

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
СХІДНОЄВРОПЕЙСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ЛЕСІ УКРАЇНКИ

На правах рукопису

КУТУЗОВА МАР'ЯНА МИХАЙЛІВНА

УДК 336.7(477):339.7

ФОНДОВИЙ РИНОК УКРАЇНИ В УМОВАХ
НЕСТАБІЛЬНОСТІ СВІТОВОГО ФІНАНСОВОГО
СЕРЕДОВИЩА

Спеціальність 08.00.08 - гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник:
КАРЛІН МИКОЛА ІВАНОВИЧ
доктор економічних наук,
професор

Луцьк– 2015

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО - МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ	11
1.1. Теоретичні засади формування і розвитку фондового ринку	11
1.2. Роль фондового ринку як необхідного елементу інфраструктури ринкової економіки	37
1.3. Особливості виникнення фондового ринку в Україні	59
Висновки до 1 розділу	82
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ФОНДОВОГО РИНКУ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ	85
2.1. Сучасний стан та проблеми розвитку фондового ринку	85
2.2. Особливості функціонування фондового ринку України в контексті тенденцій на фондових ринках світу	111
2.3 Аналіз державного регулювання фондового ринку України	136
Висновки до 2 розділу	157
РОЗДІЛ 3. ФОНДОВИЙ РИНОК УКРАЇНИ ТА МЕХАНІЗМ ЙОГО РЕГУЛЮВАННЯ В УМОВАХ ЄВРОІНТЕГРАЦІЇ	159
3.1. Особливості формування механізму регулювання фондового ринку України	159
3.2. Трансформація відносин власності як економічна основа розвитку фондового ринку України	173
3.3. Пріоритетні вектори інтеграції фондового ринку України у світовий фондовий ринок	200
Висновки до 3 розділу	229
ВИСНОВКИ	233
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	237
ДОДАТКИ	268

ВСТУП

Актуальність теми. Фондовий ринок – важлива складова частина економічної системи країни, що виконує, крім ринкових, низку специфічних функцій в економічній політиці країни. Як інфраструктурний елемент економічної політики стійкий і розвинутий фондовий ринок може вагомо полегшити розв’язання ключових завдань, які стоять перед сучасною державою: забезпечити стійке економічне зростання й стабільність за допомогою залучення інвестиційних ресурсів у реальний сектор економіки, сприяти трансформації заощаджень населення та підприємств в інвестиції, тим самим створюючи умови для інтеграції вітчизняного фондового ринку у світове фінансове середовище.

Розвиток фондового ринку України на сучасному етапі не дає змоги ефективно виконувати притаманні йому ключові функції. Тому дослідження основних проблем сучасного фондового ринку України та способів їх розв’язання досить актуальне.

В умовах ускладнення економічної та політичної нестабільності в Україні найбільш гостро постає питання наукового обґрунтування теоретичних основ функціонування фондового ринку в умовах кризи й пошуку механізмів інтеграції фондового ринку України до світового фондового ринку, що можливе лише за умов комплексного аналізу його стану та тенденцій функціонування.

Фондовий ринок – предмет дослідження зарубіжних і вітчизняних науковців. На особливу увагу заслуговують роботи класиків економічної думки: Д. Акерлофа, Л. Вальраса, П. Друкера, Дж. Кейнса, Дж. Кокса, Дж. Лінтнера, Г. Марковіца, Р. Мертона, М. Міллера, Ф. Модільяні, Ж. Моссена, В. Сміта, Д. Тобіна, Дж. Хікса, М. Фрідмана У. Шарпа, М. Шоулз та ін. Вивченню проблем становлення й розвитку фондового ринку України, його інвестиційної привабливості та механізмів державного регулювання приділено увагу в працях вітчизняних науковців: О. Барановського, І. Бланка, М. Денисенка, А. Калини, М. Карліна, В. Клименко, В. Корнеєва, М. Крупки, Д. Лук’яненка, І. Лютого, О. Мендрула, О. Мозгового, М. Назарчука, В. Опаріна, В. Оскольського, І. Павленко, Р. Рака, В. Столярова, Г. Терещенко, Н. Ткаченко, В. Шелудько й ін.

Відаючи належне науковим напрацюванням вчених зауважимо, що результати проведених досліджень не можуть повною мірою задовольнити потреби теорії і практики розвитку фондового ринку. Дотепер недостатньо досліджено природу фондового ринку, що утруднює визначення його місця й ролі в системі економічних відносин; потребує наукового осмислення та обґрунтування функціонування фондового ринку як механізму мобілізації, концентрації та перерозподілу фінансових ресурсів країни; недостатньо опрацьовані та вимагають поглибленого дослідження науково-методичні підходи.

Необхідність вирішення окреслених проблем функціонування фондового ринку України є підтвердженням актуальності та практичної значущості цього напрямку наукових досліджень. Це й обумовило вибір теми, логіку викладення та структуру цієї дисертаційної роботи.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертація виконувалася у межах держбюджетної теми кафедри фінансів та оподаткування Східноєвропейського національного університету імені Лесі Українки за темою «Територіальні фінансові ресурси Західного прикордонного регіону України в умовах євроінтеграції» (номер державної реєстрації № 0113U002222), у рамках якої автором досліджено економічний зміст діяльності НПФ, виявлено особливості кругообігу фінансових ресурсів, з'ясовано чинники, які гальмують розвиток вітчизняних НПФ та подано пропозиції щодо його активізації.

Мета й завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є розвиток теоретичних засад функціонування фондового ринку України в умовах нестабільності світового фінансового середовища та обґрунтування науково-практичних рекомендацій щодо інтеграції фондового ринку України до світового фондового ринку.

Досягнення мети обумовило необхідність визначення й реалізації таких завдань:

- дослідити теоретичні засади формування та розвитку фондового ринку;
- розглянути фондовий ринок як необхідний елемент інфраструктури

ринкової економіки;

- з'ясувати особливості виникнення фондового ринку в Україні;
- оцінити сучасний стан та виявити проблеми розвитку фондового ринку України;
- виявити особливості розвитку фондового ринку України в контексті тенденцій на фондових ринках світу;
- проаналізувати ефективність державного регулювання фондового ринку України;
- визначити особливості формування механізму регулювання фондового ринку України;
- розглянути трансформацію відносин власності як економічну основу розвитку фондового ринку України;
- установити пріоритетні вектори інтеграції фондового ринку України у світовий фондовий ринок.

Об'єкт дослідження – фондовий ринок України як елемент світового господарства.

Предмет дослідження – теоретичні, методичні та практичні аспекти функціонування фондового ринку України в умовах нестабільності світового фінансового середовища.

Методи дослідження. Методологічним підґрунтям дослідження виступають фундаментальні положення економічної теорії й фінансів, наукові концепції вітчизняних і зарубіжних учених, у яких розглянуто закономірності розвитку та регулювання фондового ринку в нерозривній єдності із загальними економічними процесами.

У ході дослідження використано методи теоретичного узагальнення й порівняння (для уточнення змісту й сутнісних характеристик фондового ринку); системного й просторового підходу (для всебічної оцінки фондового ринку, вивчення взаємодії його структурних елементів і комплексної розробки політики регулювання фондового ринку); методи логічного узагальнення (для забезпечення послідовності проведення наукового дослідження); економіко-

статистичні методи (для вивчення динаміки процесів розвитку й регулювання фондового ринку України). У роботі застосовано також методи переходу від абстрактного до конкретного, аналізу та синтезу, індукції й дедукції. Розв'язання поставлених у дисертації завдань ґрунтується на методах економіко-статистичного аналізу, що забезпечує надійність і достовірність результатів дослідження.

Інформаційну базу дослідження склали законодавчі та нормативно-правові акти, які регламентують функціонування фондового ринку України, офіційні статистичні дані, офіційні матеріали Національного банку України, Державної служби статистики України, дані міжнародних фінансових й аналітичних організацій, праці вітчизняних і зарубіжних науковців, ресурси мережі Internet. Емпіричною базою стали результати здійснених автором розрахунків.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в розвитку теоретичних положень та виробленні науково-методичних підходів і практичних рекомендацій щодо розвитку фондового ринку України в умовах нестабільності світового фінансового середовища. Основні положення дисертації, які визначають наукову новизну й відображають особистий внесок здобувача полягають у такому:

вперше:

– розроблено концепцію функціонування фондового ринку в умовах фінансової нестабільності економіки України, що ґрунтується на використанні методів структурно-функціонального аналізу сутності фондових відносин та інституціональної теорії прав власності й дає змогу отримати системне уявлення про фондовий ринок як економічну категорію та застосовувати її в якості механізму ефективного перерозподілу грошових ресурсів і трансформації відносин власності;

удосконалено:

– механізм інтеграції фондового ринку України у світовий фондовий ринок, який, на відміну від існуючих, ґрунтується на комплексному підході та враховує проблему двовекторної інтеграції: у ринки ЄС, та СНД.

– трактування поняття «фондовий ринок» як складної, багатоаспектної функціональної системи соціально-економічних відносин, які виникають між суб'єктами господарювання стосовно руху тієї частки суспільного капіталу, що втілена у формі інвестиційних (фондових) цінних паперів. Такий підхід дає змогу розмежувати відтворювальний та інституціональний аспекти аналізу цієї категорії;

– науково-методичний підхід до порівняльного аналізу процесів формування фондового ринку в ринковій і трансформаційній економіках, що дало змогу виявити комплекс внутрішніх та зовнішніх факторів, які впливають на становлення й ефективність його функціонування. Це дає змогу ідентифікувати стан розвитку фондового ринку в Україні, своєчасно виявляти симптоми його погіршення, й запроваджувати комплекс заходів впливу на сукупність його інститутів, процесів та інструментів для підвищення ефективності його функціонування в умовах нестабільності світового фінансового середовища;

набули подальшого розвитку:

– визначення ролі держави в процесі становлення фондового ринку й формування його інституційного та інформаційного забезпечення, що дозволяє розробити комплекс державних економічних заходів щодо ліквідації наявних диспропорцій ринку України і його ефективного розвитку, які ґрунтуються на вирішенні основних суперечностей його функціонування (між якісно тотожними, відмінними та протилежними елементами). Це уможливить ефективне використання емісії цінних паперів як джерела виробничих інвестицій, що, зі свого боку, підвищить рівень капіталовкладень в економіці;

– форми адаптації фондового ринку до змін функціонування інституційного середовища та соціально-економічних основ сучасного суспільства, які повинні враховувати насамперед динаміку попиту на інвестиційні товари на ринку.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що висновки й пропозиції, що містяться в дисертації, можуть бути використані в діяльності державних органів та законодавчої влади в процесі вдосконалення державного регулювання фондового ринку України, у роботі підприємств, які

спеціалізуються на біржових операціях, а також під час викладання економічних дисциплін у вищих навчальних закладах.

Результати наукового дослідження апробовано в роботі Департаменту економічного розвитку і торгівлі Волинської обласної державної адміністрації (довідка про впровадження № 3994/58/2-15 від 25.06.2015 р.); UniCredit Bank (Волинське відділення) (довідка про впровадження № 3994/58/2-15 від 25.06.2015 р.); компанії стратегічного управління групи компаній «Монстера» МПП «Монстера» (довідка про впровадження № 61 від 10.09.2015 р.). Крім того, основні теоретичні положення й висновки дисертаційної роботи застосовано в навчальному процесі кафедри фінансів та оподаткування Східноєвропейського національного університету імені Лесі Українки під час викладання таких дисциплін, як «Фінанси», «Міжнародні фінанси», «Фінансова система України», «Бюджетна система України» й ін. (довідка про впровадження № 03-29/02/3024 від 11.09.2015 р.)

Особистий внесок здобувача. Дисертація є самостійно виконаною науковою працею, у якій викладено авторський підхід до розв'язання проблем виявлення особливостей розвитку фондового ринку України в контексті світових тенденцій на фондових ринках і визначення пріоритетних векторів інтеграції фондового ринку України у світовий фондовий ринок. Використано лише ті положення, що є результатом власних розробок автора. Результати дисертаційного дослідження знайшли відображення в опублікованих наукових працях.

Апробація результатів дисертації. Основні наукові положення й висновки дисертаційної роботи представлено на II Міжнародній науково-практичній конференції аспірантів та студентів «Волинь очима молодих науковців: минуле, сучасне, майбутнє» (м. Луцьк, 16–17 квітня 2008 р.); III Міжнародній науково-практичній конференції аспірантів та студентів «Волинь очима молодих науковців: минуле, сучасне, майбутнє» (м. Луцьк, 13–14 травня 2009 р.); IV Міжнародній науково-практичній конференції для викладачів, аспірантів та молодих вчених «Сучасні технології управління підприємством та можливості використання інформаційних систем: стан, проблеми, перспективи» (м. Одеса,

27–28 березня. 2009 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції студентів, аспірантів і молодих учених «Актуальні проблеми сталого розвитку національного господарства України: інтеграційний контекст» (м. Харків, 23–24 квітня 2010 р.); IV Міжнародній науково-практичній конференції аспірантів і студентів «Волинь очима молодих науковців: минуле, сучасне, майбутнє» (м. Луцьк, 12–13 травня 2010р.); III Міжнародній науково-практичній конференції «Ефективність бізнесу в умовах трансформаційної економіки» (м. Сімферополь-Судак, 6 червня 2010 р.); III Науково-практичній конференції молодих науковців, аспірантів, здобувачів і студентів «Актуальні проблеми й перспективи розвитку економіки України» (м. Луцьк, 17–18 листопада. 2010 р.); I Регіональній міжвузівській науково-практичній конференції «Проблеми розвитку соціально-економічних систем: підприємництво, глобалізація, економічне зростання (м. Дубно, 16 грудня 2010 р.); V Міжнародній науково-практичній конференції студентів і аспірантів «Молода Волинь: пріоритети та перспективи досліджень» (м. Луцьк, 10–11 травня. 2011 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції «Актуальні проблеми діяльності ДСБЕЗ та підготовки фахівців для її підрозділів» (м. Львів, 2 березня 2012 р.); VII Міжнародній науково-практичній конференції «Сучасні технології управління підприємством та можливості використання інформаційних систем: стан, проблеми, перспективи» (м. Одеса, 30–31 березня 2012 р.); IV Звітній науково-практичній конференції студентів, аспірантів та викладачів університету «Україна» (м. Київ, 23 квітня 2012 р.); VI Міжнародній науково-практичній конференції студентів і аспірантів «Молода наука Волині: пріоритети та перспективи досліджень (м. Луцьк, 14–15 травня 2012 р.); XVII Міжнародній науково-практичній конференції «Перспективи розвитку економіки України: теорія, методологія, практика» (м. Луцьк, 19–20 травня 2013 р.) VII Міжнародній науково-практичній. конференції студентів і аспірантів «Молода наука Волині: пріоритети та перспективи досліджень» (м. Луцьк, 14–15 травня 2013 р); Міжнародній науково-практичній конференції «Інвестиційні та інноваційні пріоритети діяльності економічних суб'єктів» (м. Одеса, 6–7 грудня 2013 р); Міжнародній науково-практичній конференції «Тенденції розвитку

організаційного та проектного менеджменту» (м. Львів, 6–7 грудня 2013 р.); XIX Міжнародній науково-практичній конференції «Економічні та соціальні інновації як фактор розвитку економіки» (м. Луцьк, 29–30 травня 2014 р.); VIII Міжнародній науково-практичній конференції студентів і аспірантів «Молода наука Волині: пріоритети та перспективи дослідження» (м. Луцьк, 14–15 травня 2014 р.); IX Міжнародній науково-практичній конференції студентів і аспірантів (м. Луцьк, 12–13 травня 2015 р.).

Публікації. Основні положення та найважливіші результати дисертації відображено у 27 наукових працях загальним обсягом 8,26 друк. арк., зокрема розділ в колективній монографії (2,0 друк. арк.), 8 статей у фахових наукових журналах і збірниках наукових праць, 2 статті у виданнях, що включені до міжнародних науково-метричних баз та 20 праць у інших наукових виданнях.

Структура та обсяг дисертації. Дисертаційне дослідження складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Роботу викладено на 274 сторінках, із них 237 – основний текст. Праця містить 15 таблиць на 15 сторінках, 24 рисунки на 12 сторінках, 14 додатків на семи сторінках. Список використаних джерел уключає 253 найменування на 31 сторінці.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО - МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ

1.1. Теоретичні засади формування і розвитку фондового ринку

Фондовий ринок - один з основних елементів сучасної ринкової економіки і фінансового ринку зокрема. Він працює у системі фінансового ринку, який є ваговою складовою фінансової системи країни. Під фінансовою системою розуміють сукупність складових та ланок (відособлена складова) фінансових відносин, які мають певні особливості у мобілізації та використанні фінансових ресурсів, а також відповідний апарат управління та нормативно-правове забезпечення.

Фінансовий ринок - важлива сфера фінансових відносин, що сприяє ефективному функціонуванню інших сфер і ланок фінансової системи країни.

Поняття «фінансовий ринок» (англ. – financial market) у сучасному розумінні почало використовуватися відносно недавно. Вперше це поняття з'явилося в науковій статті Джеймса Тобіна, яка була опублікована у 1963 році [4]. Пізніше, під впливом американського фінансового ринку, поняття «фінансовий ринок» розповсюдилося у європейських країнах. Підходи різних авторів [75, 147, 204], щодо трактування поняття «фінансовий ринок» можна звести до таких положень. Фінансовий ринок – це складна економічна система країн, що: є сферою прояву економічних відносин при розподілі доданої вартості та її реалізації шляхом обміну грошей на фінансові активи; є сферою прояву економічних відносин між продавцями і покупцями фінансових активів; є сферою прояву економічних відносин між вартістю і споживчою вартістю тих товарів, що обертаються на цьому ринку. [11, 16, 145],

Термін «фондовий ринок» походить від французького «fonds» або англійського «funds», одне зі значень якого – «грошовий капітал». У XVIII ст. в англійській мові слово «stock» використовувалося саме у цьому значенні. Імовірно саме звідси і поняття «stock exchange» (тобто біржа грошового

капіталу), яке вперше з'явилася в Англії у 1773 році (London Stock Exchange) і традиційно перекладається як «фондова біржа».

Згідно відомої праці Ричарда Тьюлза «Фондовий ринок», термін «stock» у Північній Америці зазвичай означає акції або власність корпорації. Відповідно термін «stock market» визначається як «ринок акцій» [234, с. 3].

На сучасному етапі розвитку економічної думки, проблемам функціонування фондового ринку, як важливої складової фінансового ринку та його впливу на економічне зростання країн, присвячено величезну кількість наукових робіт. Десяти лауреатів Нобелівської премії отримали нагороду за дослідження (безпосередньо чи опосередковано) системи функціонування фондових ринків: Д. Тобін, Ф. Модільяні, М. Міллер, Г. Марковіц, У. Шарп, Р. Мертон, М. Шоулз, Д. Акерлоф, В. Сміт, Р. Інгл.

Визначальна сутність категорії фондового ринку знаходиться в центрі уваги майже всіх дослідників, які вивчають це складне у теорії і важливе на практиці явище. Сучасна економічна наука не виробила остаточного підходу щодо головного, визначального у з'ясуванні сутності фондового ринку, як об'єкту пізнання, тому теоретичне дослідження фондового ринку, на нашу думку, може здійснюватися в двох аспектах: як економічне явище, і як економічна категорія. Перший аспект передбачає дослідження ролі і місця фондового ринку в господарській системі, причини його виникнення і закономірності функціонування, другий – аналіз наукового поняття «фондовий ринок», його взаємозв'язку з іншими поняттями. Вказані аспекти не виключають, а доповнюють і поглиблюють один одного, оскільки виникнення і розвиток фондового ринку в реальному господарському житті передбачало появу і теоретичну розробку відповідної наукової категорії.

Проведений аналіз показав, що існує велика кількість економічної літератури, в якій розглядаються основи ринкової економіки і фондового ринку зокрема, але досить часто визначень фондового ринку в них не дається, хоча аналізуються його окремі елементи (види цінних паперів, інститути які їх обслуговують) не поєднані в єдину систему.

Разом з тим, існує цілий ряд визначень фондового ринку, кожне з яких розкриває зміст цього складного явища. Умовно всі визначення фондового ринку можна поділити на декілька груп. Перша група – найбільш прості: «ринок цінних паперів – ринок, на якому проводяться операції з цінними паперами» [205, с.206]. Деякі автори розглядають фондовий ринок як синонім поняття «ринок цінних паперів», інші - як ринок класичних довгострокових цінних паперів: акцій та облігацій. Друга група – визначення в яких фондовий ринок розглядається як категорія торгівлі, сфера товарообміну: «Фондовий ринок – організована торгівля цінними паперами і банківськими позиками, на біржах та позабіржових ринках» [161, с.204-205].

Але така характеристика фондового ринку, як категорії сфери обігу, необґрунтовано виносить за його межі випуск цінних паперів, тобто їх емісію, яка є початковою і важливою стадією діяльності на фондовому ринку.

Значна частина авторів визначає фондовий ринок, як частину фінансового ринку, ринку позик. Таке визначення характеризує швидше місце фондового ринку в економіці, а не його сутність.

Остання група визначень – глибокі, теоретично обґрунтовані, які пояснюють сутність фондового ринку, як сукупності економічних відношень, що виникають у процесі випуску і обігу цінних паперів. [215, с.114].

На нашу думку, фондовий ринок - складне і багатогранне утворення, з функціональної точки зору – система економічних відносин між суб'єктами з приводу кредитування і співвласності, що виражається через випуск і обіг цінних паперів; з інституційної точки зору – сукупність спеціалізованих організацій (бірж, фондів тощо.) і правил поведінки, що забезпечують випуск і обіг цінних паперів; з відтворюючої точки зору – сфера виробництва і обігу цінних паперів, що забезпечує акумуляцію в них тимчасово вільних грошових коштів і перерозподіл їх між галузями, що створюють умови для інвестицій.

Перші економічні моделі, в яких робилася спроба на макрорівні врахувати вплив фінансових факторів на функціонування економіки, були запропоновані

ще в кінці 30-х років ХХ ст. Я. Тинбергенем. В подальшому вони були розвинуті представниками неокейнсіанського і монетариського напрямків.

Неокейнсіанці пов'язували макроекономічні показники фінансової діяльності з національним прибутком, інвестиціями, потребами приватного і державного секторів, експортом та імпортом товарів і послуг.

Монетаристи, критикуючи неокейнсіанців за недооцінку ролі грошей, акцентували увагу на в'ясненні значимості попиту і пропозиції грошей, розмірів і характеру відсоткової ставки у функціонуванні економіки.

Головним елементом подібних економетричних моделей були гроші. Оскільки гроші є посередником у всіх комерційних угодах, то в них знаходиться об'єктивне відображення стану справ на всіх ринках реальних і фондових цінностей.

У марксистській теорії особливе місце займає питання про виробничі відносини як суспільну форму розвитку виробничих сил.

