька М. Фінансовий інжиніринг: Навчальний посібник / За ред.. О. М. Сохацької. К.К Кондор, 2011. – 660 с

175. Сохацька О. М. Ф'ючерсні ринки: глобальні тенденції та становлення в Україні: авторефер. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук: спец. 08.05.01 «Світове господарство і міжнародні економічні відносини» / О. М. Сохацька. – Тернопіль, – 2003. – 36 с.

176. Статистичний щорічник України за 2011 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ukrstat.org.

177. Стратегія розвитку фондового ринку на коротко- та довгострокову перспективу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.aust.com.ua/docs/main/Sratagy2015.doc

178. Сухоруков О. Який Фонд гарантування інвестицій потрібен інвесторам? [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://univer.ua/ua/in-the-press/vkurse-ua-yakiiy-fond-garantuvannya-investicsiiy-potriben-investoram /#sthash.uNVvngNi.dpuf

179. Таранков В. Ценные бумаги Государства Российского / Таранков В. – Москва-Толляти, 1992. – 650 с.

180. Тарасюк Д. С. Залучення коштів українськими компаніями на іноземних фондових біржах: теорія і практика / Д. С. Тарасюк // Формування ринкової економіки в Україні. – 2012. – Ч.2 № 26. – С. 226-235.

181. Тарасюк Д. С. Корпоративні облігації на фінансовому ринку України: становлення, сучасний стан та тенденції розвитку / Д. С. Тарасюк // Формування ринкової економіки в Україні. – 2013. – Ч.2 № 29. – С. 224-232.

182. Тарасюк Д. С. Особенности формирования рынка корпоративных ценных бумаг в Украине / Д. С. Тарасюк // Экономика и предпринимательство. – Москва. – 2014. – №10. – С. 45-51.

183. Тарасюк Д. С. Особливості правового забезпечення функціонування ринку цінних паперів в Україні / Д. С. Тарасюк // Збірник наукових праць Таврійського державного агротехнологічного університету (економічні науки). – 2011. – № 3 (15). – С. 250-256. – 0,39 д. а.

184. Тарасюк Д. С. Чинники розвитку ринку корпоративних цінних паперів в Україні / Д. С. Тарасюк // Науковий вісник Національного лісотехнічного університету України. – Львів. – 2014. – Випуск 24.09. – С. 289 - 296.

185. Тевелєв Д. М. Дефініція «ринок цінних паперів»: сутність та визначення / Д. М. Тевелєв // Економіка будівництва і міського господарства. – 2013. – Том 9. – №2. – С. 87-93

186. Тевелєв Д.М. Причини недосконалості державного регулювання ринку цінних паперів в Україні / Д. М. Тевелєв // Право та державне управління. – 2013. – №1(10) – С. 177-180

187. Телятников В. М. Перспективи створення інститутів фінансування місцевих органів влади в Україні / В. М. Телятников // Економічний часопис-XXI. – № 1-2(2). – 2014. – С. 32-35

188. Трахтенберг И. А. Денежное обращение и кредит при капитализме / И. А. Трахтенберг. – М.: Изд-во АН СССР, 1962. – 784 с.

189. Туган-Барановський М. И. Экономические очерки. / М. И. Туган-Барановський. –М., Российская политическая энциклопедия. – 1998. – 537 с.

190. Тьюлз Р. Фондовый рынок / Тьюлз Р., Брэдли Р., Тьюлз Т.; Пер с англ. – М.: ИНФРА, 1999. – 648 с.

191. Фінансово-економічний словник / А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк. – К.: Знання, 2007. – 1072 с.

192. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: в 3 томах., Т.2.: Механізми грошового та фондового ринків і їх вплив на розвиток економіки України / [За ред. А. І. Даниленка]. – К.: Фенікс, 2008– 442 с.

193. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: в 3 томах., Т.3.: Фінанси підприємств: тенденції, стан, проблеми управління / [За ред. А. І. Даниленка]. – К.: Фенікс, 2008 – 308 с.

194. Ходаківська В. П. Ринок фінансових послуг: теорія і практика: [навч. посібник] / В. П. Ходаківська, В. В. Бєляєв. – К.: ЦЕЛ, 2002. – 616 с.

195. Цивільний кодекс України: за станом на 06.11.2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://rada.gov.ua/

196. Чихачова, Ю.С. Механізми управління корпоративними правами держави / Ю.С.Чихачова // Держава та регіони. Сер.: Економіка та підприємництво. – 2009. – № 3. – С. 197–202.

197. Чому Варшавська біржа? [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://wseinternational.eu/?page=2293

198. Шапран В. С. Банки на ринку корпоративних цінних паперів: дис. … канд. екон. наук: 08.04.01 / Шапран Віталій Сергійович – К., 2005. – 199 с.

199. Швець В. Аналіз діяльності Львівської біржі (на початку 1920-х років. / В. Швець, О. Гамкало // Формування ринкової економіки в Україні. – 2014. – Вип. 31. Ч. 2.– С. 391-397.

200. Швець В. Є. Досвід емісії цінних паперів українськими інституціями міста Львова у першій половині XX століття / В. Є. Швець // Вісник Львівського національного ун-ту ім. І. Франка. Серія екон. – 2008. – Вип. 39. – С. 556-560.

201. Шелудько В. М. Фінансовий ринок: [навч. посібник] / В. М. Шелудько – К.: Знання-Прес, 2003. – 535 с.

202. Шкварчук Л. Стан та тенденції розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні / Л. Шкварчук // Ринок цінних паперів України. – 2012. – №8. – С. 99-105

203. Шкодін Я. В. Проблеми корпоративного управління в Україні /Я. В. Шкодін // Бізнес Інформ. – 2012. – №9 – С. 297-300

204. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і перспективи розвитку: Монографія. / І. О. Школьник. – Суми: ВВП «Мрія-1» ЛТД, УАБС НБУ. –2008. – 348 с.

205. Юркевич О. Рівень ліквідності фондового ринку: значення та підходи до визначення / О. Юркевич, А. Шинкаренко // Вісник Національного банку України. – 2012. – №4 (194). – С. 94-97.