Будучи відносинами, з приводу присвоєння засобів виробництва, продуктів праці (тобто, виступаючи як відносини власності на засоби виробництва та продукти праці), вони включають в себе відносини, що виникають при емісії, купівлі-продажі цінних паперів.

Емісія акцій і частково облігацій, опосередковує присвоєння засобів виробництва, виплату дивідендів і процентів, відображає розподіл додаткової вартості, а купівля-продаж цінних паперів її перерозподіл.

Суть ринку цінних паперів, відповідно до марксистської теорії, визначається законами розвитку капіталістичного суспільства, такими як загальний закон капіталістичного нагромадження, закон тенденції норми прибутку до пониження, закон попиту і пропозиції та ін.

При появі надлишкового капіталу, власник може віддати його в позику під звичайний відсоток, величина якого нижча величини норми середнього прибутку.

Таке протиріччя може вирішуватися шляхом заснування акціонерних товариств, які, з одного боку, дозволяють зібрати воедино достатню для прибуткового функціонування суму капіталів, а з іншого – дають їх власникам

надію на отримання дивідендів, які перевищують виплати позичкового відсотку на аналогічний капітал. Однак при цьому інвестори несуть певний ризик, який пов'язаний по-перше, з тим, що фінансові результати діяльності акціонерного товариства можуть бути нижчими середнього рівня, чи взагалі можуть збанкрутувати, по-друге, з можливістю зростання рівня позичкового відсотку.

Збільшення надлишкового капіталу, по мірі зростання органічної будови капіталу в результаті науково-технічного прогресу, приводить до постійного збільшення фіктивного капіталу, який є титулом власності на дійсний і позичковий капітал. К. Маркс писав: „ ...акції та інші цінні папери, суть сфери вкладення для позичкового капіталу, який призначений приносити відсотки. Вони суть форми віддачі його у позику, але самі по собі не є тим позичковим капіталом, який в них вкладається” [136, с.20-21].

Цінні папери – титул вартості на дійсний капітал, вони створюють ніби дублікат, тінь цього капіталу, абсорбуючи, таким чином, надлишковий капітал, який за величиною можна співставити зі всім реально діючим капіталом.

В теоретичному аналізі фінансового сектору економіки розрізняють економіку банківської заборгованості та економіку фінансових ринків.

Дж. Хікс один із перших почав розрізняти сектори економіки в залежності від методів фінансування нефінансових підприємств, пізніше він розповсюдив цей підхід на всю економічну систему [257].

Так, економіка, в якій переважає фінансування шляхом прямого звертання до заощаджень, кваліфікується як економіка фінансових ринків, а економіка, в якій переважає фінансування через посередництво банківських кредитів, як економіка заборгованості. Таке розмежування стало класичним після роботи Дж. Герлі та Е. Шоу, які ввели поняття прямого фінансування (через посередництво фінансових ринків) і непрямого фінансування (посередництвом банківського кредиту).

Ідея ефективного розподілу ресурсів в економіці на основі подолання невизначеності, пониження ризиків, зростання альтернативних типів фінансових

агентів належить А. Пігу і розвинута в працях Р. Годдсмита, Дж. Герлі, Е. Шоу, У. Зильбара, Б. Фрідмана та ін.

А. Пігу запропонував схему, яка пояснює роль кредитної системи і ринку цінних паперів в економічному зростанні: зростання економічного благополуччя вимірюється величиною „національного дивіденда”, тобто потоком (приростом) товарів і послуг, які випущені протягом року, ВВП. Максимізація „національного дивіденду”, а саме в цьому, на думку А. Пігу, полягає кінцева мета економічної діяльності, залежить від оптимального розміщення, в першу чергу праці і капіталу [173, с.112]. Дж. Герлі та Е. Шоу паралельно з Р. Годдсмітом проаналізували зв'язок кредитної системи із зростанням національного багатства. Вони прагнули теоретично обґрунтувати механізм зв'язків. Виступивши з критикою кейнсіанської ідеї про перевагу ліквідності як такої, що відображає тільки короткотермінові фактори і не враховує зростання кредитних інструментів і видів кредитно-фінансових операцій, вони доказували тезис про те, що саме розвиток кредитно-фінансових закладів є одночасно залежними і визначаючими довготерміновим фактором економічного зростання.

В основі цих концепцій лежить ідея про паралельне зростання прибутків і накопичення активів, оскільки власники грошових засобів зацікавлені не стільки в збереженні ліквідності заощаджень, скільки в надійності, вигідності їх вкладень, тобто в зростанні найрізноманітніших фінансових послуг.

В результаті чого, на думку Герлі і Шоу, вторинні вкладення, тобто вкладення у „вторинні зобов'язання” банків та інших кредитних закладів є більш вигідними для населення ніж звичайні форми багатства, прямі інвестиції (в акції та інші цінні папери).

Як показало дослідження, в зарубіжній науковій літературі 60-70-х років ХХ ст.. багато уваги приділялося висвітленню механізмів функціонування фінансового ринку, який виконує по суті ті ж функції. Ідеї закладені в праці А. Пігу, знайшла свій розвиток у дослідженнях наступних років.

На практиці зростання значення фінансових ринків, розвиток великої кількості видів цінних паперів дали змогу зробити висновок про так званий

процес дезінтермедитації, тобто падіння ролі кредитних інститутів і перерозподіл грошових ресурсів.

В кінці 70-х початку 80-х років відбулося прискорення процесів сек'юризації. Цей процес вів до модифікації звичних посередницьких функцій кредитних інститутів, а не до витіснення їх взагалі – адже в даному процесі саме кредитні організації виступали в особі безпосередніх емітентів нових цінних паперів та інвесторів на ринку цінних паперів.

Досліджуючи процеси розвитку ринку цінних паперів неможливо обійтися без аналізу відсоткових ставок. Який би не був теоретичний підхід до аналізу природи відсоткових ставок, поведінка економічних агентів не нейтральна по відношенню до їх формування. Величина процентних ставок визначається взаємодією попиту і пропозиції на капітал. Роль держави не обмежується тільки тиском на стан попиту і пропозицій, вона включає в себе також або кількісне раціонування позичкових фондів, або регулювання процентних ставок, тому в аналіз процесу визначення рівня відсотка необхідно ввести фактор держави.

Якщо кейнсіанці не враховували роль грошей як таких, і в своєму аналізі опиралися на загальні фінансові показники, ігноруючи взаємозв'язок між збільшенням капіталу і збільшенням пропозиції грошей на ринку, то монетаристи орієнтувалися переважно на показники грошового обігу, не приділяючи достатньої уваги дослідженню вагомих факторів економічного зростання безпосередньо не пов'язаних з обігом грошей.

В теорії неокласичного синтезу теоретичні положення показані в працях Дж. Хікса та Н. Калдора, а сформульовані Кейнсом, інтерпретуються як поодинокі випадки. З точки зору неокласиків, економічна система може мати кейнсіанські характеристики нестабільності тільки тимчасово, процес саморегуляції повертає її до рівноваги. Неокласичний синтез базується на моделі досить простої інституційної структури сучасної економіки.

Представники неокласичного синтезу вважають, що відсоткова ставка є єдиним регулятором рівноваги попиту і пропозиції грошей. Це припущення робить модель зрозумілою, але утруднює її використання для аналізу системи в

силу її надмірної спрощеності, тобто відсутність належного обліку впливу на сукупний попит.

Відповідно до неокласичної теорії, економічна система обов'язково досягає повної зайнятості всіх ресурсів через двосторонній процес регулювання. Однак в ситуації падіння сукупного попиту, коли на ринку ресурсів утворюється надлишок (наприклад, надлишок пропозицій праці), середня заробітна плата падає, витрати стають нижчими за прибутки, а це призводить до зростання пропозицій продукту і падіння цін.

З одного боку, низькі ціни збільшують реальну пропозицію грошей і через це відсоткова ставка падає, що стимулює додатковий попит (ефект Кейнса). З іншого - володіючи великим реальним багатством, викликаним дефляцією, споживачі збільшують свої витрати (ефект Пігу). Таким чином, ці два шляхи дефляції збільшують сукупний попит. Процес продовжується до тих пір, поки система знову не досягає повної зайнятості ресурсів при попередньому рівні цін. Так як ціни не можуть змінюватися миттєво, цей процес потребує певного часу, а значить супроводжується деякими витратами.

Існування в кожний заданий момент цілого набору різноманітних за величиною відсоткових ставок висуває проблему знаходження „керованої” відсоткової ставки, зміна величини якої визначає рух всього спектра відсоткових ставок.

Найбільш розповсюдженою вважається точка зору, згідно з якою різниця (відмінність) у величині між відсотковими ставками залежить від різниці в терміновості кредитно-фінансових інструментів.

Ризик відсоткових ставок пов'язаний не тільки з їх мінливістю, але і з загальною тенденцією до змін. Він особливо великий для фінансових інститутів, терміновість активів яких відрізняється від терміновості пасивів.

Частота і розмах відсоткових ставок посилює невизначеність пов'язану з прогностичним управлінням грошовою масою, капіталовкладеннями і портфельними інвестиціями. У відповідь на ризик можливих змін відсоткових

ставок економічні агенти створюють велику кількість нових інструментів для покриття тієї частини ризику, яку вони хотіли б повністю ліквідувати.

Управління ризиком відсоткових ставок включає два етапи: перш за все економічний агент повинен точно оцінити ризик і тільки після цього, прийнявши рішення, здійснити захист від ризику можливих змін відсоткових ставок, вибрати найбільш підходящий інструмент покриття даного ризику.

Процес кредитно-фінансових інновацій, останнім часом, має багаточисельні наслідки. Так, створення принципово нових середньотермінових і короткотермінових цінних паперів (депозитних сертифікатів, казначейських білетів) і бурхливий розвиток ринку облігацій викликає з одного боку, скорочення ролі фінансового посередництва, а з іншого, веде до зменшення базового банківського відсотку в порівнянні з базовими відсотковими ставками короткотермінових і довготермінових кредитно-фінансових операцій.

Крім того, посилення значення ринку цінних паперів, тобто посилення ваги прямого фінансування в економіці, веде до зростання ролі відсотку у визначенні поведінки приватних агентів і методів економічного регулювання, які використовуються державою.

Поява нових інструментів захисту від ризику можливих змін відсоткових ставок приводить до перерозподілу цих ризиків між різними економічними агентами, однак загальна величина ризиків в економіці, в цілому, залишається без змін.

Більше того, подібні інструменти несуть в собі додатковий ризик, оскільки вони не відображаються у банківському балансі, і, таким чином, значна частина цих операцій, як правило, не враховується центральними банками при підрахунку обов'язкових резервних вимог для банків.

Багато економістів неодноразово пробували встановити довготермінові фундаментальні зв'язки між показниками ділової активності, відсотковими ставками і станом фондового ринку. Але всі спроби вивести достатньо стійкі зв'язки не мали успіху. В довгостроковому періоді, темпи зростання біржових курсів, в цілому, відповідали темпам економічного росту, але в

короткостроковому періоді - спостерігались значні відхилення, що й спричинило до неточності прогнозів.

Ринок цінних паперів, як і всякий ринок, навіть у найбільш розвинутому стані, не завжди є передбачуваним, або точніше, зміни на ньому неможливо передбачити повністю і з абсолютною точністю. Тим більше неможливо давати детальні рецепти поведінки на українському ринку. Але вивчати ринок, на нашу думку, не значить його передбачати. Необхідність у вивченні українського фондового ринку цілком очевидна.

Мета теоретичного аналізу фондового ринку полягає у виявленні розбіжностей між вартістю цінного паперу, яку визначає ринок, і його „дійсною вартістю”, тобто вартістю яку мав би мати цінний папір в тому випадку, якби всі інвестори мали такий же досвід і знання як спеціаліст-аналітик.

Дж. Лорі та М. Рамільтон відзначають, що вартість активу являє собою сьогоденню вартість майбутніх потоків прибутків, які певний актив забезпечує своєму власнику. В свою чергу, майбутні „потоки прибутків” складаються із двох компонентів: періодичних платежів чи відсотків; ціни активу, після його продажу. Сьогоднішня вартість активу визначається шляхом дисконтування цих потоків прибутків від ставки, які складаються із рівня відсотка за неризиковими активами (наприклад, казначейські векселі) і додаткової ставки, що представляє розмір ризикової премії за даним активом [258].

Таким чином, фіктивний капітал (акції і облігації) мають певну „реальну вартість”, від якої відхиляються її біржові оцінки. Судячи по цих відхиленнях, інвестори можуть визначити, які активи біржа в даний момент „переоцінює” або „недооцінює”, і на цій основі визначити відносну привабливість тих чи інших цінних паперів для купівлі чи продажу.

Аналізуючи взаємозв'язок між коливаннями об'ємів інвестицій і коливань на фондовому ринку Дж. Тобін передбачив, що учасники приймають рішення про інвестування на основі співвідношення, яке зараз називається „показник q Тобіна: [241, с.63].

$$q = W_m/W_r, \quad (1.1)$$

де W_m – вартість капітальних активів, яка складається на ринку цінних паперів;

W_t - ціна капітальних благ, за якою вони могли б бути придбані в даний час.

Тобін вважав, що об'єм чистих інвестицій повинен залежати від того, більше q одиниці чи менше. Якщо q більше одиниці, то ринок цінних паперів оцінює встановлений капітал в суму більшу, ніж вартість його заміщення.

У цьому випадку менеджери мають можливість збільшувати ринкову вартість акцій своїх підприємств, залучаючи більше капіталу. І навпаки, якщо q менше одиниці, то ринок цінних паперів оцінює встановлений капітал в суму меншу, ніж вартість його заміщення. У цьому випадку менеджери не будуть поновлювати капітал по мірі його вибування. За цими основними принципами і побудовані всі моделі фондової оцінки.

У відповідності з розглянутими вище теоретичними розробками поступово склалася система аналізу фондового ринку. Із всього розмаїття теорій фондового ринку, які пояснюють принципи і механізми ціноутворення, на нашу думку, варто зупинитися на найбільш розроблених: гіпотезі ефективного ринку, гіпотезі непередбачуваної поведінки цін, школі технічного аналізу і фундаментальної школи.

Гіпотеза ефективного ринку (ГЕР) сформувалася в 60-х роках ХХ ст. Відповідно до цієї теорії ефективним є ринок, інформація на якому доступна широкому загалу і миттєво розповсюджується між покупцями і продавцями.

Прогнози і очікування учасників миттєво призведуть до змін поточних цін, пропозиції чи попиту на ринку, забравши, таким чином, можливість утримувати надприбутки від спекуляції.

Існують різноманітні варіанти теорій, які по-різному оцінюють потенційне значення різних видів інформації з точки зору теорії раціональних очікувань.

При цьому значення минулої інформації заперечується всіма гілками гіпотези ефективного ринку. Найбільш ортодоксальна - „сильна” класична форма теорії заперечує значення будь-якої інформації для більш чи менш надійних передбачень відносно майбутніх параметрів ринку цінних паперів.

«Середня» форма заперечує значення загальнодоступної поточної інформації, але визнає значення закритої інформації.

„Слабка” форма заперечує тільки доцільність вивчення історії процесів для передбачення сучасного стану ринку, але визнає значення будь-якої поточної інформації.

Базою так званої теорії „ефективності фінансових ринків” стала робота К.Ерроу, в якій роль фінансових ринків в забезпеченні переливання грошових ресурсів в економіці визначається як центральна проблема.

Найбільш яскравим прикладом ефективного ринку більшість західних економістів вважають ринок капіталів. Вчені робили передбачення, що цей ринок безперервно „розчищається” і будь-яка нова інформація зразу ж відображається на динаміці курсів цінних паперів, і відповідно, ні минулий досвід і встановлені на його основі закономірності, ні будь-яка нова інформація не можуть вагомо вплинути на розміри прибутків від фондових операцій будь-якого інвестора, якими б методами аналізу і прогнозування він не користувався.

Основними постулатами гіпотези ефективного ринку стали положення про абсолютну інформаційну провідність ринку, вся вага інформації розповсюджується на ринку із безкінечною швидкістю без перешкод і спотворень, а неправдива інформація миттєво фільтрується і відсікається.

Із першого положення слідує, що ціни цінних паперів рівні їх реальній вартості. Гіпотеза ефективного ринку оперує з поточним станом ринку.

Гіпотеза ефективного ринку в різні часи піддавалася перевірці багатьма економістами, але нікому не вдавалося її заперечити. Навпаки, результати досліджень швидше підтверджували справедливість цієї гіпотези.

Найбільш такою, що оберігає самолюбство учасника ринку цінних паперів є гіпотеза непередбачуваної (випадкової) поведінки цін. Вона передбачає відсутність будь-якої раціональної ринкової стратегії і всі удачі (невдачі) учасника пояснює як випадковість. Гіпотеза є частиною класичного (ортодоксального) напрямку загальної гіпотези ефективного ринку.

В цілому гіпотеза непередбаченості і ефективності ринку в її класичному варіанті ґрунтується на тому, що ринок не можна переграти. При цьому два варіанти гіпотези ефективного ринку допускають, що окремі гравці, які володіють особливою інформацією, або отримали загальнодоступну інформацію раніше за всіх інших можуть виграти в ринку, тобто в інших його учасників. Необхідно відзначити, що гіпотеза непередбачуваності і ефективного ринку не заперечує існування закономірностей в поведінці ринку, але виходить, в цілому, із вірогідності характеру подій що відбуваються на ринку.

Таким чином, події що відбувалися раніше можуть або збільшувати, або зменшувати вірогідність настання певних подій.

Прихильники неокласичної форми гіпотези ефективного ринку, визнають, що за певних умов, вірогідність настання тієї чи іншої події дуже близьке до одиниці, і володіючи певною інформацією, можна досить впевнено чекати його приходу.

Очевидно, що використовувати слабку чи середню форму гіпотези ефективного ринку можна тільки володіючи додатковими, порівняно з іншими учасниками ринку, можливостями отримувати інформацію. Але не маючи такої і не бажаючи аналізувати минулу інформацію про рух ринку, доцільніше стати прибічником сильної форми гіпотези ефективного ринку і гіпотези не передбачуваної поведінки цін.

Не дивлячись на невисоку достовірність вихідної аналітичної інформації, наперекір висновкам гіпотези ефективного ринку, багато економістів пробували вивести динаміку майбутніх прибутків корпорації методом екстраполяції минулих тенденцій.

В працях Дж. Мерфі, Р. Глаубера та Р. Бірлі було доказано, що в цілому розміри дивідендів рухаються так само хаотично, як і курси акцій, і відповідно, минулі результати практично не придатні для прогнозу. Чи можуть гіпотези випадкової поведінки цін і гіпотези ефективного ринку використовуватися учасниками українського ринку цінних паперів?

На нашу думку, ні, оскільки вони нігілістично відносяться до самої можливості продуманої стратегії поведінки на ринку, чи як неокласична форма гіпотези ефективного ринку пов'язує поведінку учасників ринку цінних паперів виключно наявністю джерел додаткової інформації.

Звичайно, ми можемо говорити про те, що ідеї гіпотези ефективного ринку використовуються на вітчизняному ринку не на рівні теорії, а на рівні здорового глузду. Також можна стверджувати, що додаткова інформація дуже широко використовується на українському ринку цінних паперів. Але парадокс полягає в тому, що можливість одержати і ефективно використати додаткову інформацію (можливість реалізації рецептів неокласичних форм гіпотези ефективного ринку) тим вища, чим вищий рівень ефективності ринку, який визначається рівнем розвитку ринку. Високорозвинутий, конкурентоздатний ринок неможливий без широкої загальнодоступної інформації про нього.

В системі аналізу ринку цінних паперів найбільш представницьким є „фундаментальна” (фінансова) школа і „технічна” школа. Обидва ці підходи оперують з тенденціями поведінки на фондовому ринку. Але якщо предметом фундаментальної теорії є „природня”, тобто середня ціна цінних паперів на протязі довгого періоду часу – основним часовим інтервалом є рік, то технічний аналіз старається вловити будь-які коливання ринку.

Очевидно, що різноманіття підходів обумовлено різноманітними практичними завданнями: фінансова теорія орієнтована на довготермінового інвестора, технічний аналіз – на короткотермінового. До 70-х років ХХ ст. ці дві школи переважали в аналізі ринку цінних паперів, до того ж кожна із них трималася своєї позиції і не приймала постулатів іншої школи.

З середини 70-х років ХХ ст. ситуація дещо змінилася: по-перше, обидві ці школи в значній мірі переймали компоненти, які застосовувалися раніше тільки їх противниками; а по-друге, вони ввібрали в себе елементи інших теорій, зокрема гіпотези ефективного ринку і гіпотези випадкової поведінки цін.

Разом з тим, по цей день, ці дві школи займають головні позиції в аналізі фондових ринків і надалі зберігають деякі специфічні риси.

Фундаментальна методика ґрунтується на визначені цінової динаміки на основі теорії попиту і пропозиції, а також дослідження загальноекономічних факторів які впливають на ринок в цілому.

Фінансовий сегмент економіки можна представити як спот ринок і терміновий ринок. Так, головною функцією термінового ринку є страхування цінових ризиків. Предметною основою термінового ринку є торгівля терміновими контрактами. Терміновий контракт являє собою домовленість контрагентів про поставку базисного активу у вказаний термін. Разом з тим, визначення «терміновий ринок» являє собою складну і багатогранну структуру. В якості контрактів на терміновому ринку представлений широкий спектр різноманітних фінансових інструментів, які також отримали назву вихідних фінансових активів. В даний момент операції із терміновими контрактами вже не зводяться тільки до поставки базисного активу, а виступають як самостійні фінансові інструменти. За видами контрактів, його можна поділити на форвардний, ф'ючерсний, опійний ринок і ринок свопів.

Інфраструктура термінового ринку представлена не тільки біржовими і позабіржовими структурами, але також широким колом організацій, які виконують як брокерські, так і дилерські функції. Також учасниками даного ринку є крім банків та інвестиційних компаній, різноманітні фонди (інвестиційні, пенсійні, ф'ючерсні, хеджування), виробничі і сільськогосподарські підприємства. Головною причиною участі різноманітних компаній на терміновому ринку є те, що за своїм функціональним задумом він дозволяє позбавитись чи зменшити цінові ризики в умовах змінної ринкової кон'юнктури. Ще однією причиною бурхливого розвитку термінового ринку виступає те, що його інструменти є високоприбутковим об'єктом для інвестицій.

Широке розповсюдження терміновий ринок отримав у ХХ ст. Першим економістом - теоретиком, який звернув увагу на даний ринок був Дж. М. Кейнс. Його послідовники Дж. Хікс та Н.Калдор заклали теоретичні основи аналізу термінового ринку. Теорія термінового ринку представлена Дж. М.Кейнсом в роботах „Трактат про гроші” та „Трактат про грошову реформу”. В роботі

„Трактат про гроші” вказується місце і роль термінового ринку в економіці, визначаються ролі учасників термінового ринку, термінові ціни, досліджується вплив термінової ціни на ціну базисного активу для різноманітних станів ринку.

В „Трактаті про грошову реформу” Дж. М.Кейнс окремо розглядає терміновий валютний ринок і надає рекомендації щодо його організації в країнах з нестійкою валютною системою. Розглядаючи терміновий ринок під час його зародження в сучасному вигляді, Кейнс відзначав недостатню інформованість з операціями на даному ринку і на нерозуміння його механізму суб'єктами економічних відносин. Це дуже нагадує сучасну економічну ситуацію в Україні.

Кейнс вказує, що на ринку одночасно існують дві ціни оптова і термінова. Для виробника, який має намір продати свій товар в майбутньому, головне значення має термінова ціна, оскільки на основі цієї ціни він може прогнозувати об'єм свого виробництва.

Дж. М.Кейнс вказує, що виробник може уникнути цінового ризику продавши товар на термін ще до того моменту, як він почав його виробляти. Якщо термінова ціна дозволяє отримати прибуток від виробництва, то це дозволяє підприємству повністю уникнути всякого ризику.

Таким чином, згідно твердження Дж. М.Кейнса, термінова ціна визначає кон'юнктуру оптового ринку.

Дж. М. Кейнс розглядає термінові угоди як інструмент хеджування (страхування) фінансового стану виробника. В його теорії хеджер виступає, в першу чергу, в якості продавця, укладаючи угоди та термін, він платить визначену ціну за визначеність своєму контрагенту, в якості якого частіше всього виступає спекулянт. На відміну від товарного, на валютному і фондовому ринку хеджером однаково часто стає як продавець, так і покупець. [102].

В „Трактаті про грошову реформу” детально описується механізм функціонування валютного термінового ринку. Також в цій роботі Кейнс перераховує фактори від яких залежить співвідношення термінової і сподової ціни.

В якості першого фактора Кейнс називає відмінність відсоткових ставок, які існують в країнах на різні валюти. На валютний курс, крім ставок, впливають

різноманітні політичні і фінансові ризики, що виключає „можливість будувати справу, як належало б на математичному розрахункові відсоткових ставок” [102]. Наступний фактор - кількість на ринку, в певний момент часу, продавців і покупців.

Четвертий фактор витікає із положення, що „... передумова про великий і вільний ринок неприйнятна. Термінова угода може бути укладена тільки з допомогою банків чи аналогічних інститутів. Коли угоди на певну валюту знаходяться в небагатьох руках, чи коли між відповідними інститутами існують угоди підтримувати свої винагороди на більш високому рівні ніж це виправдовує конкуренція, то додаткові прибутки, які отримує банк від арбітражу між касовими і терміновими угодами, значно підвищить його прибуток”. [100, с.44].

Дж. М.Кейнс позитивно розглядав роль спекулянтів на терміновому ринку. На його думку, спекулянти виконують об’єктивно необхідні економічні завдання для функціонування термінового ринку і економіки в цілому. По-перше, спекулянти в стані правильно передбачити очікувану оптову ціну. По-друге, спекулянти стримують коливання валютного курсу. По-третє, спекулянти беруть на себе ризик, який несуть хеджери.

Дж. М. Кейнс в своїх працях рекомендує організацію валютного термінового ринку країнам з нестійкою валютою. Нестійкість курсів валют він в першу чергу пояснює „недовірою до внутрішніх заходів країни і її кредиту, страхом раптового введення обов’язкових постанов відносно девіз чи мараторію” [100, с.163]

Дж. Хікс розглядає теоретичні аспекти функціонування термінового ринку в своїй роботі „Вартість і капітал” [257, с.145]. За твердженням Дж. Хікса даний ринок слугує для координування господарської діяльності суб’єктів економіки, так як в результаті попереднього укладання угод їх дії можуть бути хоча б частково спланованими.

Дж. Хікс, так само як і Кейнс, приділяє багато уваги присутності спекулянтів на терміновому ринку. Дж. Хікс підкреслює, що „ ... ціни при укладанні угод на термін майже завжди встановлюється у певній мірі спекулянтами, які прагнуть виграти за рахунок покупки за цією ціною, якщо вони нижчі ціни при укладанні

угод за готівку, яка, згідно очікувань спекулянтів встановиться через певний час; завдяки їх діяльності з'являється тенденція до підвищення до помірного рівня цін при укладанні термінових угод.” [257, с.163]

Дж. Хікс дотримується концепції Дж. Кейнса про те, що термінова ціна залежить від стану рівноваги на ринку.

Таким чином, Дж. Хікс дотримувався поглядів Дж. Кейнса в таких питаннях: положення про те, що терміновий ринок покликаний вносити елемент стабільності в розвиток економіки, думки про те, що на товарному ринку хеджери виступають головним чином зі сторони продавців, ідею про позитивну роль спекулянтів на даному ринку.

Теоретик-класик Н. Калдор розкриває питання функціонування термінового ринку в роботі „Спекуляція і економічна стабільність”, яка увійшла в збірник його статей „Есе з питань економічної стабільності і росту”. Калдор розділяє погляди Кейнса і Хікса, але основну увагу звертає на проблему формування термінової ціни і впливу на неї хеджерів, арбітражерів і спекулянтів. [257, с.448].

Таким чином, основне призначення термінового ринку полягає в стабілізації фінансової ситуації об'єктів ринкової економіки в умовах нестійкої ринкової кон'юнктури. Терміновий ринок слугує механізмом координації планів підприємців. Різниця між спотовою і терміновою ціною являє собою плату за визначеність в майбутньому.

Учасниками ринку термінових контрактів є арбітражери, спекулянти і хеджери вони прямо впливають на процес ціноутворення на цьому ринку.

Термінова ціна відображає зміни ринкової кон'юнктури і дозволяє прогнозувати майбутню ситуацію на ринку.

Спекулянти будуть брати участь в угодах, поки термінова ціна відрізняється від спотової в розмірі не меншому ніж величина премії за ризик.

Український фондовий ринок сьогодні знаходиться на тій ступені формування, коли первинним завданням є визначення вихідних цінових параметрів. Тому тут можна застосувати положення фінансової теорії, і поряд з нею теорію реальної внутрішньої вартості, яка розглядає акцію як долю участі в

капіталі фірми і відповідно, виходячи з того, що „внутрішня вартість” акцій повинна відображати повну вартість підприємства, яке випустило ці акції. Застосуванню цього підходу перешкоджає інфляція і погана звітність, яка утруднює оцінку реальної вартості активів українських підприємств.

Таким чином, аналіз змін, які відбуваються в функціонуванні фондового ринку показує, що він зберігає свою сутність в якості важливої ланки ринкової економіки, яка обслуговує процес мобілізації, концентрації і перерозподілу грошового капіталу. Ринок цінних паперів виступає в якості посередника між грошовими і функціонуючими спеціалістами, впливає на інвестиційний процес, що є однією із рушійних сил економічного розвитку.

Фондова біржа, як основний інститут ринку цінних паперів, сприяє розвитку ринкових відносин, так як вона, на думку Ф. Енгельса, „ змінює розподіл в бік централізації, у великій мірі прискорює концентрацію капіталів і є революційним фактором ” [74, с.359].

Цінні папери мають подвійний зміст - з однієї сторони, це фінансовий інструмент, а з іншої особливий інвестиційний товар. Визначення цінних паперів, як фінансового інструменту, обумовлене специфікою процесу відтворення в сучасній економічній системі, якій в значній мірі притаманний кредитний характер. При цьому цінні папери є носіями юридично оформлених відносин боргу, які виникають між різними суб'єктами з приводу організації господарської діяльності. При купівлі цінних паперів інвестори - кредитори і емітенти - боржники переслідують різні цілі: перші - передбачають отримання прибутку у вигляді дивідендів чи процентів на свій вкладений капітал, а другі - організувати діяльність в тій чи іншій сфері і отримати підприємницький прибуток.

Такий підхід дозволяє зробити висновок про те, що основна властивість боргового зобов'язання приносити прибуток, як своєму власнику, так і тому, хто його випускає – емітенту, реалізуючи його споживчу вартість, як товару. Крім того, як товар, вони потенційно здатні задовольнити споживчу вартість не одного, а декілька суб'єктів, що робить їх предметом обміну, носієм мінової вартості. Здатність боргового зобов'язання бути носієм споживчої та мінової вартості

необхідно розглядати в якості користі. Слід відзначити, що ця користь має суб'єктивний характер, а попит і пропозиція, які визначають ціну на цей товар, формуються не виробником і споживачем товару, а суб'єктивною оцінкою учасників фондового ринку під впливом сукупного попиту і пропозиції, в чому і проявляється специфіка цінних паперів, як товару.

Як і всякий товар, цінні папери мають вартість, яка визначається затратами праці на їх виробництво, але як особливий товар вона має специфічні особливості ціноутворення. Ціна цінних паперів, як представників реального капіталу, не визначається в якості відповідної частини капіталу певного підприємства, якби це було не так, то вона була б відносно постійною величиною.

Цінний папір засвідчує отримання частки прибутку його власником, так як він не може претендувати на весь підприємницький прибуток. Через це ціни на цінні папери із вартістю реально функціонуючого капіталу не кореспондуються, вони визначаються прибутковістю діяльності емітента, а також суб'єктивною оцінкою учасників фондового ринку.

Таким чином, цінні папери є особливим товаром, пов'язаним не з юридичним статусом суб'єкту, що його виробляє (не важливо фізична чи юридична особа), а з його майновим станом.

Саме в майновому стані полягає причина того, чому виникає потреба в кредитах та вдаються до емісії цінних паперів, а інші можуть їх кредитувати (фінансувати) шляхом інвестування в цінні папери емітента. Це положення визначається фінансовою позицією суб'єкту ринкових відносин яка складається, як результат балансу його доходів і витрат, в кожний даний момент часу. Фінансова позиція може бути рівноцінною, збитковою і дефіцитною. Кожний із суб'єктів фондового ринку займає визначену фінансову позицію, тоді як його контрагент – протилежну. Якщо купівля-продаж цінних паперів відбувся з однакових фінансових позицій, то з впевненістю можна стверджувати, що це було зроблено з причин не економічного характеру.

На фондовому ринку позиції емітента і продавця не завжди співпадають. Логічною була б ситуація, за якої той, хто випускає цінні папери (емітент) сам би

їх і продавав, але не кожний продавець цінних паперів є їх емітентом. Останній може продавати свої цінні папери посереднику і тоді той вже стає продавцем.

Дослідження показало, що питання про учасників купівлі-продажу цінних паперів на фондовому ринку потребує деталізації і розгляду в різних аспектах. Класифікація суб'єктів фондового ринку є досить складною і не до кінця визначеною.

Так О. А. Гришина, вважає, що різноманітні операції з фондовими цінностями і багатогранність функцій, які можуть виконувати різні учасники ринку цінних паперів не можуть мати єдиної вичерпної класифікації [20, с.47].

В. В. Колесник дотримується думки, що суб'єктів фондового ринку доцільно було б розділити на основних та інфраструктурних [103, с.14]. В першу групу пропонується включити емітентів, інвесторів, посередників, інститути регулятори і спеціальні державні органи регулювання фондового ринку, а до другої – депозитаріїв, розрахунково-клірингові заходи, трастові інститути, агентів по трансферту, регістраторів, продавців фондової інформації, спеціальні гарантійні фонди.

П. Ю. Бороздін пропонує поділити учасників фондового ринку в узагальненому виді, як це прийнято, не на емітентів і інвесторів, а на продавців і покупців цінних паперів [30, с.72]. Але, на нашу думку, такий поділ є не ефективний.

Автори навчального посібника «Ринок цінних паперів і його фінансові інститути» під редакцією В. С. Торкановського, визначають чотири групи учасників фондового ринку: головні учасники, інституційні інвестори, індивідуальні інвестори, професіонали[194].

На нашу думку класифікація учасників фондового ринку повинна відображати ту роль, яку вони відіграють на ньому найчастіше, а не епізодично. У зв'язку з цим пропонуємо поділити їх на три групи:

- емітенти;
- інвестори;
- посередники.

Хоча ролі ці досить умовні і дозволяють встановити тільки головну лінію поведінки суб'єктів фондового ринку. У разі закріплення, суб'єктів фондового ринку можна класифікувати за тим місцем, яке вони на ньому займають. З цієї точки зору, діяльність суб'єктів фондового ринку можна уявити схематично. (Рис. 1.1.)



Рис. 1.1. Суб'єкти фондового ринку

Місце суб'єкту фондового ринку характеризується, перш за все, тим, які цілі він переслідує. Так для споживачів, це отримання додаткового джерела фінансування - інституційні інвестори акумулюють вільні грошові засоби, випускаючи власні цінні папери і постачають їх на фондовий ринок. Для домогосподарств головним є збереження і примноження заощаджень. Торговці займаються тим, що знаходять джерела небанківського фінансування для емітента з однієї сторони і небанківських фінансових інструментів для інвестора - з іншої. Організації, що обслуговують фондовий ринок отримують прибуток,

надаючи платні послуги споживачам, постачальникам і торговцям. Органи, що регулюють діяльність учасників фондового ринку, займаються розробкою нормативно-правової бази і контролюють її виконання.

Кожен із учасників фондового ринку, реалізуючи на ньому свої власні інтереси, переслідуючи ті чи інші цілі, все ж таки повинен орієнтуватися на суспільно-корисний зміст функціонування фондового ринку, звичайно для більшості із них сенс існування і діяльності в отриманні прибутку, а суспільно корисне призначення, за умови коли значна частина суб'єктів фондового ринку, в наслідок фінансової кризи поставлено на межу функціонування, є нечітко вираженим.

Аналізуючи сутність фондового ринку, перш за все необхідно врахувати, що основна мета діяльності в ринковій економіці – отримання прибутку і примноження капіталу. З цієї позиції будь-який ринок є ринком для вкладання капіталу, але існують ринки куди можна тільки вкладати виключно капітал це ринки капіталів (фінансові ринки), де останні нагромаджуються, концентруються, централізуються і врешті вкладаються в економіку. Ринки капіталів або фінансові ринки є системою економічних відносин між первинними власниками грошових засобів їх кінцевими користувачами і посередниками.

На нашу думку, дослідження фондового ринку та проблем його розвитку повинно відбуватися насамперед з позиції того, наскільки повно в конкретній економіці він виконує основні свої функції.

Аналіз економічної літератури останніх років показав певні розбіжності у працях дослідників, що до визначення функцій фондового ринку, хоча всі вони до основних функцій фондового ринку відносять мобілізацію і централізацію капіталу, перерозподіл його між секторами економіки.

Традиційно виділяються такі функції фондового ринку: загально ринкові, що притаманні кожному ринку; специфічні, що відрізняють фондовий ринок від інших ринків [43, с.30].

До загально ринкових при цьому відносять: комерційну, що полягає в отриманні прибутку від операцій на даному ринку; цінову, що припускає забезпечення умов для формування ринкових цін, їх постійної динаміки в залежності від попиту та пропозиції; інформаційну, що забезпечує доведення ринкової інформації про об'єктів торгівлі та учасників; регулюючу, що стосується утворення правил торгівлі та участі у ній, формуванні порядку вирішення спорів між учасниками. У якості специфічних функцій фондового ринку розглядають — перерозподільну та функцію страхування цінкових та фінансових ризиків [43, с.30-32].

Дещо іншу класифікацію функцій фондового ринку використовує Ю. Я. Кравченко Він виділяє три групи функцій: фінансові, загальноекономічні, загальносоціальні [115, с.29]. Дана класифікація функцій фондового ринку має більш загальнометодичний ніж вузькопрофільний характер.

Т. Б. Берднікова зазначає, що до функцій фондового ринку відносяться основні та допоміжні. В якості основних функцій розглядається облікова, контрольна, функція збалансування попиту та пропозиції, стимулююча, перерозподільна, регулююча. Серед допоміжних функцій виділяють використання цінних паперів у приватизації, антикризовому управлінні, реструктуризації економіки, стабілізації грошового обігу, антиінфляційній політиці [16, с.10-11].

Ми підтримуємо думку тих науковців, які функції фондового ринку поділяють на дві групи: загальноринкові, приналежні, як правило, кожному ринку, як системі визначених економічних відносин; і специфічні функції, які відрізняють його від інших ринків [277, с.110]. До загальноринкових функцій, на нашу думку, можна віднесли: комерційну функцію (отримання прибутку від діяльності на даному ринку); ціноутворюючу (забезпечення ринком процесу складання ринкових цін їх постійного руху і т.д.); регулюючу функцію (ринку створює правила взаємовідносин між його учасниками); інформаційну функцію (створення і доведення до учасників інформації про стан на ринку).

До специфічних функцій фондового ринку можна віднести перерозподільчу функцію і функцію страхування цінових і фінансових ризиків. Перерозподільча функція умовно може бути поділена на підфункції:

- перерозподіл грошових засобів між галузями і сферами ринкової діяльності;
- переказ заощаджень, перш за все населення, із невиробничої у виробничу форму;
- фінансування дефіциту державного бюджету на безінфляційній основі, тобто без випуску в обіг додаткових грошових засобів.

Функція страхування цінових і фінансових ризиків (хеджування) стала можливою завдяки появі виробничих цінних паперів - опціонних і ф'ючерсних. Механізм хеджування полягає в тому, що учасник ринку в кожний відрізок часу займає протилежну позицію, як на ф'ючерсному чи обційному ринку. Як правило, вплив на зміну ціни на один і той же товар має протилежні тенденції, і як наслідок, рух цих цін для учасника буде цілком чи частково взаємоневілюючим.

Разом з тим, збільшення кількості цінних паперів і учасників фондового ринку, приводить до ускладнення зв'язку між ними та перетворення самого фондового ринку у досить складний організм, для якого є характерним різноманіття і неоднорідність елементів з яких він складається та їх взаємозв'язків. В залежності від того, яка класифікаційна ознака вкладається в основу, фондовий ринок може бути умовно поділений на окремі сектори (ринки в більш вузькому значенні). Класифікація видів фондового ринку має багато подібного з класифікацією самих видів цінних паперів, зокрема: міжнародні і національні ринки цінних паперів, національні та регіональні (територіальні) ринки, ринки конкретних видів цінних паперів (акції, облігації, і т.д.), ринки державних і корпоративних цінних паперів, ринки первинних і вторинних цінних паперів.

Практична значимість класифікації фондового ринку в даному випадку полягає в тому, що різні його сектори можуть виконувати різноманітні функції.

Так, головна функція первинного ринку акцій полягає в мобілізації і централізації капіталу, перетворення відносно дрібних, грошових заощаджень населення у великий капітал, в забезпеченні можливо більш повного і швидкого переливання заощаджень в інвестиції за ціною, яка влаштовує учасників, тоді, як вторинний ринок цінних паперів слугує центром постійного переходу капіталу із однієї форми в іншу.

Фондовий ринок виконує досить важливі функції в господарському житті, але їх реалізація в кожній конкретній країні має свої особливості, викликані, в більшій мірі, національною специфікою. Роль фондового ринку в економіці країни визначається умовами кредитної системи, кількістю акціонерних підприємств у виробництві валового національного продукту, станом акцій та облігацій, як прибутковою можливістю розміщення капіталу. Врахування названих умов особливо важливе для фондових ринків, які мають не тривалу історію, зокрема українського, від якого залежить подальший розвиток вітчизняної економіки.

Як показало дослідження, всі функції фондового ринку, в тій чи іншій мірі, проявляються в українській економіці. Але перехід до ринкової економіки спричинив реформування відносин власності (приватизацію і роздержавлення), тому до складу перерозподільчої підфункції можна включити, перерозподіл власності між суб'єктами. В класичній ринковій економіці, де більша частина власності від початку знаходиться в приватному володінні, ця функція проявляється тільки в певний період часу і в обмежених масштабах, коли держава приймає рішення приватизувати або націоналізувати певні підприємства чи галузі. В перехідній економіці дана функція діє постійно і в широких масштабах, так як будь-який перехід до другого типу економічної системи супроводжується перш за все зміною відносин власності, і цей процес накладає відбиток на всі інші економічні процеси, через це вказана підфункція фондового ринку в перехідній економіці, на наш погляд, є домінуючою і багато в чому визначає специфіку прояву інших функцій.

Найбільш яскраво функція перерозподілу проявилась на початку проведення ринкових реформ на етапі сертифікатної (чекової) приватизації. Так як приватизація на цьому етапі здійснювалася через розміщення особливого виду цінних паперів - приватизаційних сертифікатів (чеків) і подальше використання їх в якості платіжних засобів при придбанні частки державної власності, фондовий ринок став основним інструментом перерозподілу власності.

Виключною функцією фондового ринку є перерозподіл та фіксація прав власності. Динаміка акціонерного капіталу сприяє появі структурних змін у підсистемі відносин власності й опосередковано змін у реальному секторі.

Отже, дослідження теоретичних засад функціонування і розвитку фондових ринків здійснене у двох аспектах, як економічного явища і як економічної категорії показало, що фондовий ринок це - досить складне і багатогранне утворення. З функціональної точки зору – це система економічних відносин між суб'єктами з приводу кредитування і співвласності, що виражається через випуск і обіг цінних паперів; з інституційної точки зору – сукупність спеціалізованих організацій (бірж, фондів тощо.) і правил поведінки, що забезпечують випуск і обіг цінних паперів; з відтворюючої точки зору – сфера виробництва і обігу цінних паперів, що забезпечує акумуляцію в них тимчасово вільних грошових коштів і перерозподіл їх між галузями, що створюють умови для інвестицій.

Механізм функціонування фондового ринку обумовлений його структурою та функціями.

1.2. Роль фондового ринку як необхідного елементу інфраструктури ринкової економіки

Фондовий ринок - важливий інструмент економічного зростання країни.

На сьогодні сформувалися два протилежних підходи, щодо питання впливу фондового ринку на економічну систему країни. Один з них полягає у

тому, що розвиток фондового ринку є важливою передумовою загального економічного зростання відповідної країни, інший підхід передбачає, що розвиток фондового ринку є наслідком розвитку виробничого сектору економіки. Деякі науковці вважають, що зростання масштабів фондового ринку сприяє зростанню економіки країни (А. Гельб, Р. Грінвуд, Р. Левін, Д. Ліпскі, М. Міллер, П. Руссо, Р. Сілла, М. Столбов, І. Шумпетер інші автори (Е. Берглоф, П. Болтон, А. Дворецька, С. Кечетті, Я. Міркін, Д. Робінсон) дотримуються думки, що стан фондових ринків є наслідком, а не причиною загального економічного зростання. Збільшення масштабів фондового ринку – істотна умова підвищення рівня життя і стабільного економічного розвитку.

Початок економетричним тестам наявності позитивного взаємозв'язку між розвитком фінансового ринку та економічним зростанням поклала стаття Р. Кінга та Р. Левіні «Фінанси та економічне зростання: можливо, Шумпетер прав», яка була опублікована у 1993 році. [271]. З'явилися дослідження на цю тему (Т. Бека, А. Демиргуч-Кунта, Л. Зингалеса, Р. Раджана, П. Руссо), які підтверджують такий взаємозв'язок. Критичне відношення до даного підходу висловила Д. Робінсон, яка зазначила, що розвиток фінансових ринків – наслідок загального економічного розвитку. Економічне зростання, саме по собі, створює попит на фінансові послуги, тому фінансовий ринок не стільки впливає на економічне зростання скільки реагує на потреби виробничого сектору економіки [319]. Обидві точки зору мають право на існування, та на нашу думку, розвиток фондового ринку є не причиною, а важливим стимулом економічного розвитку країни.

Основна макроекономічна задача фондового ринку пов'язана саме з розподілом та перерозподілом фінансових ресурсів, капіталу, тобто передачею грошових накопичень від економічних суб'єктів країни, у яких виникають тимчасово вільні грошові накопичення, до економічних суб'єктів, які відчувають потребу у них. Тобто, відбувається передача фінансових ресурсів, капіталу між суб'єктами фондового ринку відповідної країни. Постачальники капіталу (інвестори) вкладають свої тимчасово вільні грошові кошти у

придбання цінних паперів акціонерних товариств, у свою чергу споживачі капіталу (емітенти) залучать тимчасово вільні кошти інвесторів шляхом випуску цінних паперів для власних виробничих та фінансових потреб.

Щоб ринковий механізм працював без перебоїв, необхідна високоорганізована мережа спеціальних служб і організацій, які забезпечують чіткий розподіл і використання трьох основних чинників ринку — засобів виробництва, грошових коштів і людських ресурсів. Такі організації є елементами дуже розгалуженої інфраструктури ринку. В умовах загального товарного виробництва вільними є ринок товарів, фінансовий ринок і ринок праці.

На грошовому ринку здійснюється рух короткотермінових (до 1 року) заощаджень. В свою чергу, грошовий ринок поділяється, як правило, на обліковий, міжбанківський і валютний ринок.

Ринок капіталів, важливе джерело довгострокових інвестиційних ресурсів для уряду, корпорацій і банків, охоплює середньо і довгострокові кредити (більше 1 року), а також акції і облігації. Він поділяється на ринок цінних паперів і ринок середньо і довгострокових банківських кредитів.

Якщо грошовий ринок представляє високоліквідні засоби, в основному для задоволення короткотермінових потреб, то ринок капіталів забезпечує довготермінові потреби у фінансових ресурсах.

Серед визначень фондового ринку, як економічної категорії, певний інтерес для нас становлять такі: „сфера потенційних обмінів”, яка виконує роль перерозподільчої і фінансуючої системи в економіці; „канал прямого фінансування з фінансових ринків (ринків грошей), тобто такі канали, по яких засоби переміщуються безпосередньо від власників заощаджень до користувачів кредитами. [113, с.18]. Можна виділити дві підгрупи способів прямого фінансування. Перша група - здійснення капітальних інвестицій в обмін на надане право дольової участі у власності на дану фірму. Найбільш відомий приклад – продаж корпораціями звичайних („простих”) акцій. Ще одна підгрупа способів прямого фінансування – фінансування шляхом отримання позик. Фірма отримує

грошові засоби для здійснення інвестицій в обмін на зобов'язання виплатити ці засоби в майбутньому з обумовленим відсотком, хоча права на частку власності на фірму кредитор не отримує. У цьому випадку відомим прикладом є продаж облігацій. Звичайні акції, облігації, а також інші фінансові інструменти, як правило, називають цінними паперами.

Фондовий ринок це „інститут чи механізм, який зводить разом покупців (носіїв попиту) і продавців (поставщиків) окремих товарів і послуг” [132, с.62].

„Фондові ринки чи фондові біржі – ринки, на яких відбувається торгівля акціями корпорацій” [246, с.54]. „Термін „акція” означає право власності корпорації, а ринок акцій – ринок на якому відбувається продаж цих прав. Оскільки фірми мають значно більшу привабливість для потенційних вкладників, коли вони мають можливості здійснювати вигідні інвестиції, ціни акцій відображають наявність стимулів до інвестування. [242, с.18].

В матеріалах НІФІ, які стали основою для обговорення в Мінфіні СРСР у квітні 1990 року, давалась наступна дефініція фондового ринку: „обіг цінних паперів і складає фінансовий ринок. Він утворюється як результат певного розвитку товарного, грошового і кредитного ринків, є складним і чутливим механізмом регулювання господарських зв'язків, перетворюється в індикатор економічного становища країни і окремих галузей господарства” [342].

Важливою умовою створення фінансового ринку є визначений стан грошового і кредитного ринків.

Грошовий ринок, тобто ринок платіжних засобів, включає не тільки готівкові гроші, але і безготівкові платіжні засоби, серед яких короткотерміновий банківський кредит терміном 1-2 місяці.

Ще одним напрямком дослідження є розгляд фондового ринку як частини фінансового ринку. Друга його частина – ринок банківських позик. [6, с.6]. Ринок цінних паперів, на відмінну від короткотермінового грошового ринку, формується як ринок фінансових зобов'язань чи угод довготермінового характеру, що підтверджують вкладання чи представлення фінансових ресурсів на довгий термін. На ньому продаються і купляються акції підприємств,

акціонерних товариств, сертифікати, державні облігації, казначейські зобов'язання. [110, с.113].

З політекономічної точки зору, фінансовий ринок – сфера реалізації економічних відношень, що виражаються фінансовим капіталом, сфера в якій проявляються окремі сторони сутності фінансового капіталу. З практичної точки зору, фінансовий ринок означає операції з цінними паперами. [144, с.52]. „...ринок цінних паперів представляє реально існуючий ринок капіталів (тобто гроші та інші матеріальні цінності) ” [202, с.9].

Фондовий ринок співвідноситься з такими видами ринків, як ринок капіталів, грошовий ринок, фінансовий ринок; традиційно на цих ринках представлений рух грошових ресурсів. Фондовий ринок являє собою широку гамму інвестиційних можливостей для учасників, і полегшує управління національною економікою, дозволяє індивідуальним інвесторам брати участь в прибутках приватних власників.

Оскільки далеко не всі цінні папери ведуть своє походження від грошових капіталів, то і ринок цінних паперів не може в повному обсязі бути віднесеним до фінансового ринку.

В тій частині, в якій ринок цінних паперів базується на грошах, як на капіталі, він називається фондовим, саме в цій якості - складова частина фінансового фондового ринку. Фондовий ринок утворює більшу частину ринку цінних паперів. Частка ринку цінних паперів, яка залишається, в силу своїх незначних розмірів, не отримала спеціальної назви, тому дуже часто поняття ринок цінних паперів і фондовий ринок вважаються синонімами.

Тобто, можна вважати, що фондовий ринок, через різноманіття інструментів що використовуються, є сегментом як грошового ринку, так і ринку капіталів, які теж включають рух прямих банківських кредитів, перерозподіл грошових ресурсів через страхову галузь, внутрішньо фірмові кредити і т. п.

Фінансовий ринок надає будь-якій фізичній чи юридичній особі економічний вибір, забезпечує право власності на товари, рухоме чи нерухоме майно, підприємство. Це право фіксується в різноманітних інструментах

фондового ринку. Так, на ринку капіталів рідко можна взяти позику на термін більше року, а випускаючи цінні папери можна отримати гроші на десятиліття (облігації) або взагалі у безстрокове використання (акції). Зовнішніми джерелами фінансування підприємства є емісія цінних паперів і банківські позики, внутрішніми – амортизаційні відрахування і нерозподілений прибуток.

У суспільстві, в цілому, переважають внутрішні джерела, так як зовнішні є результатом перерозподілу перших, неважливо своєї країни чи чужих. В середньому внутрішні джерела в розвинутих країнах складають до 75% задіяних засобів, а на банківські позики і цінні папери приходиться десь від 5 до 20 % [337]. Саме необхідність торгівлі цінними паперами, які випускають корпорації для фінансування своєї діяльності, породила механізм, який називається фондовим ринком. Інвестиційні інтереси індивідуальних та інституційних інвесторів і держави переплітаються на цьому ринку. Тут централізуються, для вирішення великих соціально-економічних завдань, відносно дрібні збереження в будь-який час на визначених ринком умовах.

Фондовий ринок, як і інші ринки, в сформовані ринковій економіці, представляють складну організаційно-економічну систему з високим рівнем цілісності і закінченості технологічного циклу.

Фондовий ринок утворюють інститути і механізми, які забезпечують обіг цінних паперів, а також похідних цінних паперів.

Під цінними паперами (ЦП) розуміємо документ встановленої форми з обов'язковими реквізитами, що засвідчує майнові права, здійснення і передача яких можлива тільки при його пред'явленні. З передачею даного паперу переходять всі засвідчені ним права. До цінних паперів відносяться облігації, депозитні, ощадні сертифікати, чеки, векселі, акції, державні цінні папери та інші документи.

Необхідно відзначити, що практично всі ринки знаходять своє відображення в інструментах фондового ринку. Так, наприклад, ринок виробленої продукції і послуг представлений коносаментами, товарними ф'ючерсами та опціонами, комерційними векселями; ринок землі і природних

ресурсів – закладними листами, акціями, облігаціями, забезпеченням яких слугують земельні ресурси і т.д.

Разом з тим, фондовий ринок являє собою систему економічних відносин, тісно пов'язаних з випуском, розміщенням і перепродажем різноманітних цінних паперів. Також на фондовому ринку представлено комерційне обслуговування, зокрема, різноманітне страхування, маклерські та аудиторські послуги, консультації для вкладників.

Грошовий ринок, ринок кооперативних і державних цінних паперів не тільки доповнюють один одного, але і конкурують між собою, знаходяться в тісній залежності. Їх динаміка протилежна за напрямком. Як правило, розширення бюджету, збільшення податків, при рівних умовах, приведуть до скорочення заощаджень отриманих від бізнесу та домогосподарств, і, відповідно, до звуження ринків банківського кредиту і цінних паперів. Навпаки, активна кредитна експансія скоротить потреби у фінансуванні економіки за рахунок емісії цінних паперів.

На фондовому ринку, як необхідному елементі інфраструктури ринкової економіки, відбувається: по-перше, акумуляція грошових ресурсів підприємств, населення, держави, а також іноземного капіталу; по-друге, трансформація тимчасово вільного грошового капіталу в цінні папери; по-третє, посередництво при покритті державних і споживчих потреб (фінансування дефіциту бюджету, кредитування житлового будівництва та ін.).

Все це направлене на перерозподіл в сфері обігу капіталу. Але грошові ресурси обертаються також у виробничій сфері, тому фондовий ринок здійснює ще контроль і регулювання динаміки концентрації і централізації капіталу.

Суть фондового ринку, як особливої сфери розподільчих відносин, проявляється перш за все з допомогою розподільчої функції. Саме через цю функцію реалізується суспільне призначення цінних паперів – забезпечення кожного суб'єкта господарювання необхідними йому фінансовими ресурсами.

Об'єктами дії розподільчої функції фондового ринку є вартість валового суспільного продукту (у формі цінних паперів), а також частина національного багатства, що прийняла форму цінних паперів.

Суб'єктами, при розподілі, виступають юридичні і фізичні особи (держава, підприємства, об'єднання, організації, заклади, громадяни), що є учасниками відтворюючого процесу, і в розпорядженні яких формуються фонди цільового призначення.

Цінні папери тісно пов'язані з рухом вартості суспільного продукту, яка виражається в грошовій формі, володіють властивістю кількісно, (через фінансові ресурси і фонди) відображати відтворюючий процес в цілому і різноманітні його фази зокрема.

Рух фінансових ресурсів, який відбувається як у фондовій, так і в не фондовій формах, складає основу контролюючої функції ринку цінних паперів.

Завдяки контролюючій функції ринку цінних паперів, суспільство знає про те, як складаються пропорції в розподілі грошових засобів, наскільки своєчасно фінансові ресурси поступають в розпорядження різних суб'єктів господарювання, і як економно та ефективно вони використовуються та ін..

Розподільча та контролююча функції – це дві сторони одного і того ж економічного процесу. Тільки в їх єдності і тісній взаємодії фінансові ресурси можуть проявити себе в якості категорії вартісного розподілу.

Контролююча функція об'єктивно приналежна ринку цінних паперів, вона може реалізуватися, з більшою чи меншою повнотою, яка багато в чому визначається станом фінансової дисципліни в народному господарстві.

Разом з тим, економічні відносини на фондовому ринку розподільчі за своїм характером, одночасно є невід'ємною складовою всієї системи виробничих відносин, які органічно пов'язані зі всіма ступенями відтворюючого процесу і можуть впливати на них.

Більш глибоке знання економічної природи фондового ринку і приналежних йому властивостей, дозволяє активно розробляти шляхи кращого використання даної категорії в практиці господарювання, науково обґрунтовувати міри направлені на фінансове оздоровлення економіки і удосконалення системи фінансових взаємозв'язків.

В будь-якій економіці (ринковій, директивній) на одному полюсі виникає надлишок грошових нагромаджень, на другому – існує потреба залучення додаткових грошових засобів для інвестування. Загальновідомим є те, що виникнення грошових надлишків чи навпаки, формування потреби у додатковому фінансуванні відбувається в трьох секторах макроекономіки: на рівні господарства (підприємства чи організації), на рівні держави (бюджет чи позабюджетні фонди), на рівні населення. До того ж населення в цілому виступає, як правило, чистим інвестором, який має і в ринковій і в директивній економіці сукупний надлишок заощаджень. Держава і господарство, навпаки, виступають чистими споживачами капіталу, хоча не виключено, що окремі підприємства, бюджети можуть мати надлишок грошових заощаджень.

Четвертим сектором макроекономіки, який володіє значним запасом грошових ресурсів, є зовнішньоекономічний сектор.

В зв'язку з наявністю на одному полюсі грошових ресурсів, а на другому – потреби в них, виникає необхідність перерозподільного механізму фінансового посередництва.

В директивній економіці весь тягар такого перерозподілу ніс бюджет держави. Він брав на себе фінансування більшої частини довгострокових потреб господарства, а також витрат, не пов'язаних з виробництвом. Затрати господарства поточного характеру обслуговувались банківським кредитом, який в директивній економіці перетворювався на подобу бюджетного фінансування. Інституційні інвестори (страхові організації, фонд соціального страхування та ін.) знаходилися під впливом держави, накопичений ними надлишок грошових ресурсів використовувався для покриття бюджетних витрат.

Домінування державної власності знищило ринок акцій. Фондові цінності залишилися тільки у вигляді державних, необігових позик (для прямого залучення частини коштів населення на потреби бюджету).

У ринковій економіці ринок цінних паперів становить основний механізм перерозподілу грошових заощаджень. Фондовий ринок, в свою чергу, створює ринковий механізм вільного, хоч і регульованого, переливання капіталів в

найбільш ефективних галузях господарства. Серед нових товарів – нерухомість, земля, права користування, інтелектуальна власність і т.д. з'являються в якості товару і цінні папери.

Перерозподільний механізм, на основі фондового ринку, включає взаємну пропозицію і попит на фінансові ресурси, а також під дією закону попит і пропозицію, накопичення, рух і розподіл.

Механізм ринку визначається попитом і пропозицією діючих суб'єктів ринку, діяльність даних суб'єктів формує рівень відсоткових ставок в залежності від ринкової кон'юнктури. Так, збільшення попиту на позичкові ресурси призводить до зростання відсоткових ставок і зниження пропозиції, і навпаки, перевага пропозиції над попитом понижує відсоткові ставки, що провокує відтік позичкових ресурсів з ринку.

Розподіл і перерозподіл вартості, з допомогою цінних паперів, обов'язково супроводжується рухом грошових засобів, які набувають специфічної форми фінансових ресурсів. Фінансові ресурси виступають матеріальними носіями фінансових відносин, що дозволяє виділити цінні папери із загальної сукупності категорій, які беруть участь у вартісному розподілі.

Використання фінансових ресурсів здійснюється, в основному, через грошові фонди спеціального цільового призначення, хоча можлива і нефондова форма їх використання. До переваг фондової форми відносяться: можливість узгодження задоволення будь-якої потреби з економічними можливостями, забезпечення концентрації ресурсів на основних напрямках розвитку суспільного виробництва, можливість повного узгодження суспільних, колективних і особистих інтересів.

У світі існує три моделі фондового ринку в залежності від банківського чи не банківського характеру фінансових посередників:

1. Небанківська модель (США) - в якості посередників виступають небанківські компанії по цінних паперах.
2. Банківська модель (Німеччина) – посередниками виступають банки.
3. Змішана модель (Японія) – посередниками виступають як банки, так і

небанківські компанії.

В Україні склалася змішана модель фондового ринку, на якому, нарівні з банками діють небанківські інвестиційні інститути.

Між основними елементами фондового ринку існують складні функціональні зв'язки, які складаються під дією багаточисельних соціально-економічних, політичних і психологічних факторів. Формування структури і механізму ринку пройшли довгий історичний шлях становлення і розвитку ринкової економіки, поглибленням її протиріч. Саме на фондовому ринку здійснюється взаємодія суб'єктів ринку, власне ринок (біржовий, позабіржовий ринки), органів державного регулювання і нагляду (Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Національний банк України, Мінфін тощо), саморегулюючих організацій.

Інфраструктура ринку поділяється на правову, інформаційну (фінансова преса, система фондових показників і т.д.), депозитарну, розрахунково-клірингову і реєстраційну сітку. Для державних і приватних паперів часто існують окремі депозитарно-клірингові системи. До завдань інфраструктури фондового ринку відносять: управління ризиками на ринку цінних паперів, зниження питомої вартості проведення операцій. Роль інфраструктури в управлінні ризиками полягає в тому, щоб відокремити різноманітні види ризиків один від одного і дозволити перекласти певні види ризиків на інфраструктуру. Функції інфраструктури полягають у визначенні відповідального за реалізацію ризиків і реалізацію відповідальності учасників за нанесені ними збитки.

Для виконання завдань, які стоять перед інфраструктурою фондового ринку, використовується механізм управління ризиками, який включає такі заходи: адміністративні, технологічні, фінансово-інформаційні та юридичні.

При адміністративному втручанні впливу піддається організаційна структура, при технологічному контролюється технологія, що застосовується, при фінансовому – застосовуються різноманітні механізми управління фінансами, при інформаційному – управління потоками інформації на ринку і поза ним, при юридичному – забезпечується юридичний захист у випадку реалізації ризиків.

Для побудови ефективної системи управління ризиками необхідно приймати адекватні адміністративні, технологічні і фінансові рішення, які мають підкріплення відповідними юридичними документами.

Одним із завдань функціонування інфраструктури фондового ринку в ринковій економіці є зниження собівартості операцій. Це досягається за рахунок стандартизації операцій і документів, концентрації операцій в спеціалізованих структурах, застосування нових інформаційних технологій.

Основним завданням фондового ринку є створення умов для економічних відносин між суб'єктами ринку. Саме роль суб'єкта в суспільному виробництві виступає в якості об'єктивного критерію класифікації відносин на ринку цінних паперів. Основними суб'єктами фондового ринку є емітенти, інвестори та професійні учасники, які виступають проміжною ланкою.

Емітентами є, в першу чергу, держава в особі уповноважених нею органів, а також юридичні особи і громадяни, які приваблюють на основі випуску цінних паперів необхідні їм грошові засоби і виконуючі від свого імені передбачені в цінних паперах обов'язки.

Емісія цінних паперів здійснюється при створенні акціонерного товариства; при збільшенні розмірів початкового статутного капіталу акціонерного товариства шляхом випуску акцій; при залученні позичкового капіталу юридичними особами, державою, державними органами чи органами місцевої адміністрації шляхом випуску облігацій чи інших боргових зобов'язань.

Держава випускає цінні папери для зменшення дефіциту бюджету, реалізації державних програм. Поряд з державою цінні папери випускають акціонерні товариства. Загалом, акціонерне товариство можна визначити як самостійну юридичну особу, чий капітал поділений на акції. Підприємство може бути створене як акціонерне чи перетворене в нього із другої форми власності.

І в тому, і в іншому випадку визначається грошовий еквівалент всього майна підприємства (землі, обладнання, транспортних засобів і т.п.), які фіксуються у вигляді „фондів”. Кошти для створення корпорацій отримуються

шляхом випуску акцій (звичайних чи привілейованих). Такі акції разом утворюють акціонерний капітал.

За напрямками професійної діяльності учасників ринку цінних паперів можна поділити на наступні основні групи: акціонерні комерційні банки, акціонерні промислові і торгівельні компанії, інвестиційні компанії та інвестиційні фонди; страхові компанії, пенсійні фонди та інші акціонерні товариства.

Інвесторами (або їх представниками, які не є професійними учасниками ринку цінних паперів) є громадяни чи юридичні особи, які придбали цінні папери у власність, повне господарське ведення чи оперативне управління з метою здійснення засвідчених цінними паперами майнових прав (населення, промислові підприємства, інституційні інвестори – інвестиційні фонди, страхові компанії та ін.). Також до інвесторів відносяться особи і організації, які тимчасово мають надлишок грошей і зацікавлені в їх збільшенні.

За своєю стратегією на фондовому ринку інвестори поділяються на: стратегічних, інституційних, приватних. Стратегічні інвестори мають за мету не отримання дивідендів від володіння акціями, а можливості впливати на функціонування акціонерного товариства.

Інституційні інвестори – портфельні інвестори, вони не здійснюють прямих інвестицій, а тільки купляють цінні папери компаній. В якості інституційних інвесторів частіше всього виступають банки, інвестиційні компанії, інвестиційні фонди, страхові компанії, пенсійні фонди.

Приватні інвестори складають одну із найбільш багаточисельних груп інвесторів, як за їх числом, так і за інвестиційною потужністю.

Професійна діяльність на ринку цінних паперів – це спеціалізована діяльність на фондовому ринку по перерозподілу грошових ресурсів на основі цінних паперів та організаційно-технічному, інформаційному обслуговуванню випуску і обігу цінних паперів. Посередниками на фондовому ринку виступають професійні учасники ринку цінних паперів, юридичні особи і громадяни, які

здійснюють види діяльності, визнані професійними на ринку цінних паперів (дилерська, брокерська та ін. види діяльності).

Інвестори та емітенти пов'язані посередництвом фондового ринку, який функціонує через вплив його професійних учасників. Учасники ринку цінних паперів за формами професійної орієнтації поділяються на великі групи, такі як торгові агенти фондового ринку (брокери; дилери; організації, які займаються трастовою діяльністю), торгові площі (біржові, позабіржові), організації, які входять до інфраструктури фондового ринку (депозитарії, реєстр тримачі, клірингові організації).

Брокерська діяльність – проведення операцій з цінними паперами на основі договорів комісії і доручення. Тип професійних учасників – фінансовий брокер.

Дилерська діяльність – проведення операцій купівлі-продажу цінних паперів від свого імені і за свій рахунок шляхом публічного оголошення цін купівлі і продажу цінних паперів із зобов'язанням купівлі і продажу цих цінних паперів за оголошеними цінами. Тип учасника – інвестиційна компанія.

Депозитарна діяльність – діяльність по зберіганню цінних паперів і/чи обліку прав на цінні папери. В основному цим займаються: спеціалізовані депозитарії, розрахунково-депозитарні організації, депозитарії інвестиційних фондів.

Ведення і зберігання реєстру акціонерів – діяльність тримача реєстру акцій. Це виключний вид діяльності реєстротримачів і спеціалізованих реєстрів.

Розрахунково-клірингова діяльність по цінних паперах – діяльність з визначення взаємних зобов'язань за договорами щодо цінних паперів і розрахунків за ними.

Розрахунково-клірингова діяльність по грошових засобах – діяльність по визначенню взаємних зобов'язань і/чи по договорам та руху грошових засобів у зв'язку з операціями з цінними паперами. В ці два види діяльності входять професійні обов'язки розрахунково-депозитарних організацій, клірингових палат, банків і кредитних установ.

Діяльність по організації торгівлі цінними паперами – надання послуг, сприяють укладанню угод з цінними паперами між професійними учасниками

ринку цінних паперів. До основних типів учасників ринку цінних паперів відносяться – фондові біржі, фондові відділи товарних і валютних бірж, організовані позабіржові системи торгівлі цінними паперами.

Склад учасників ринку цінних паперів залежить від тієї ступені розвитку на якому знаходиться виробництво і банківська система, а також від того, які економічні функції держави. Саме цим визначається спосіб фінансування виробництва і державних видатків. Важливим є також і розміри накопичень населення після задоволення необхідних поточних потреб. Якщо дрібне виробництво фінансується за рахунок власних накопичень і капіталів власників виробництва і банківських кредитів, то велике акціонерне виробництво фінансує свої капітальні витрати майже повністю за рахунок емісії акцій і облігацій. Результатом є відділення власності і фінансування підприємства від самого виробництва.

Держава, в особі центральних керівних органів і місцевих органів влади, з часом все в більшому об'ємі запозичує засоби для фінансування бюджетних видатків як доповнення до оплати податків, а також в інтервалах між надходженням податків. Головну масу емітентів акцій складають нефінансові корпорації, вони ж випускають середньострокові і довгострокові облігації, які призначені як для поповнення їх основного капіталу, так і для реалізації різноманітних інвестиційних програм пов'язаних з розширенням і модернізацією виробництва.

Уряд випускає боргові зобов'язання широкого спектру термінів від казначейських векселів терміном в 3 місяці, до облігацій терміном 30, а іноді і 50 років.

Таким чином, емітентами цінних паперів є ті, хто зацікавлені в короткостроковому чи довгостроковому фінансуванні своїх поточних і капітальних витрат і при цьому може довести, що йому, як займачеві, боржнику чи підприємцеві можна довіряти.

В принципі емітенти цінних паперів можуть самі розмістити (тобто продати) свої зобов'язання у вигляді цінних паперів. Але складний механізм

емісії в умовах конкуренції, потреба в гарантованому розміщенні цінних паперів, вимагає не тільки великих витрат, але і професійних знань, спеціалізації, навиків. Через це емітенти, у більшості випадків, звертаються до послуг професійних посередників – банків, брокерів, інвестиційних компаній. Всі вони, в даному випадку, як організатори і гаранти, є посередниками на ринку цінних паперів.

Ті, хто вкладає кошти в цінні папери, з метою отримання прибутку, називаються інвесторами. На ринку грошових цінних паперів, в якості інвесторів, домінують банки, які як посередники, частково розміщують короткотермінові папери в своїх клієнтів (наприклад, комерційні банки одних корпорацій пропонуються іншим корпораціям).

На ринку капітальних цінних паперів спостерігається історична еволюція від переваги індивідуальних інвесторів до домінування інституційних інвесторів. Поява інституційних інвесторів – важливий етап в розвитку ринку цінних паперів. Виникає можливість розширення кола покупців, і відповідно, відбувається поділ ризиків розміщення засобів у цінні папери.

Приватні особи починають вкладати засоби у цінні папери тільки тоді, коли вони досягають достатнього ступеня особистого багатства, яким потрібно керувати, тобто держати у формі капіталу – фінансових активів, які приносять прибуток.

Ринок цінних паперів безпосередньо складається із первинного і вторинного ринків. Поділ ринку цінних паперів на первинний і вторинний (достатньо умовний) він характеризує різноманітні типи відносин між емітентом та інвестором. Первинний ринок – це ринок перших і повторних емісій цінних паперів, на якому здійснюється їх початкове розміщення, а в якості партнерів виступають емітент та інвестор. Продаж цінних паперів безпосередньо емітентом (або через посередника) інвестору є розміщенням цінних паперів чи їх первинним продажем і виробляється на первинному ринку.

Акт купівлі-продажу при розміщенні цінних паперів здійснюється через спеціальні посередницькі фінансові інститути. В окремих випадках первинне розміщення цінних паперів може відбуватися і через фондові біржі. Але, як

правило, фондові біржі не беруть на себе функції первинного продажу, вони обслуговують, в основному, вторинний обіг цінних паперів, здійснюють їх перепродаж.

Таким чином, метою існування первинного ринку цінних паперів є мобілізація наявних вільних грошових засобів для того, щоб інвестувати їх в розвиток виробництва і послуг. По суті, первинний ринок цінних паперів – це форма взаємодії між емітентом та інвестором.

Відповідно, важливою рисою первинного ринку – повне розкриття інформації для інвесторів, яке дозволяє зробити обґрунтований вибір виду цінних паперів для вкладання грошових засобів. Розкриттю інформації підлягає все, що відбувається на первинному ринку: підготовка проспекту емісії, його реєстрація і контроль державними органами з позиції повноти представлених даних публікаціям проспекту та підсумків підписки та ін.

Після того, як цінні папери нового випуску продані на первинному ринку, вони можуть стати об'єктом перепродажу. Іншими словами, перш початковий покупець, власник цінних паперів, має право продати їх. Це право нічим не обмежене і може бути, за рішенням власника, реалізоване на вторинному ринку. Функціонування вторинного ринку не можливе без первинного.

Вторинний ринок не переслідує мети отримати нові грошові засоби для емітентів. Разом з тим, роль вторинного ринку, в активізації фінансових відносин, надзвичайно важлива, оскільки, створюючи механізм для термінового і необмеженого продажу цінних паперів, він значно збільшує довіру інвесторів і стимулює їх бажання купляти нові цінні папери, дозволяє за власним бажанням визначати межі допустимих ризиків і рівень їх компенсації.

На вторинному ринку займачі і кредитори міняються місцями і виступають в якості фінансових посередників, ринок забезпечує умови для циркуляції капіталу, виступає своєрідним каталізатором розумного направлення потоків фінансових ресурсів.

Важливою рисою вторинного ринку – його ліквідність, яка визначається можливістю перепродажу цінних паперів, а сам механізм торгівлі на вторинному ринку налаштований на підтримку стабільного ринку, на ліквідацію спекуляції.

Право вибору варіантів можливого продажу належить власнику (перш початковому інвестору) і проявляється як передача права власника представленого активу на ризик, що забезпечує економічний інтерес і дозволяє кредитору і займачу постійно мінятися ролями, забезпечуючи максимальну активність участі домогосподарств, бізнесу і держави у формуванні та зміні структури капітальних вкладень. Успіх вторинного ринку цінних паперів залежить від його учасників, об'єму і типу цінних паперів, що перебувають в обігу на ньому, швидкого розповсюдження і достовірності інформації, довіри залучених в ринкові відносини сторін до відносної стійкості, надійності організації самого ринку. Таким чином, вторинний ринок представляє собою не суму хаотично здійснених актів купівлі-продажу, це організований процес, який ґрунтується на принципах регулювання і саморегулювання.

Вторинний ринок цінних паперів представляє собою децентралізовану (позабіржовий ринок) або централізовану (фондова біржа) купівлю продаж емітованих цінних паперів. Біржовий ринок вичерпується поняттям фондової біржі як особливого інституційно організованого ринку, що опосередковує перерозподіл національного доходу на якому перебувають в обігу цінні папери найбільш високої якості і операції, на якому здійснюють професійні учасники ринку цінних паперів.

Фондова біржа повинна забезпечити постійність, ліквідність і регулювання ринку, визначення цін, облік ринкової кон'юнктури.

Як підкреслював Дж.М. Кейнс, «там, де немає ринку цінних паперів, немає сенсу переоцінювати інвестиції, як ми це, зазвичай, робимо. Але фондова біржа переоцінює велику кількість інвестицій щоденно, і ці переоцінки дають можливість окремим особам (хоча і не всім в сукупності) переглянути ступінь своєї участі в підприємстві». [101, с.215]. Фондова біржа являє собою організовану певним чином частину ринку цінних паперів, де з цими паперами, при посередництві членів біржі, укладаються угоди купівлі-продажу.

Біржа чітко слідкує за тим, щоб ніхто із продавців чи покупців не міг диктувати ціни. Нарешті, всі угоди укладаються методом торгу і по кожній із них надається повна інформація. Спочатку вона поступає на електронне табло біржі, а пізніше друкується в засобах інформації. Фондові цінності – це цінні папери, з якими дозволяються операції на біржі. Торгівля ведеться чи партіями, на певну суму, чи по видах, при цьому угода укладається без наявності на біржі цінних паперів.

Фондові біржі організовуються чи у формі приватних корпорацій – АО (Англія, США), чи у формі публічно-правових інститутів (Німеччина, Франція). Прийом в члени біржі обмежений, а самостійна торгівля на біржі є монополією її членів. Основними статтями прибутків біржі є: акцизи (податок на угоду), який знімається з біржової фірми за кожне замовлення, виконане в торговому залі; плата компаній за включення їх акцій у біржовий список; щорічні внески компаній на підтримку їх лістингу в хорошому стані; плата компаній за зміни в лістингу; епізодичні внески біржових фірм, вступні внески.

В Україні, у відповідності з діючим законодавством, фондові біржі створюються як комерційні партнерства. Фондова біржа виконує наступні функції: мобілізація і концентрації тимчасово вільних грошових накопичень і заощаджень шляхом продажу цінних паперів біржовими посередниками на первинному і вторинному ринках, кредитування і фінансування державного і корпоративного сектору шляхом купівлі їх цінних паперів; концентрації операцій з цінними паперами, встановлення цін на них, відображаючи рівень попиту і пропозиції і формування фіктивного капіталу.

Діяльність біржі строго регламентована урядовими документами і статутом біржі. В статуті, перш за все, визначаються можливості членів біржі, умови їх прийому, порядок утворення і управління біржею. Членами фондової біржі можуть бути будь-які професійні учасники ринку цінних паперів. В торговій практиці фондової біржі визнається тільки організатор торгівлі на ринку цінних паперів, який не суміщає діяльність по організації торгівлі з іншими видами діяльності, за

виключенням депозитарної діяльності і діяльності по визначенню взаємних зобов'язань.

Значення фондової біржі для ринкової економіки виходить за рамки організованого ринку цінних паперів.

Фондові біржі зробили переворот в проблемі ліквідності капіталу. Перевага полягала в тому, що для інвестора практично стерлася різниця між довгостроковими і короткостроковими вкладенням засобів. По мірі розвитку операцій на фондових біржах склалося ситуація, коли для кожного окремого акціонера інвестиції (інвестований в акції капітал) мають майже такий ж ліквідний характер, як готівкові гроші, так як акції в будь-який час можуть бути продані на біржі.

В існуючих механізмах конкретних ринків немає єдиних, чи навіть уніфікованих правил, оскільки по всій країні ринки цінних паперів розвивались нерівномірно і мали багато особливостей, які з часом переросли в неписані правила здійснення операцій, що частково знайшло своє відображення в законодавчих актах.

Великий обіг цінних паперів призвів до створення додаткових спеціалізованих інститутів, які обслуговують фондову біржу.

Найважливішим з них є клірингова палата, яка представляє собою своєрідний кооператив брокерів. В її завдання входить вивірка точності укладених контрактів, бухгалтерські розрахунки здійснених на протязі дня угод для виявлення зустрічних контрактів і їх клірингового зарахування, здійснення кінцевих розрахунків між купцями і брокерами, що займаються продажем, відправка цінних паперів для відповідних розрахунків.

Іншою складною проблемою є фізичне переміщення цінних паперів, що вирішується з допомогою створення депозитаріїв, тобто компаній, які займаються спеціальним зберіганням різноманітних цінних паперів, обліком їх руху без фізичного переміщення.

Поява депозитаріїв стала якісним стрибком у функціонуванні вторинного ринку цінних паперів: забезпечується фізична безпека, контроль за законністю

операцій, аудиторська ревізія, можливість страхування операцій від збитків і втрат. Створені умови для відслідковування всього шляху, який проходять цінні папери за весь період його існування.

Позабіржовий ринок чи не організований (вуличний ринок) цінних паперів, охоплює ринок операцій з цінними паперами, які здійснюються поза фондовою біржею.

Аналіз історичних аспектів проблеми показав, що такий ринок бере свої початки від перших угод, які укладаються на ганку чи на вулиці фондових бірж після їх закриття. Угоди на ньому реєструються в спеціальному біржовому комітеті. На відміну від біржі, позабіржовий ринок не локалізований і являє собою взаємопов'язану сітку фірм, які проводять операції з цінними паперами. Позабіржові ринки в кожній країні мають свої особливості. Так, в США за вартісним об'ємом операцій він практично зрівнявся з обігом центральної Нью-Йоркської фондової біржі, в Японії він складає тільки невелику долю біржового обігу. В Росії основний обіг цінних паперів припадає на позабіржовий ринок.

Позабіржовий ринок одночасно є суперником фондових бірж і їх органічним доповненням. Наприклад, в торгівлі облігаціями позабіржовий ринок доповнює біржовий механізм, в торгівлі акціями біржі і позабіржові інститути є конкурентами. В західній практиці через цей ринок проходить більшість первинних розміщень, а також торгівля цінними паперами, які мають більш низькі оцінки за шкалою якості (порівняно з реєстрованими на біржі).

Головна особливість позабіржового ринку полягає в системі ціноутворення. Фірма, що проводить операції з цінними паперами поза біржею, діє наступним чином, вона купляє їх на власні кошти, а потім перепродає. З клієнта не знімається комісійна плата, як на біржі, але цінні папери продаються з надбавкою до ціни за якою вони були придбані фірмою, або купляються із знижкою по відношенню до тієї ціни, за якою вони в подальшому будуть перепродані. Така націнка або знижка і утворює прибуток посередницької фірми. Позабіржова торгівля цінними паперами здійснюється через особисті і телефонні контакти, а також через

електронний позабіржовий ринок, який включає спеціальні комп'ютерні телекомунікаційні системи.

Біржовий механізм, розроблений ще в середні віки, менше гнучкий порівняно з позабіржовим. Безумовно, технічний прогрес веде до розвитку системи позабіржової торгівлі які більш дешевшої, гнучкої та ефективнішої.

Але їх основні характеристики – інформаційна прозорість, гарантованість і надійність поступаються біржовим. Саме ці якості і створюють певні переваги для біржової торгівлі на етапі становлення фондового ринку.

Основні відмінності між біржами і позабіржовими ринками: у позабіржовому обігу відсутній єдиний фізичний центр для здійснення операцій (тобто немає призначеного для цього приміщення, операційного залу та ін.) і угоди по купівлі-продажу цінних паперів здійснюються через телефонні і комп'ютерні сітки; якщо біржа діє за принципами аукціону (точніше „подвійного аукціону”) і операції на них регулюються правилами, що встановлюються керівництвом біржі, то на позабіржовому ринку ціни встановлюються шляхом перемовин і за правилами, що регулюють позабіржовий обіг, учасники біржового процесу діють в межах вузької спеціалізації (брокери, спеціалісти та ін.), посередники ж на позабіржовому ринку часто поєднують функції брокера і спеціаліста.

Крім вказаних, між біржами і позабіржовими ринками є вагома різниця у складі учасників і об'єктів операцій. Позабіржовий ринок виник як альтернатива біржового обігу, оскільки багато нових компаній, що оголошували підписку на акції і ставали корпораціями, не могли виходити на біржі, так як їх параметри не відповідали критеріям необхідним для реєстрації на них цінних паперів.

Крім того, фондові ринки можна класифікувати за іншими критеріями: за територіальним принципом (міжнародні, національні і регіональні ринки), за видами цінних паперів (ринок акцій та ін.), за видом угод (касовий ринок, форвардний ринок та ін.), за емітентами (ринок цінних паперів підприємств, ринок державних цінних паперів і т.д.), за терміном (ринок коротких, середніх, довготермінових і безстрокових цінних паперів), за галузевими та іншими критеріями.

Умовою функціонування ринку цінних паперів є наявність грошей, а однією із причин появи цінних паперів - потреба суб'єктів господарювання і держави в ресурсах, що забезпечують їх діяльність.

Фондовий ринок органічно пов'язаний з рухом вартості в її грошовій формі, утворенням і використанням різноманітних грошових фондів у вигляді цінних паперів. При допомозі фондового ринку можна виміряти і визначити динаміку, об'єм, напрям руху грошових ресурсів, направлених на розвиток суспільного відтворення, встановити класовий спектр використання грошового капіталу, впливати на соціально-економічні взаємовідносини та їх зворотній вплив.

Отже, фондовий ринок – складна організаційно-економічна система з високим рівнем цілісності і закінченості технологічного циклу. Розвиток фондового ринку, як необхідного елемента інфраструктури ринкової економіки, є чутливим індикатором економічних процесів, що відбуваються, важливим стимулятором економічного розвитку країни. Ринковий механізм буде успішно функціонувати за умови високоорганізованої мережі спеціальних служб і організацій, які забезпечать чіткий розподіл і використання трьох основних чинників ринку – засобів виробництва, грошових коштів і людських ресурсів.

1.3. Особливості виникнення фондового ринку в Україні

Формування та розвиток фондового ринку в Україні потребує ретельного економічного аналізу і вивчення історичного досвіду створення та функціонування цього сегменту економіки.

Зокрема, як показало дослідження, проблеми формування інститутів та механізмів фондового ринку, біржова торгівля, процеси які відбуваються на біржах, отримали глибоку теоретичну та практичну оцінку, в праці В. Безобразова “Біржові операції” [15]. (1856 р.) та А. Дмитрієва “Біржа, біржові посередники та біржові операції” [62, с.148]. (1863 р.).

Дослідники стверджують, що у 1796 р. було відкрито першу фондову біржу на території України - Одеську, діяли також біржові комітети, які контролювали діяльність маклерів й урядові комісії, що стежили за котируванням цінних паперів [15, 62]. У дослідженні особливостей становлення та розвитку вітчизняного фондового ринку помітне місце посідає серія праць О. Невзорова “Російські біржі” (1897 р., 1899 р., 1900 р.), [153,154,155] в якій, поряд із висвітленням історії розвитку біржової торгівлі, автор здійснив аналіз статутів, правил та звичаїв бірж дореволюційної Росії, у тому числі України, яка була у складі Російської імперії.

Становлення та розвиток вітчизняного фондового ринку дорадянського періоду знайшли своє відображення в історико-фактологічних джерелах, серед яких є нормативно-правові документи та статистичні матеріали: “Найвище затверджений Статут Київської біржі” [36, с.152-156] “Найвище затверджений Статут Харківської біржі”[38, с.306-310], Найвище затверджений Статут Санкт-Петербурзької біржі” [35, с.676-652], “Щорічник Росії” [77], “Щорічник Міністерства фінансів. Вип. 1902 р.” [76], “Щорічник Міністерства фінансів. Вип. 1912 р.”, [78] “Щорічник Міністерства фінансів. Вип. 1915 р.” [79] , тощо.

Опис правил біржової торгівлі подається у довідковому виданні відділу торгівлі Міністерства торгівлі та промисловості “Довідник по хлібній торгівлі” (1911 р.) [217]. Використання даного довідкового видання при дослідженні особливостей функціонування вітчизняного фондового ринку кінця XIX – початку XX ст. обумовлюється тим, що у досліджуваний період біржі мали універсальний статус, тобто на них здійснювалася торгівля різними групами товарів, в тому числі і цінними паперами, причому основні правила торгівлі застосовувалися для всіх товарів. Та, не дивлячись на цільове спрямування даного видання на вироблення правил біржової торгівлі хлібом, деякі положення характеризують норми і механізми біржової торгівлі цінними паперами.

Аналізуючи тенденції розвитку фондового ринку України з моменту його зародження, і до наших днів, можна виокремити найважливіші інститути і механізми та визначити їхню роль у процесі функціонування фондового ринку.

Так, на рис. 1.2., показано, що серед інститутів, які діяли на фондовому ринку, провідна роль належить державі, яка виступала емітентом і регулятором взаємодії агентів на ринку цінних паперів.

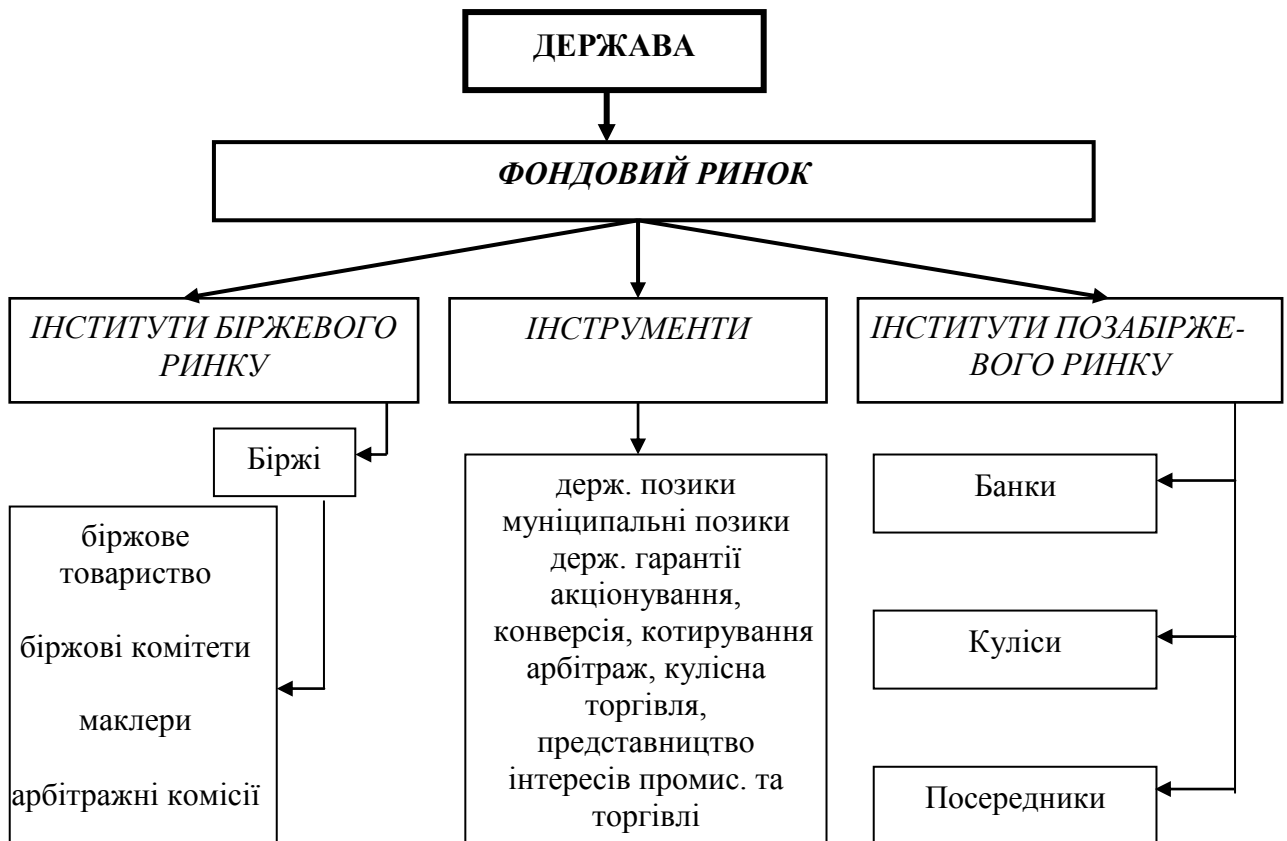


Рис. 1.2 Інститути та механізм фондового ринку в Україні при його виникненні.

Основними інститутами позабіржового ринку виступають банківські структури, що функціонували на ринку як від свого імені, так і за дорученням клієнтів та "куліси", що являли неофіційні торговельні майданчики. Біржі виконували функції котирування, арбітражу і представництва торгово-промислових інтересів та виступали ланкою у взаємодії між державою і підприємницьким сектором.

Аналіз особливостей функціонування інститутів дає змогу визначити найбільш важливі для розвитку фондового ринку механізми, економічна характеристика яких представлена в таблиці 1.1.

Таблиця 1.1.

Особливості функціонування фондового ринку України до 1917 р.

Назва	Економічна характеристика
Державні позики	Історично перший вид цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку; основний механізм кредитування державної казни, що став визначальним чинником розвитку вітчизняного фондового ринку
Державні гарантії приватних цінних паперів	Передбачає стимулювання державою пріоритетних галузей економіки за рахунок гарантування дивідендних виплат, виплат відсотків та погашення боргових зобов'язань
Акціонування	Передбачає акумуляцію розрізнених фінансових ресурсів для розвитку підприємницького середовища
Муніципальні позики	Передбачає залучення фінансових ресурсів з метою задоволення потреб муніципального розвитку
Конверсія	Передбачає активізацію процесу інвестування вільних фінансових ресурсів в інші, окрім державних цінних паперів, інструменти фондового ринку
Котирування	Передбачає визначення курсових показників інструментів фондового ринку
Арбітраж	Передбачає вирішення спорів між учасниками угод купівлі-продажу цінних паперів
Кулісна торгівля	Передбачає функціонування позабіржового ринку цінних паперів
Біржові комітети як орган представництва торгово-промислових інтересів	Передбачає представництва інтересів торгово-промислових структур перед державними органами влади; основна відмінність у функціях вітчизняних бірж від західноєвропейської практики (в Європі цю функцію виконували торговельно-промислові палати)

Розвиток інститутів та механізмів фондового ринку, відіграв значну роль у розвитку інституційної структури ринкового господарства загалом. Зокрема, роль фондового ринку у формуванні ринкового господарства, розглядається в контексті виконання даним фінансово-інвестиційним інститутом інформаційної функції, суть якої полягала у визначенні біржових курсів цінних паперів різних емітентів на основі економічної інформації про їх фінансовий стан. Фондова біржа характеризується, як показник економічного життя країни, який відображає “стан країни, положення тієї чи іншої промисловості. Біржа своїми курсами державних фондів надає оцінку економічної та політичної потужності окремих держав, міцності їх урядів” [40 с.200-218]. Саме завдяки даному показнику інвестори мали змогу прогнозувати ефективність вкладання коштів у цінні папери тих чи інших емітентів. Відтак, можливість отримання достовірної економічної інформації на фондовому ринку була дуже важливою передумовою ефективного інвестиційного процесу як у практиці початку ХХ ст., так і сьогодні.

В свою чергу, доступність відносно достовірної економічної інформації сприяла розвитку інституту дрібних (індивідуальних) інвесторів, які, маючи певну кількість власних коштів у вигляді заощаджень, активно вкладали їх у цінні папери, беручи участь у функціонуванні біржі. Причому роль дрібних інвесторів у функціонуванні біржового інвестиційного механізму постійно зростала. Так, І. Левін, порівнюючи особливості функціонування бірж у дорадянський період, наголошував на кардинальній зміні ситуації щодо участі широких кіл населення у біржовому обігу цінних паперів [124, с.221-234]. Залученню значного кола інвесторів сприяла і можливість отримання економічної інформації. Тобто, виконуючи інформаційну функцію, вітчизняний фондовий ринок виконував і функцію залучення до інвестиційного процесу значного кола економічних суб'єктів, коли до операцій із цінними паперами долучалися інвестори із різними фінансовими можливостями, в тому числі і з невеликими за обсягами власними капіталами. Саме завдяки виконанню фондовим ринком цієї функції, на думку І. Озерова, створювалася можливість акумулювання “в інтересах людства великої частини капіталів, які, в іншому випадку, зберігалися б безплідно, та не приймали б участі у розвитку промисловості” [164, с.273]. Розглядаючи роль фондового ринку в розвитку інституційної структури ринкового господарства в дорадянський період, окрему увагу необхідно приділити і специфічним функціям, виконання яких, внаслідок особливостей вітчизняної практики становлення та розвитку даного фінансово-економічного інституту, було покладено на нього. Зокрема, вітчизняний фондовий ринок через біржові структури виконував функцію представництва інтересів торгівлі та промисловості. Необхідно зазначити, що дане питання частково висвітлене у працях сучасних вітчизняних науковців, зокрема його аналіз представлений у науковому дослідженні Р. Шиханова “Біржі південної України 1886 – 1914 рр.” [271, с.119-135].

На думку Ю. Філіпова, на відміну від західноєвропейських, вітчизняні біржі, будучи місцевими організаціями, виникали у більшості випадків не стільки заради торгівельних операцій, скільки внаслідок потреби у

представництві торгово-промислових інтересів місцевого підприємництва [246, с.168]. Така ситуація виникла внаслідок незадовільного виконання даних функцій створених державою спеціальних представницьких органів, зокрема Мануфактурної та Комерційної Ради.

У червні 1828 р. була створена Мануфактурна Рада, основним завданням якої стало надання Уряду інформації про діяльність приватних фабрик, та, на основі даної інформації, здійснення заходів щодо удосконалення їхнього функціонування та активізації розвитку [33,с.683]. Для здійснення своїх функцій Мануфактурна Рада мала місцеві представницькі органи, зокрема: Московське відділення при Комітеті постачання військ сукном; Мануфактурні комітети - в Губернських містах, що відзначалися суттєвим розвитком мануфактурної промисловості; в інших, де мануфактурна промисловість не набула широкого поширення, але була представлена невеликою кількістю підприємств, функціонували Мануфактур-Кореспонденти [33, с.684]. До складу Мануфактурної Ради та всіх вище перелічених місцевих представницьких органів входили власники фабрик та заводів з дворянства чи купецтва, а також спеціалісти в галузі хімії та механіки, що надавало можливість більш адекватно аналізувати певні потреби мануфактурних виробництв та відповідним чином задовольняти їх.

Разом з тим, Комерційна Рада була створена у жовтні 1829 р. для сприяння розвитку внутрішньої та зовнішньої торгівлі [34, с.168]. Для здійснення своїх функцій на місцях, Комерційна Рада мала представницькі відділення, які спочатку було створено в Москві, Одесі, Ризі, Архангельську, Таганрозі, а вже потім, за потребою, і в інших містах. Але функціонування Комерційної Ради характеризувалося практично повною бездіяльністю. Зокрема, В. Лаверичев зазначав, що сама Комерційна Рада та її відділення, практично не здійснювали свою діяльність та “лише інколи Міністерство фінансів скликало членів Комерційної ради для спільного із членами Мануфактурної ради обговорення окремих спеціальних питань щодо торгівлі”[123, с.90-91]. Таким чином, в дорадянський період вітчизняні біржі, за

рахунок активної участі у законодавчих та соціально-економічних процесах, відігравали значну роль у сфері представництва торгово-промислових інтересів підприємців, та стали головними організаціями у здійсненні даних функцій.

Але поряд із великою кількістю позитивних моментів функціонування вітчизняного фондового ринку, дослідження вітчизняної практики діяльності даного фінансово-економічного інституту, демонструє і деякі негативні моменти, що можуть використовуватися як історичний приклад при розробці та впровадженні заходів щодо реформування народного господарства в сучасних умовах.

Так, в дорадянський період, активне державне втручання у сферу розподілу інвестиційних потоків за принципом пріоритетності, призводило до зміни суті даного принципу, коли інвестиційні ресурси спрямовувалися у сфери не найефективнішого застосування, а у сфери, які диктувалися потребами держави. Така ситуація призводила до викривлення як інституційної структури ринкового господарства, так і галузевої структури за рахунок розвитку одних галузей промисловості, таких як залізничне будівництво, та практично повної відсутності уваги до інших. Причому колосальні збитки від будівництва залізниць лягали на державну казну, та, як наслідок, збільшували розміри державного боргу і стимулювали зростання обсягів державних зобов'язань.

Необхідно також зазначити, що вказаний період характеризувався зародженням та розвитком монополістичних тенденцій у народному господарстві України, що позначилося і на функціонуванні вітчизняного фондового ринку. Зокрема, фондовий ринок, являючись одним з основних джерел залучення інвестиційних ресурсів до народного господарства, активно сприяв розвитку банківсько-промислових груп, коли, в наслідок збільшення фінансових можливостей банків та присутності даних установ на фінансовому ринку, банківські структури на початку ХХ ст. почали повністю контролювати позабіржовий ринок цінних паперів, та частково біржовий ринок. Таким чином склалася ситуація, коли біржі, як основний елемент інфраструктури фондового ринку, практично повністю втратили контроль за операціями купівлі-продажу

цінних паперів (діяльність бірж концентрувалася в основному на виконанні функцій ціноутворення), що негативно позначалося і на інвестиційному процесі. Банки, використовуючи своє монопольне положення на ринку, активно спекулювали на ньому.

Як показало дослідження, ринок державних боргових паперів Російської імперії виник у 1809 році. Умови й основні правила випуску були визначені «Высочайшим Указом» від 25 березня 1809 року, відповідно до якого розмір доходу був визначений у 6% річних і плюс 1% грації (премії) [21]. Прибутковість на державні цінні папери була вищою, ніж та, що давали державні кредитні установи. Крім того, власникам були надані певні пільги – облігації могли прийматися в заставу з усіх підрядів і відкупів, а у визначеній частині – на сплату казенних зборів і мита. Відсоток і грація виплачувалися щорічно за звітний період [156, с.412].

У 30-х рр. XIX ст. на фондовому ринку з'явилися акції та облігації приватних компаній, випуск у обіг яких регулювався «Положенням про компанії на акціях від 06 грудня» 1836 р., і «Законом про промислові товариства» [199], вказані нормативні акти діяли на теренах України, як складової Російської імперії.

Зазначене положення регламентувало загальний порядок і правила для акціонерних товариств. Тому в практиці того часу склалося міцне переконання, що окремі акціонерні статuti є спеціальними законами, що скасовують загальне законодавство.

Особливо часто пріоритет статутів акціонерних товариств над законодавством поширювався на положення, що стосуються випуску акцій на пред'явника. Положення 1836 року заборонило випуск акцій на пред'явника. [20]. У зв'язку з цим, у кримінальному законодавстві держави з'являється перша норма, яка забороняла випуск та обіг цінних паперів. Так, доповненням до ст. 1150 Уложення про покарання кримінальні і виправні 1845 року (у ред. 1885 р.), межі дії якого були і на території України, приватним особам і товариствам заборонялося «випускати безіменні грошові знаки у вигляді марок, квитанцій,

ярликів і будь-яких інших знаків чи зобов'язань на пред'явника, що містять певні грошові суми, припаси або інші зобов'язання, що випускаються громадами, товариствами і тому подібними установами на точній підставі їхніх статутів». [37]. Такі документи визнавалися юридично недійсними, крім того, винна сторона була зобов'язана винагородити потерпілого за збитки, яких він зазнав. «Боржник зобов'язаний сплатити всякому пред'явникові виданого ним незаконного безіменного документа без усякого відношення до того, чи знає пред'явник документа про його незаконне походження чи ні; і більше того винагородити за заподіяні в такий спосіб збитки». [236, с.679. Це давало можливість вимагати кошти в осіб, які випустили безіменний документ, шляхом шантажу або надання підробленого документа.

Виникнення даного доповнення, на думку А.А. Лохвицького, було викликано нестачею розмінної монети в період 1862 – 1866 рр., через що банкіри і купці у великих містах випускали марки від свого імені, що були в обігу в певному районі. Уряд, не перешкоджаючи цьому, встановив, що кожен банкір повинен внести в казначейство суму, рівну сумі випущених марок. Це положення було скасовано законом, що виходив, цілком ймовірно, з того, що зазначені марки конкурували з державними паперовими грішми [127, с.488]. Через невизначеність і неточність у редакції всього закону впливало, що всякі документи на пред'явника, що видані приватними особами, недійсні, малося на увазі заборонити тільки такі «грошові безіменні папери», що випускаються приватними особами у вигляді грошових знаків. [157, с.211]. Такий підхід не був виправданий життєвими реаліями. З економічної точки зору, перевага віддавалося акціям на пред'явника через велику легкість їхнього обігу. Передача акції на пред'явника в силу компенсаційної або некомпенсаційної угоди провадилася простим врученням документа.

Суперечливість у законодавстві привела до появи цілої низки проектів акціонерних реформ, жоден з яких не реалізувався в закон. Однак кілька спеціальних законів були прийняті: «Про порядок припинення дії приватних і суспільних установлень короткого кредиту» (від 22 травня 1884 р.) «Про

закриття акціонерних страхових товариств» (від 6 липня 1894 р.). Ці законодавчі акти обмежували свободу в випускові цінних паперів на пред'явника, «тому, що папери суть носія цінності, цінності ж тут створюються штучно через кредит, а кредит однієї особи справа хитка; довірятися йому небезпечно» [188, с.374]. У той же час ними була передбачена система заходів для захисту кредиторів. Припинення діяльності акціонерного товариства вело до розділу майна, звільненого від боргів, між акціонерами. Для цього потрібна була «ліквідація», до закінчення якої товариство продовжувало існувати. Угоди, здійснені підприємством, обмежувалися цілями ліквідації, причому про такий стан речей необхідно було зробити «повідомлення належного міністерства для формального обнародування через Сенат і опублікувати повідомлення у Відомостях, які видавало саме товариство». У законах не був установлений термін для закінчення ліквідації, але ліквідаторам акціонерних банків і страхових товариств було поставлено за обов'язок по закінченню кожного року публікувати звіти про свої дії. Розділ майна між акціонерами був неможливий до задоволення вимог усіх кредиторів, для чого треба було внести в Державний банк суми, необхідні для оплати всіх боргів товариства. [269, с.167].

Реформи третьої чверті XIX ст. створили передумови для появи на фондовому ринку боргових зобов'язань місцевих органів влади. Їхня поява була викликана гострою нестачею коштів для розвитку місцевих господарств. Міські земські управи, з дозволу уряду, могли робити позики, забезпечені у формі паперів на пред'явника, власники яких одержували визначений щорічний дохід, поки капітальний борг не буде їм відшкодований за тиражем [53, с.217]. Прибутковість цих цінних паперів і конкурентноздатність була низькою, що пояснюється обмеженістю їхнього обігу і тривалими термінами погашення (39 і 49 років).

Таким чином, на фондовому ринку України, яка входила до складу Російської імперії, були представлені державні боргові зобов'язання, боргові зобов'язання міст, акції й облігації промислових і транспортних підприємств.

Торгівля цінними паперами відбувалася на товарних біржах і через Державний банк Росії, представництва якого були в Києві, Одесі, Криму, Харкові. Продаж Державних облігацій проводився, головним чином, через Державний банк за посередництвом комерційних банків.

Розглядаючи генезис фондового ринку, на нашу думку, обов'язково необхідно дослідити обіг специфічного цінного паперу – векселя.

Вексель - цінний папір, який свідчить про безумовне грошове зобов'язання векседавця сплатити, після настання строку, певну суму грошових коштів векселедержателю. [233, с.6].

У 1729 році в Росії з'явився перший Вексельний Статут, що мав текст закону, російською і німецькою мовами і складається з трьох частин: про векселі купецькі; про векселі казенні; вексельні зразки (точне дотримання яких було обов'язковим). Основну увагу в Статуті було приділено перевідному векселю. Проіснувавши понад сто років, цей Статут поступився місцем Статутові про Векселі 1832 року. Зразком для цього закону стало французьке законодавство. Однак новий закон зберіг обмежену вексельну дієздатність, відповідно до якої векседавцем можуть бути всі особи, яким за законом дозволялося вступати в боргові зобов'язання, за винятком селян, представників дворянства, дівиць (від батьків не відділених) і заміжніх жінок [244, с.272-285]. Вексельний Статут 1832 року дозволяв векселетримачеві вибір найбільш надійного платника, однак у випадку відмови останнього від платежу, власник міг стягнути платіж тільки з «надписателів», які стоять вище в ряді зроблених написів [244, с.275].

Обсяг вимог за векселем містив: вексельну суму; відсотки з неї (з розрахунку 6 відсотків річних) за час терміну платежу по день задоволення (ст. 50 Статуту про векселі); пеню в розмірі 0,25% із загальної несплаченої суми; витрати, пов'язані з протестом (ст.72 Статуту про векселі) [96, с.52-73].

Таким чином, протягом першої половини XIX ст. вексель мав ходження винятково серед купецтва. Закон від 3 грудня 1862 року зробив вексель загальним надбанням, винятки були встановлені для осіб духовництва, жінок і,

частково селян [244, с.294]. Під час обговорення Статуту про векселі, затвердженого 27 травня 1902 року, знову виникла суперечка про обмеження вексельних боржників колом торговців, з одного боку, і про знищення зазначених винятків, з іншого боку. Основний аргумент супротивників скасування обмежень вексельної дієздатності ґрунтувався на тому, що поширення векселів, не заснованих на торговельних угодах, шкідливо відбивається на народному господарстві і народному кредиті, продовжуючи численні банківські крахи і зловживання [244, с.128]. Вексельний Статут захищав інтереси сумлінного векселетримача. Згідно з ст. 24 Статуту про векселі, векселетримачеві належать усі права, що випливають з векселя, «незалежно від права по ньому попередника, якщо він не знав, що вексель вибув з володіння останнього всупереч його волі» [244, с.132].

У випадку неплатежу за векселем, векселетримач міг вимагати вексельну суму з кожного з «надписателів», незалежно від порядку написів. Таке положення було введено Статутом про векселі 1902 року. У грудні 1917 р. радянський уряд заборонив операції з цінними паперами. Після лютневої революції, в період з 1917р. по 1920 р. нормативних актів, які б регламентували випуск та обіг цінних паперів або встановлювали кримінальну відповідальність, прийнято не було.

За Декретом Ради Народних Комісарів від 29 грудня 1917 року «Про припинення платежів по купонах та дивідендах» [206, с.20], було заборонено всі операції з цінними паперами. Ця заборона фактично знищила обіг та випуск цінних паперів на території держави.

До кінця 20-х років ХХ ст. біржова торгівля ще була присутня в економічному механізмі Радянської держави та України, відтак різні аспекти функціонування вітчизняного фондового ринку частково висвітлювалися у науковій та навчальній літературі.

Так, дослідження А. Маркова “Місцеві фінанси” (1918 р.) [135, с.164]. присвячене проблемам фінансового забезпечення діяльності муніципалітетів. Воно містить ґрунтовний статистичний матеріал щодо основних статей витрат

на утримання комунального господарства міст та відомості про виплату відсотків за облігаційними позиками, які дають нам можливість характеризувати розвиток такого сегменту вітчизняного фондового ринку як ринок муніципальних облігацій.

Своєрідним продовженням дослідження ролі муніципальних облігаційних позик в процесі розвитку вітчизняного фондового ринку стала праця В. Твердохлебова “Місцеві фінанси” (1919 р.) [226, с.304]. На думку автора, даний вид цінних паперів є дуже перспективним на вітчизняному фондовому ринку, оскільки в другій половині ХІХ - на початку ХХ ст., склалася ситуація, коли муніципалітети потребували залучення додаткових фінансових капіталів для забезпечення своєї діяльності, в той час, коли кредитні ресурси мали високу вартість. Зокрема, науковець зазначав, що у вітчизняній практиці “міста та земства давно страждають від недостатньої організації кредиту, часто зверталися до зовсім неприпустимих позик у приватних осіб під векселі на лихварських умовах для покриття своїх дефіцитів. Ненормальність положення стала особливо помітною в останні два десятиріччя, коли міста почали створювати комерційні підприємства та виникла потреба у комерційному кредиті” [226, с.264].

Таким чином, на думку В. Твердохлебова, фондовий ринок є одним з механізмів залучення інвестиційних ресурсів до муніципалітетів. Поряд із цим автор наголошував, що одним з основних чинників недостатнього розвитку муніципальних облігаційних позик у вітчизняній практиці було неефективне використання залучених за їх допомогою фінансових ресурсів, що призводило до дискредитації даного інвестиційного механізму. При здійсненні облігаційних позик муніципалітети припускалися багатьох помилок, зокрема “позики здійснювалися в основному для улаштування підприємств, тому, необхідно узгоджувати їх терміни із віком підприємств, для яких вони здійснювалися, а якщо позика здійснюється для декількох підприємств, то з їх середнім віком, для того, щоб до часу остаточного руйнування чи знецінення споруд позика була погашена”. Як узагальнює вчений: “вказаної вимоги ніде не

дотримувались” [226, с.264]. К. Воблій у статті “Біржі у минулому (на Заході та в Росії) та їхня сучасна роль у радянському господарстві” (1924 р.) [40, с.200-218], яка була опублікована у збірці “Біржі та ринки”, розглядає історію розвитку вітчизняного фондового ринку і характеризує особливості обігу цінних паперів на світових і вітчизняних біржах. Аналізуючи негативні наслідки біржової спекуляції для народного господарства країни, наголошуючи на безрезультатності боротьби із даним феноменом, він вказує на те, що було б марно вважати, що капіталістичне суспільство може знищити біржовий ажіотаж. Біржова гра витікає із самої сутності біржового обігу. Так як фондова біржа є інститутом, органічно пов’язаним із капіталістичним господарством, то, звичайно, її не можна перетворити на оазис, вільний від наживи, спекуляції та обману” [40, с.208].

Після утворення УРСР фондовий ринок неможливо було поєднати із системою централізованого державного управління економічними процесами, тому потреба в ньому відпала.

Окремо необхідно розглянути період НЕПу, який фактично зробив відкат до дорадянської доби функціонування фондового ринку з певними обмеженнями. З переходом до НЕПу були зняті обмеження на приватну підприємницьку діяльність, з’явилися державні і змішані акціонерні товариства. Для залучення інвестицій держава вдавалася до акціонування підприємств.

Протягом десяти років (з 1921 по 1930 рр.) діяли біржі, у фондових відділах яких допускалися угоди з купівлі-продажу іноземної валюти і векселів, чеків і інших платіжних документів у грошовій формі, державних цінних паперів, облігацій державних і кооперативних підприємств. Однак ринок цінних паперів, у період НЕПу, носив досить обмежений характер порівняно з дореволюційним. В основному це пов’язувалось скоріше з розподільним, ніж з купівельними і мобілізаційними аспектами ринку цінних паперів, тому що вільний продаж фондових документів був відсутній. Здебільшого акції розподілялися або між різними підприємствами й організаціями, або між власниками того чи іншого підприємства.

В умовах централізованої економічної системи обмежувалась свобода підприємств і населення у використанні навіть власних, тимчасово вільних коштів. Їхні заощадження могли бути вкладені під невеликий відсоток тільки в державні кредитні установи, через які вони, незалежно від волі вкладників, інвестувалися в сфери, які визначала держава. У зв'язку з тим, що органи централізованого державного управління мали практично необмежені можливості в розподілі і перерозподілі ресурсів між суб'єктами господарювання, випуск боргових цінних паперів (облігацій) підприємствами й організаціями ставав зайвим. У такий спосіб відбулося ніби звуження розмірів і функцій ринку цінних паперів.

Як показало дослідження, починаючи з 1927 року, держава твердо захищала своє монопольне право на випуск цінних паперів, у главі II КК УРСР 1927 року «Злочини проти порядку управління» передбачалася кримінальна відповідальність за незаконне виготовлення державних цінних паперів [208,с.199]. До речі, привертає увагу те, що нині чинний КК України 2001 р. зберіг таке ж положення, яке віддає пріоритет кримінально – правій охороні державних цінних паперів

Розглядаючи випуск цінних паперів винятково як прерогативу держави, законодавець забороняв підприємствам, установам, організаціям випуск будь-якого роду позик, облігацій та інших видів цінних паперів.

В 1935 році, у той період, коли приватне підприємництво в країні було цілком викорінене, фондові відділи при товарних біржах припинили своє існування, держава залучала кошти для своїх програм через кредитну емісію і примусове розміщення своїх боргових зобов'язань. Конкурувати з якимось організаціями в справі емісії цінних паперів держава не бажала, зокрема через ненадійність облігацій для кредиторів, і тривалі терміни погашення державних позик. Слід зазначити, що погашення останніх позик закінчилося в грудні 1990 року [20].

Наприкінці 80-х рр. ХХ ст. склалися об'єктивні і суб'єктивні передумови для відродження фондового ринку. Завдання легалізації комерційних цінних

паперів була вирішене законом СРСР «Про кооперацію». У ст. 22 цього Закону говорилося, що кооперативи не обмежені колом своїх можливих акціонерів. При здійсненні операцій купівлі-продажу акцій кооперативів перевага надавалася їхнім членів. Згадування в законодавчому акті про можливість випуску приватних цінних паперів свідчило про визнання права таких цінних паперів на існування. Однак, згадка про можливість випуску корпоративних фондових інструментів не могла, сама по собі, скласти правову основу для їхнього широкомасштабного випуску.

Для того, щоб упорядкувати процес випуску підприємствами цінних паперів, що стихійно розпочався, були прийняті спеціальні нормативні акти: Постанова Ради Міністрів СРСР від 15 жовтня 1988 року № 1195 «Про випуск підприємствами й організаціями цінних паперів», «Положення (Тимчасове) про порядок випуску цінних паперів підприємствами, організаціями, переведеними на повний госпрозрахунок і самофінансування, кооперативами, їх спілками (об'єднаннями), комерційними банкам» (затверджено Міністерством фінансів СРСР 16 листопада 1988 року) [163, с.96]. Ці положення вводили в обіг як акції трудового колективу і акції підприємств, так і акції акціонерних товариств. Номінал акцій трудового колективу встановлювався на рівні 50, 100, 250 і 1000 карбованців, номінал акцій підприємств на рівні 10, 25, 50 і ста тисяч карбованців. Акції трудових колективів були такими лише за назвою, а не за суттю, оскільки не змінювали відносин власності і статусу підприємства, не давали їх власникам права голосу й одержання фінансової інформації, не могли перепродуватися на вторинному ринку, не мали ринкового курсу і котирування. Сам факт одержання дивідендів по таких акціях був сумнівним. Придбання акцій трудового колективу перетворювало інвесторів у кредиторів підприємства на невизначених умовах, але ніяк не в співвласників. Самі акції випускалися як іменні і повинні були купуватися працівниками за рахунок особистих коштів. При звільненні працівника їхня вартість йому відшкодовувалася. Такий стан справ, щодо розміщення цінних паперів, був дуже подібним на примусове розміщення державних позик на території України у 30-50 роках ХХ століття.

Положення про акціонерні товариства детально регламентувало перелік питань, пов'язаних з випуском цінних паперів.

Прийняті в 1988 – 1990 рр. нормативні документи поклали початок становленню правової бази ринку цінних паперів, однак серед них не було спеціального законодавчого акта, котрий регламентував би випуск і обіг фондових інструментів та забезпечував захист інвесторів [345].

У 1990 – 1991 рр. почав розроблятися проект Закону СРСР «Про цінні папери і фондові біржі», 10 липня 1991 року він був схвалений у першому читанні Верховною Радою СРСР [339]. Другого читання не відбулося, проте, багато основних положень було взято до уваги у ході подальшої нормотворчої роботи і увійшли до багатьох національних законодавчих актів, що регламентують обіг і випуск цінних паперів.

До 1990 р. були зроблені перші спроби створення окремих елементів ринку цінних паперів, однак вони носили обмежений характер [345]. Випуск перших цінних паперів, при відсутності приватизованого майна, не сприяв розвитку фондового ринку і ринку капіталу.

Оскільки корпоративні або недержавні цінні папери не мали на території СРСР юридичної сили (за винятком цінних паперів в іноземній валюті), їхнє виготовлення порушувало майнові інтереси підприємств або фізичних осіб і розглядалася як шахрайство.

У 1994 році в Україні розпочалася масова приватизація. Для обслуговування цього процесу в країні активно створювалися інвестиційні компанії і фонди, які, згідно Указу Президента України «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії», могли залучати у населення тільки приватизаційні майнові сертифікати, які згодом вкладалися на аукціонах Фонду держмайна України. 1994 рік вважається початком розвитку інститутів спільного інвестування [352].

На початок 1995 року в Україні функціонувало 228 комерційних банків, 500 довірчих товариств і 500 інвестиційних компаній і фондів.

Здійснення інвестиційної діяльності дрібними або некваліфікованими інвесторами вирішується за допомогою спеціалізованих фінансових інститутів. Провідне місце серед таких фінансових інститутів у галузі обслуговування дрібних інвесторів, схильних до спільного інвестування в цінні папери, займають інвестиційні (взаємні) фонди. Виключним видом їх діяльності є акумулювання коштів переважно дрібних інвесторів та ефективне їх інвестування шляхом формування та керівництва єдиним портфелем цінних паперів.

У процесі приватизації понад 25% громадян України [352].реалізували своє право власності шляхом спільного інвестування». (Зі Звіту ДКЦПФР).

14 квітня 1995 року Українська асоціація інвестиційного бізнесу отримала свідоцтво про реєстрацію [343]. Її засновниками виступили АТ «Центральний інвестиційний фонд», АТ Інвестиційна компанія «Разноекспорт», АТ Інвестиційна компанія «КІНТО».

У цей же рік Рада затвердила Тимчасове положення про систему збору та обробки статистичної інформації про інвестиційну діяльність членів УАІБ, приєдналася до Декларації про принципи координації діяльності неурядових безприбуткових організацій України, розробила Тимчасове положення про регіональні представництва УАІБ, проект положення про фонд захисту інвестицій у цінні папери, концепцію розвитку міжнародних зв'язків УАІБ, провела конкурсний відбір та стажування групи фахівців, представників компаній – членів Асоціації у Чехії та Росії та ін.

Перші Угоди про співпрацю УАІБ підписує з Фондом державного майна України та Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Основні надбання спільного інвестування: сприяння створенню та накопиченню капіталу; ефективність як інструмент приватизації; перетворення складних інвестиційних рішень у більш прості для дрібних інвесторів з одночасним здійсненням диверсифікації ризику; ефективний перелив капіталів між галузями народного господарства та стимулювання діяльності підприємств; сприяння залученню іноземного капіталу» - (Зі Звіту ДКЦПФР).

До негативних факторів регулятор відносить «непрозорість ринку цінних паперів на перших стадіях розвитку і досить часті випадки некомпетентності працівників інституціональних інвесторів, які займаються питаннями спільного інвестування, шахрайські дії керівництва зазначених установ та інше».

У 1998 році ДКЦПФР вперше вносить до Верховної Ради України проект Закону України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" [352]. Мета - впорядкування державного регулювання інвестиційних фондів та компаній, а також запровадження нових моделей інститутів спільного інвестування згідно з міжнародним досвідом.

Після 1997-1998 рр., на які припадає пік активної діяльності ІСІ, кількість інвестиційних компаній та інвестиційних фондів скорочується [352]. Завершується сертифікатна приватизація. Перед спільним інвестуванням постає цілий ряд нагальних проблем, пов'язаних з подальшою долею невикористаних приватизаційних майнових сертифікатів, можливістю розрахунку з учасниками інвестиційних та взаємних фондів інвестиційних компаній цінними паперами, які знаходяться у власності ІСІ, реорганізацією та ліквідацією фондів та компаній, які виконали свою роль у процесі "сертифікатної" приватизації.

У другій половині 1999 року виходить Указ Президента України "Про заходи щодо забезпечення захисту прав учасників інвестиційних фондів та інвестиційних компаній" та приймається ряд нормативно-правових актів Комісії, якими регулюється реорганізація інвестиційних фондів шляхом приєднання або злиття, встановлюється порядок скасування реєстрації випусків інвестиційних сертифікатів інвестфондів та компаній та ін. [345] інвестфонди та компанії подають заяви про закриття та початок розрахунків зі своїми учасниками.

Починається грошовий етап приватизації. Необхідно створювати якісно нові інститути спільного інвестування, зокрема, корпоративні та пайові інвестиційні фонди.

Перед Асоціацією постає завдання забезпечити їхню діяльність у відповідності до світових норм і стандартів, які будуть більш зрозумілими як для вітчизняних, так і для іноземних інвесторів.

У березні 2000 року УАІБ отримує грант та бере участь у реалізації проекту Світового банку «Створення, розвиток та підтримка професійних організацій» [340].

15 березня 2001 року Верховна Рада України приймає Закон «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», [345]. який відкриває можливість для розвитку в Україні спільного інвестування і започатковує діяльність компаній з управління активами. З'являється новий вид професійної діяльності – діяльність з управління активами. Законом вперше на законодавчому рівні передбачено функціонування венчурних фондів.

13 квітня 2001 підписано Меморандум про взаємодію Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку та Українською асоціацією інвестиційного бізнесу [345]. Створена робоча група з розробки і впровадження нормативно-правової бази. підписано Меморандум про взаємодію Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку та Українською асоціацією інвестиційного бізнесу. Створена робоча група з розробки і впровадження нормативно-правової бази.

Після прийняття кількох десятків підзаконних актів Закон «Про ІСІ» запрацював. ДКЦПФР видала перші ліцензії компаніям з управління активами. Піонерами стали київські ТОВ «Венчурні інвестиційні проекти» та «Компанія з управління активами «Авуар». Серед перших була і ВАТ «Автоальянс-XXI сторіччя»[345].

Усі експерти були переконані, що протягом перших років керуючі активами працюватимуть переважно з юридичними особами через використання форми венчурних фондів як найприйнятнішої в умовах нерозвиненого фондового ринку України,

З прийняттям Верховною Радою Закону «Про внесення змін в деякі законодавчі акти України з питань оподаткування» було відмінено подвійне оподаткування і старих, і нових інститутів спільного інвестування.

За станом на початок 2003 року налічувалося 129 інвестиційних фондів та взаємних фондів інвестиційних компаній [345].

З метою виявлення та усунення проблемних питань, які можуть виникати під час реорганізації, Комісія створила пілотні проекти, за результатами проведення яких було розроблено Положення про порядок реорганізації інвестиційних фондів та інвестиційних компаній, створених на час сертифікатної приватизації, в інститути спільного інвестування.

Робляться перші кроки до запровадження пенсійної реформи в Україні. Верховна Рада приймає закони "Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування" та "Про недержавне пенсійне забезпечення", розроблено ряд нормативно-правових актів, які сприятимуть функціонуванню суб'єктів системи недержавного пенсійного забезпечення, розвитку інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів, збереження та управління їх активами.

УАІБ бере активну участь у розробці проектів законодавчих та нормативно-правових документів, необхідних для здійснення діяльності з управління недержавними пенсійними фондами. Асоціація співпрацює як з ДКЦПФР, так і з Держфінпослуг.

30 червня 2006 року відкривається Регіональне представництво УАІБ у Західному регіоні на базі ВАТ "КУА "Росан-Капітал" (м.Львів) [4].

За ініціативою керівництва УАІБ та Голови ДКЦПФР була створена Рада фондового ринку у складі членів ДКЦПФР та авторитетних представників асоціацій, які працюють на фондовому ринку.

18 грудня 2008 року Верховна Рада України приймає довгоочікувані зміни до Закону «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)». [4].

Протягом 2009 року експерти Асоціації беруть участь у розробці майже двох десятків проектів нормативно-правових актів ДКЦПФР, які регулюють

діяльність інститутів спільного інвестування та компаній з управління активами у зв'язку з набуттям чинності змін до Закону «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [345]. З метою привернення уваги громадськості та влади до проблем, з якими зіткнулися ІСІ у зв'язку неповерненням банківських депозитів та невиконанням емітентами корпоративних облігацій взятих на себе зобов'язань, УАІБ проводить численні заходи та направляє листи в різні органи державної влади.

2014 рік для української галузі управління активами інституційних інвесторів, як і для всієї країни, був одним з найскладніших і найважчих за всю попередню історію: політична нестабільність, анексія Криму, воєнні дії на сході країни, знецінення активів, численні спроби уряду наповнити бюджет і змінити механізми оподаткування діяльності інститутів спільного інвестування, відтік коштів інвесторів [341]. Крім цього, 2014 рік був роком імплементації нового Закону «Про ІСІ» [341]. Проте результати виявилися не настільки руйнівними як можна було очікувати: всі види ІСІ та НПФ потроху впродовж року зменшували свою кількість, однак це не призвело до втрати коштів інвесторами.

1 січня 2014 року– набрав чинності Закон України «Про інститути спільного інвестування», прийнятий у 2012 році, щоб стимулювати розвиток спільного інвестування [341]. Адаптація до нових умов та приведення діяльності КУА та ІСІ у відповідність до нормативної бази вийшла на перший план діяльності УАІБ. Асоціація розробляє зразки Статуту КУА, Регламентів та проспектів емісії цінних паперів ІСІ за видами фондів.

Отже, дослідження показало, що виникнення, становлення та розвиток фондового ринку України знайшло своє відображення історико-фактологічних джерелах, серед яких наукові монографії, статті, нормативно-правові документи та статистичні матеріали.

Аналіз тенденцій розвитку фондового ринку України, з моменту його зародження і до наших днів, дає можливість виокремити найважливіші періоди його розвитку:

- 1860–1870-ті рр. – заснування основних біржових торговельних майданчиків для купівлі-продажу цінних паперів – Одеського (1796 р.), Київського (1869 р.) та Харківського (1876 р.) дало організаційні можливості для розвитку вітчизняного фондового ринку;

- 1876–1900 рр. – розробка законодавчо - правових норм, які дали можливість регламентували обіг цінних паперів, проводити біржові реформи направлені на боротьбу із негативним тенденціями біржової торгівлі цінними паперами;

- 1900р. кінець 20-х років ХХ – створюється спеціалізований майданчик для торгівлі цінними паперами – фондовий відділ Санкт-Петербурзької біржі, що активізувало розвиток механізмів фондового ринку. Разом з тим, даний період характеризувався виникненням великої кількості банківсько-промислових об'єднань, у тому числі на території України, які брали активну участь в операціях купівлі-продажу цінних паперів. Результатом цього стало перетворення банків на основний фінансово-посередницький інститут, який частково перебрав на себе біржові функції створивши потужний позабіржовий ринок.

- кінець 20-х років ХХ – 1991р. повне припинення діяльності фондового ринку України.

Як показало дослідження майже сторіччя економічна система України функціонувала як така, що не мала ринку приватного капіталу, а весь обіговий капітал був сконцентрований в особі єдиного власника - держави.

З часу новітньої історії України можна відмітити наступні етапи створення фондового ринку.

Перший етап (1991 – 1994 рр.) - це період виходу України зі складу Радянського Союзу, що збігся у часі з процесом створення приватних акціонерних та фінансових компаній, які займалися залученням коштів населення під випуск власних цінних паперів. Головним регулятивним органом було Міністерство фінансів.

Другий етап розвитку фондового ринку України (період 1995-1998 років) виник у зв'язку з випуском в обіг та створенням вторинного ринку купівлі-

продажу компенсаційних сертифікатів і чорного ринку приватизаційних майнових сертифікатів-ваучерів. Саме масова приватизація була тим чинником, що дав поштовх і став реальною базою створення фондового ринку та його інфраструктури в Україні.

Другий етап характеризується такими факторами: активний продаж державою значних пакетів акцій великих підприємств; бурхливий розвиток біржових та позабіржових систем обігу акцій; поява значної кількості фінансових посередників, що оперували вже не сертифікатами, а реальними грошима; концентрація власності шляхом активного скуповування акцій у населення; розвиток ринку державних боргових зобов'язань; вихід на ринок у ролі покупців великих зовнішніх інституціональних та приватних інвесторів; розробка та затвердження індексу ПФТС.

З 1999 по 2000 рр. відбувався пришвидшений розвиток приватизації, а також розвиток фондового ринку в Україні (Укази Президента України „Про основні напрями розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році”, „Про невідкладні заходи щодо прискорення приватизації майна в Україні”). Створюється юридична база для діяльності центрального депозитарію.

Висновки до 1 розділу

Дослідження теоретико-методологічних основ формування і розвитку фондового ринку України дало змогу зробити такі висновки:

Фондовий ринок - один з основних елементів сучасної ринкової економіки. Він працює у системі фінансового ринку, який є ваговою складовою фінансової системи країни.

Теоретичні засади функціонування і розвитку фондових ринків розроблялися як зарубіжними, так і вітчизняними науковцями. Проведений аналіз показав, що існує велика кількість економічної літератури, в якій розглядаються основи ринкової економіки, і фондового ринку зокрема, економічні моделі впливу фінансових факторів на функціонування економіки і т.д.. Та сучасна економічна наука не виробила остаточного підходу щодо

головного, визначального у з'ясуванні сутності фондового ринку, як об'єкту пізнання, тому теоретичне дослідження фондового ринку здійснюється в двох аспектах: як економічне явище, і як економічна категорія.

Проведене дослідження дало змогу визначити та обґрунтувати сутність і функцій фондового ринку, виявити суперечливі тенденції його розвитку, розглянути та проаналізувати моделі фондового ринку.

Дослідження фондового ринку як необхідного елемента інфраструктури ринкової економіки передбачало визначено ролі і місце фондового ринку в господарській системі, причин його виникнення і закономірностей функціонування. Як економічна категорія фондовий ринок виражає економічні відносини, які виникають в процесі залучення засобів, шляхом обігу, в процесі розподілу і перерозподілу частини прибутку, яка утримана функціонуючим капіталом з метою подальшого інвестування.

Фондові цінності, що перебувають в обігу на фондовому ринку представлені інвестиційними інструментами, інструментами власності та їх похідними.

Визначено, що протягом останнього часу національні моделі фондового ринку наближуються одна до одної, формуючи єдиний світовий фондовий ринок, проте залишаються неоднорідними внаслідок історичних, економічних, культурних особливостей формування та розвитку.

У розділі обґрунтовано методологічний підхід до комплексного дослідження еволюції фондового ринку, який базується:

- на ієрархічній багаторівневості розвитку інститутів фондового ринку на основі двох нерозривних процесів самоорганізації та організації (управління), загальною метою яких є цілісне впорядкування інституційної структури фондового ринку;
- неперервність інституційних змін (економічних, політичних, технологічних), призводять до загострення суперечностей у системі (як між елементами системи, так і між системами різних рівнів), що вводить

фондовий ринок у біфуркаційний стан та є основою для самоорганізації і розвитку системи.

Проведене дослідження дало змогу сформулювати таке визначення: фондовий ринок - складне і багатогранне утворення, з функціональної точки зору – система економічних відносин між суб'єктами з приводу кредитування і співвласності, що виражається через випуск і обіг цінних паперів; з інституційної точки зору – сукупність спеціалізованих організацій (бірж, фондів тощо) і правил поведінки, що забезпечують випуск і обіг цінних паперів; з відтворюючої точки зору – сфера виробництва і обігу цінних паперів, що забезпечує акумуляцію в них тимчасово вільних грошових коштів і перерозподіл їх між галузями, що створюють умови для інвестицій.

Дослідження особливостей виникнення і розвитку фондового ринку в Україні показало, що виникнення фондового ринку тісно пов'язане з функціонуванням ринку реальних активів. Розвиток товарно-грошових відносин вимагав залучення в обіг все більших об'ємів ресурсів, що призвело до появи позичкового капіталу, тобто відділення капіталу–власності від капіталу–функції.

Результати дослідження по першому розділу опубліковані автором у таких наукових працях [112, 113, 114]

РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ФОНДОВОГО РИНКУ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

2.1. Сучасний стан та проблеми розвитку фондового ринку

Сучасний український фондовий ринок - окрема одиниця світового фондового ринку. Україна більше ніж двадцять років будує свій власний фондовий ринок. Та, як показало дослідження, створена інституційна модель економічного розвитку не здатна забезпечити економічну безпеку країни в умовах різкого загострення глобальних суперечностей.

Характеризуючи модель фондового ринку України, дослідники вказують, що, при її формуванні відбувалося сліпе копіювання інших моделей (насамперед американської), для запровадження яких не було жодних інституційних умов. Невідповідність розвитку українського фондового ринку інтересам потенційних учасників ринку призводить до постійної втрати економікою джерел додаткових грошових коштів через те, що населення не бере участі у процесах інвестування.

В Україні немає довгострокової програми розвитку фондового ринку (приймаються програми розвитку на рік-два). НКЦПФР планувала прийняти Стратегію розвитку фондового ринку в 2014 році, що в умовах посилення глобальної невизначеності посткризового розвитку фінансового сектору є вкрай небезпечним [340]. Брак чіткого розуміння теоретичних та організаційних засад розвитку фондового ринку призводить до того, що наше майбутнє прогнозують інші країни (Західні або Росія, яка провадить активну експансію на вітчизняний фінансовий ринок). Отже, чи буде наша країна «сировинним придатком» світової економіки, чи все ж таки Україна знайде в собі внутрішні сили, щоб переломити стратегію, яку їй нав'язують, і стати рівноправним членом світового співтовариства. Вирішення цього питання значною мірою буде залежати від ефективності інституалізації національної моделі фондового ринку.

Сьогодні навіть найоптимістичніше налаштовані учасники фондового ринку перестали говорити про швидке відновлення зростання цін і попиту на

акції українських емітентів. Більшість з них одностайні в думці, що фондовий ринок України в 2013—2014 рр. перебував у стані стагнації, а у 2015 році його функціонування фактично припинено. 2014 рік приніс портфельним інвесторам лише стабільні збитки. [347]. Відсутність інтересу до інвестиційних фондів з боку населення, зменшення кількості надійних фінансових інструментів і конкуренція з боку високодохідних банківських депозитів, зумовили непростий 2014 рік для ринку цінних паперів країни.

В Україні інвестор, який купив на біржі акції компанії або заводу, не володіє реальною їхньою частиною. Тому й поведінка цін акцій непередбачувана. Реальних власників компаній найчастіше просто не хвилюють їхні котирування. Акції вітчизняних компаній фактично нічого не коштують. Звідси — і низький рівень фріфлоату (частки паперів у вільному обігу на ринку), і не завжди прозора й зрозуміла звітність компаній, і відсутність практики висвітлення прибутку й виплати дивідендів.

Крім того, сьогодні фондовий ринок України не є джерелом залучення інвестицій, а засобом, за допомогою якого власники ефективно виходять із колишнього бізнесу, продаючи його зовнішнім інвесторам, рефінансують борги і створюють інструменти для укладання угод злиття та поглинання компаній.

В Україні останнім часом надійні гарантії захисту прав власності можуть бути забезпечені (як для олігарха, так і для невеликого підприємця) лише за умови передачі контрольного або блокувального пакета прав власності в руки найвпливовіших користувачів владної вертикалі або їхніх уповноважених представників. Це стало однією з причин того, що індекс інвестиційної привабливості України міститься на вкрай низьких позиціях. Рівень привабливості країни для інвесторів, який оцінює Європейська бізнесова асоціація за підтримки компанії InMind з 2008 р., залишається на найнижчих позиціях за всю історію дослідження – наприкінці 2013 р. індекс інвестиційної привабливості України становив 2,39 бала з п'яти можливих [171]. (у 2011-му був ще 3,39), що характеризує нинішній стан українського бізнесового клімату як «стабільно несприятливий».

В Україні інвестори найчастіше скаржаться на посилення тиску на бізнес з боку владних структур, фаворитизм, складне адміністрування податків та корупцію [212]. Нашу країну вважають найбільш корумпованою в Європі 90% підприємців, опитаних міжнародними аудиторськими компаніями [170]. Найболючішою проблемою є те, що й перспективи України щодо майбутнього поліпшення економічної ситуації вкрай песимістичні. Згідно з Рейтингом ділового клімату країн Центрально-Східної Європи, Україна займає найнижчі позиції щодо очікування розвитку бізнесу (найкращі позиції у Польщі та Росії; до того ж усі країни демонструють позитивну динаміку ділового клімату, окрім України).

Таким чином, сформоване інституційне середовище (корупція, законодавчі неузгодженості, високий рівень тінізації та криміналізації економіки, декларативність прав акціонерів, особливо міноритарних, непрозорість корпоративного управління, низький рівень корпоративної культури тощо) сприяє ще більшому «розмиванню» прав власності, що, у свою чергу, стимулює розвиток рейдерства та чітко виражений короткостроковий характер господарської стратегії корпорацій. У таких умовах може розвиватися лише неорганізований сегмент фондового ринку. Отже, обов'язковим є створення інституційних умов для захисту прав власності, що сприятиме виникненню потреби ринкових інститутів, наслідком чого стане реструктуризація економіки, зростання обсягів організованого фондового ринку (макрорівень) та збільшення ефективності корпорацій (мікрорівень).

Аналіз показав, що за допомогою інструментів фондового ринку в 2013 році в економіку України вдалося залучити понад 140 мільярдів гривень інвестицій. У 2012 році цей показник був меншим майже на 35 мільярдів [167]. Та складна суспільно-політична ситуація в Україні призвела до того, що в 2014 році, за рахунок відтоку вкладників, відбулося скорочення обсягів інвестиційних фондів [167].

За підсумками грудня 2013 року вкладники забрали з інвестиційних фондів відкритого типу всього лише 1,5 млн. грн. [346]. Для порівняння, у

листопаді 2014 року відтік коштів склав майже 2,5 млн. грн., а в грудні – понад 8 млн. грн. [346]. Також Кабінет Міністрів схвалив законопроект Нацкомісії з цінних паперів та фондового ринку про створення системи гарантування інвестицій.

Як показало дослідження, ситуація на вітчизняному фондовому ринку залишається важкою. Вже в другому кварталі 2014 року «блакитні фішки» продемонстрували 32-відсотковий провал, який своєю величиною поступається хіба що провалу 2011 року: тоді у третьому кварталі вони обвалилися відразу на 37%. Природно, і фонди спільного інвестування (за винятком їх венчурного різновиду), такі популярні в докризові часи в населення, часто фіксують великі збитки і відчують вплив капіталу.

Особливо це відноситься до тих, хто вклав гроші в колись дуже прибуткові закриті інвестиційні фонди. Адже, згідно з інвестдоговором, вони (на відміну від учасників відкритих інститутів спільного інвестування, тобто ІСІ) не мали можливості вимагати свої кошти назад до закінчення терміну дії такого фонду. Відтак багатьом із них доводилося роками болісно спостерігати, як танули інвестовані ними кошти. А дочекавшись закінчення терміну дії фонду, коли гроші з нього можна було забрати, багато інвесторів засумнівалися, чи варто це робити тепер. Не кожен може змиритися з втратою 80% (на жаль, цифру взято з реального життя) своїх докризових вкладень [345]. Хоч як не парадоксально, проте альтернативою для таких терплячих інвесторів стало продовження дії інвестиційного договору ще на «енну» кількість років, розраховуючи, що на наступний момент закриття фонду кон'юнктура хоч якось відіграє величезні втрати.

Адже у момент закінчення дії закритого ІСІ інвестор може вибрати такі варіанти:

- фонд, за рішенням його учасників, ліквідується. Клієнт може забрати гроші й шукати для себе альтернативні напрями інвестування. Як це передбачено законодавством, виходить він із фонду за вартістю чистих активів

ВЧА), яка фіксується на дату ухвалення рішення про ліквідацію цього фонду й жодним чином не залежить від номіналу сертифікатів акцій ІСІ;

- крім ліквідації, можлива пролонгація діяльності фонду. 24 травня 2014 прийнято зміни до законодавства про ІСІ в Україні, котрі встановлюють право продовження діяльності закритих інвестиційних фондів необмежену кількість разів [347]. Ухвалити таке рішення можуть спільні збори акціонерів фонду, наглядова рада або уповноважений орган компанії з управління активами (КУА). Термін кожного продовження роботи фонду не може перевищувати термін, на який його було створено спочатку. (Як правило, закриті ІСІ створювалися в Україні на три-сім років. Хоча є десяти- і навіть п'ятнадцятирічної давності прецеденти.) Таким чином, фонд може стати безстроковим за фактом.

- якщо інвестор не підтримує пролонгації діяльності фонду на черговий термін, він може подати заявку на вихід з ІСІ, хоч більшість клієнтів залишається в цьому фонді.

Фонди діють у визначених законодавством рамках. Наприклад, ринок втратив близько 40% [168] з початку 2014 року якби інвестор самостійно торгував на фондовому ринку, він міг би «коротко» продавати папери й заробити на падінні [168]. А у фондів такої можливості немає, це робити їм заборонив законодавець. Тому, коли триває падіння ринку, вони тільки можуть залишитися в дедалі дешевших активах або продати ці активи, щоб потім дешевше їх відкупити. Але на падінні вони заробити не можуть. Немає в них доступу й на строковий ринок (ф'ючерси та опціони). Якщо обсяг фонду значний, то він довго виходитиме з паперів на поточному ринку з низькою ліквідністю. Адже при денному обсязі ринку всього 10 млн. грн. у фонду може бути цінних паперів на 50 млн. [168]. Щоб йому вийти на ринок і не зашкодити йому, знадобиться час. Проте тривалий вихід збільшує транзакційні витрати, які за фактом лягають на самих інвесторів. Значну роль у цьому все-таки відіграє кон'юнктура. Також інвестор закритого ІСІ, може передати фонд іншій КУА.

Хоча, як показує дослідження, він актуальний лише тоді, коли сама КУА йде з ринку.

У 2014 році складний і турбулентний період для української індустрії управління активами інституційних інвесторів лише посилювався. Особливо це позначилося на публічному секторі ІСІ, який зазнав скорочення як кількості учасників, так і обсягу активів фондів в управлінні. Кількість ІСІ зменшилася в усіх категоріях за типами та видами фондів.

Станом на 31.12.2014 р. в Україні діяли 336 компаній з управління активами [344]. Упродовж року кількість КУА стабільно падала: нові компанії входили у бізнес, але їх було менше ніж тих, які виходили з ринку. Кількісно галузь управління активами інституційних інвесторів у 2014 році скоротилася більш ніж на 3%, [168]. тобто на 11 КУА (за 2013 рік – на 6 КУА), хоча залишалася більшою, ніж напередодні фінансової кризи 2008 року. [168]. Відносно більш активно закривалися КУА, що фокусувалися на публічних (зокрема, відкритих) ІСІ. У 4-му кварталі кількість компаній зменшилася із 337 до 336, при цьому протягом жовтня-грудня було ліквідовано три КУА [168]. Як і раніше, найбільш привабливими для інвесторів залишалися венчурні фонди. На кінець 2014 року, як і рік тому, 96% від усіх КУА, [170]. що мали ІСІ в управлінні, управляли принаймні одним венчурним фондом (хоча їхня кількість зменшилася із 318 до 310 КУА). [170].



Рис. 2.1. Динаміка кількості КУА та ІСІ у 2002-2014 рр. [170].

Кількість зареєстрованих інститутів спільного інвестування у 2014 році почала скорочуватися: за рік їх стало менше на 35 фондів [169]. (після зростання на 60 у 2013-му), [169]. зокрема у 4-му кварталі із 1586 до 1569. Проте, це зменшення було відносно меншим (-2.2%) порівняно з динамікою кількості діючих КУА, як і минулого року, тому концентрація управління активами ІСІ продовжувала повільно зростати (рис. 2.1.).

Чисельність ІСІ, що досягли нормативу мінімального обсягу активів, у 2014 році також скоротилася: -5% (-62 фонди), [169] у тому числі -1.6% (-19) у 4-му кварталі – із 1207 до 1188 (1250 на початку року). Це різка зміна порівняно з 2013 роком та перше зменшення кількості визнаних та діючих ІСІ (+2.3% у 2013-му, +8.6% у 2012-му) [169]. (табл. 2.1).

Таблиця 2.1.

Динаміка кількості ІСІ, що досягли нормативів, за типами, видами та правовими формами фондів у 4 кв. 2014 р. та у 2014 році [169].

Дата/ Період	Всього	ІСІ*							КІФ*		
		В*	Вс*	І*	Іс*	ЗД*	ЗН*	ЗВ*	І*	ЗН*	ЗВ*
31.12.2013	1250	38	-	35	-	11	43	861	2	90	170
31.03.2014	1243	38	-	35	-	9	42	865	2	87	165
30.06.2014	1233	38	-	34	-	9	42	862	2	81	165
30.09.2014	1207	35	-	31	-	11	37	850	2	77	164
31.12.2014	1188	26	4	29	1	10	35	846	2	75	160
Зміна за 4-й квартал 2014 р.**	-19	-5		-1		-1	-2	-4	0	-2	-4
	-1.6%	-14.3%		-3.2%		-9.1%	-5.4%	-0.5%	0.0%	-2.6%	-2.4%
Зміна за 2014 рік**	-62	-8	-	-5	-	-1	-8	-15	0	-15	-10
	-5.0%	-21.1%	-	-14.3%	-	-9.1%	-18.6%	-1.7%	0.0%	-16.7%	-5.9%

* В – відкриті ІСІ, Вс - відкриті спеціалізовані ІСІ (на 30.09.2014 та раніше - відкриті), [169].

І – інтервальні ІСІ, Іс - інтервальні спеціалізовані ІСІ (на 30.09.2014 та раніше - інтервальні),

ЗД – закриті диверсифіковані ІСІ, ЗН - закриті недиверсифіковані невенчурні, ЗВ - венчурні.

** Для відкритих та інтервальних ІСІ - з урахуванням спеціалізованих, що раніше діяли як, відповідно, відкриті та інтервальні.

Отже, інвестор, який забрав гроші з ІСІ, але вирішив залишитися на фондовому ринку України, може вкластися в інший фонд; вибрати одну з різновидів брокерського обслуговування.

Самостійне інвестування — це брокерське обслуговування на ринку, яке буває двох типів: інтернет-трейдинг і класичне брокерське обслуговування. У першому випадку клієнт через брокера підключається до ринку й торгує

самостійно. Тобто він не користується рекомендаціями закріпленого за ним спеціаліста, а отримує на свою електронну адресу аналітичну розсилку щодо ринку та емітентів і приймає рішення впродовж торгового дня цілком самостійно. Торгувати він може акціями (спотовий ринок), а також працювати на строковому ринку — ф'ючерси та опціони.

Другий варіант брокерського обслуговування — робота через закріпленого спеціаліста. Він годиться для тих, хто не готовий оперувати самостійно або не має на це вдосталь часу й зацікавлений в актуальних рекомендаціях.

В обох варіантах брокерського обслуговування на клієнті лежить велика відповідальність, бо він приймає рішення щодо кожної операції й відповідає за них. Не кожен готовий приймати відповідальні рішення щодня. У такому разі може бути цікавою купівля набору ліквідних паперів, можливо індексних, на середньострокову перспективу [340].

Дуже часто, як стверджують аналітики, на фондовий ринок населення активно приходять, коли ціни вже дуже високі, коли виробництво переживає підйом, а йде звідти, коли економіка перебуває на піку спаду. Подібна картина спостерігалася у першому кварталі 2015 році [347]. Скорочення обсягів фондів спостерігалось, швидше за все, за рахунок подальших відтоків вкладників. Щодо закритих фондів, то під нові проекти створювалися нові фонди. Але загальний фонд абсолютно не передбачає залучення будь-яких інвестицій як зовнішніх, так і внутрішніх.

Інвестиційна ємність України на кінець 2013 року оцінювалася в 500 мільярдів доларів [341]. Такий показник навіть вищий ніж у інших, більш розвинених країн. При цьому вагомим недоліком було українське законодавство, яке не здатне було гарантувати інвесторам найвищий ступінь захисту їхніх вкладень. [340].

Показник обсягу залучених інвестицій в економіку України через інструменти фондового ринку протягом січня-грудня 2014 року становив 217,25 млрд. грн. [168]. Порівняно з аналогічним періодом 2013 року обсяг залучених

zareestrovano nastupnim bankiv'skim ustanovam, z metoju zbil'shen'nia statutnogo kapitalu, zokrema: PAT «Delta Bank», PAT «Ukrsozbank», PAT «Ukrain'skij innovacijnij bank», PAT «Bank Nacijonalnij kredit», PAT «Bank Kredit Dnipro», PAT «PRAYM-BANK», PAT «Bank Aljans», PAT «BM Bank», PAT «Platinum Bank», PAT «Pireus Bank MKB», PAT «Diamantbank», PAT KB «PrivatBank», PAT KB «Finansova inicijativa», PAT «Derzavnij eksportno-importnij bank Ukraini», PAT «VTB Bank», PAT Bank «Kontrakt», PAT «Derzavnij oshadnij bank Ukraini», PAT KB «Nadra» ta PAT Bank «Finansi ta kredit».

Komisijeu protygom sijnja-gradnja 2014 roku buo zareestrovano 263 vipuski obliacij pidpriemstv na sumu 38,30 mlrd. grn. Porivnjano z analogijnim periodom 2013 roku ob'jag zareestrovanih vipuskiv obliacij pidpriemstv zmenшився na 4,11 mlrd. grn. [167]. (tablica 2.3). Shu spriciniло do skorocennja pogirshennja situacij na rinku.

Таблиця 2.3.

Обсяг та кількість випусків облігацій підприємств зареєстрованих Комісією протягом січня-грудня 2014 року, млн. грн. [167].

Місяць	Обсяг випуску облігацій підприємств, млн грн.				Кількість випусків
	Підприємства (крім банків та страхових компаній)	Банки	Страхові компанії	Загальний обсяг зареєстрованих випусків	
Січень	1 090,94	400,00	0	1 490,94	13
Лютий	3 690,00	4 550,00	0	8 240,00	22
Березень	696,44	0	0	696,44	21
Квітень	525,80	0	0	525,80	7
Травень	5 227,06	0	0	5 227,06	12
Червень	3 978,63	0	0	3 978,63	21
Липень	2 668,52	200,00	0	2 868,52	15
Серпень	669,20	100,00	0	769,20	5
Вересень	584,95	0	0	584,95	9
Жовтень	6 936,27	3 000,00	225,00	10 161,27	92
Листопад	1 647,52	0	0	1 647,52	16
Грудень	2 106,79	0	0	2 106,79	30
Усього	29822,12	8 250,00	225,00	38297,12	263

Кількість зареєстрованих інститутів спільного інвестування у 2014 році почала скорочуватися: за рік їх стало менше на 35 фондів [170] (після зростання на 60 у 2013-му), [170]. зокрема у 4-му кварталі із 1586 до 1569. Проте, це зменшення було відносно меншим (-2.2%) порівняно з динамікою кількості діючих КУА, як і минулого року, тому концентрація управління активами ІСІ продовжувала повільно зростати (рис. 2).

Комісію за період січень-грудень 2014 року було зареєстровано 17 випусків опціонних сертифікатів на суму 1,28 млн. грн. [170].

Протягом січня-грудня 2014 року Комісією зареєстровано 1 випуск облігацій місцевих позик Київською міською Радою на суму 2,63 млрд. грн. [170]. Протягом січня-грудня 2014 року обсяг зареєстрованих Комісією випусків інвестиційних сертифікатів КУА ПФ становив 24,76 млрд. грн., що було менше на 4,04 млрд. грн. порівняно з даними за аналогічний період 2013 року.

Протягом січня-грудня 2014 року обсяг зареєстрованих випусків акцій КІФ становив 6,35 млрд. грн., що було більше на 68,12 млн. грн. порівняно з даними за аналогічний період 2013 року. [170].

З початку реєстрації за станом на 31.12.2014 кількість зареєстрованих корпоративних та пайових інвестиційних фондів становила 2 053 інститутів спільного інвестування, з них: 376 – корпоративних інвестиційних фондів, 1 677 – пайових інвестиційних фондів.

За результатами торгів на організаторах торгівлі обсяг біржових контрактів з цінними паперами протягом січня-грудня 2014 року становив 629,43 млрд. грн. (таблиця 2.4).

Протягом січня-грудня 2014 року порівняно з даними аналогічного періоду 2013 року обсяг біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі збільшився на 35,82% (або на 166,00 млрд. грн.) (січень-грудень 2013 року – 463,43 млрд. грн.). [170].

Найбільший обсяг торгів за фінансовими інструментами протягом періоду який аналізується зафіксовано з:

Таблиця 2.4.

Обсяг біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі протягом 2014 року, млн. грн. [168].

Період	Організатор торгівлі										Усього *
	УФБ	КМФБ	ПФТС	УМВБ	ІННЕКС	ПФБ	УМФБ	ПЕРСПЕКТИВА	СЄФБ	УБ	
Січень	178,36	370,57	7257,99	0,03	11,36	737,45	69,76	34315,07	30,60	552,36	43 523,54
Лютий	8,75	251,57	7861,06	0,06	3,09	131,12	4,78	36448,15	4,25	506,71	45 219,53
Березень	2,17	1553,23	3885,80	0,02	2,19	73,96	4,43	15683,82	27,70	566,66	21799,99
Квітень	107,65	675,22	4454,72	0,02	1,33	1328,16	3,32	13756,50	78,29	684,17	21089,38
Травень	4,59	217,61	6568,36	0,02	0,20	593,76	2,82	39593,19	13,80	648,81	47643,17
Червень	6,35	833,97	10683,10	0,02	0,93	168,49	3,22	24269,13	33,97	661,85	36661,03
Липень	10,96	468,44	7301,86	0,03	0,43	136,99	3,28	25911,41	14,99	984,77	34833,15
Серпень	17,93	575,78	13127,22	0,02	0,78	471,25	4,14	113455,17	18,72	887,53	128 558,54
Вересень	2,94	796,81	12596,86	0,00	0,88	2519,70	3,28	76985,63	197,02	883,23	93 986,36
Жовтень	8,20	877,48	13628,20	0,00	0,57	3486,80	3,15	41111,25	22,50	843,49	59 981,65
Листопад	8,75	1052,36	7515,00	255,07	0,36	2132,16	8,42	32046,96	116,94	647,43	43 783,46
Грудень	106,44	2282,58	5030,04	2,28	5,20	959,46	8,16	42527,69	706,76	720,98	52 349,58
Усього	463,08	9955,61	99910,23	257,59	27,32	12739,29	118,76	496103,96	1265,53	8588,00	629 429,38

* дані надані організаторами торгівлі відповідно до вимог Положення про порядок складання адміністративних даних щодо здійснення діяльності організаторами торгівлі, оприлюднення інформації та подання відповідних документів до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, затвердженого рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 25 вересня 2012 року № 1284, зареєстрованого в Міністерстві юстиції України 16 жовтня 2012 р. за №1738/22050. Обсяги, наведені в таблиці включають в себе укладені (виконані) біржові контракти (договори РЕПО) та анульовані біржові контракти (договори РЕПО)

- державними облігаціями України – 553,29 млрд. грн. [168] (87,90% від загального обсягу біржових контрактів у січні-грудні поточного року);
- облігації підприємств – 33,80 млрд. грн. (5,37% від загального обсягу біржових контрактів у організаторів торгів у січні-грудні поточного року); (таблиця 2.5).

Обсяг біржових контрактів з цінними паперами протягом січня-грудня 2014 року у організаторів торгів на вторинному ринку становив 96,71% від загального обсягу біржових контрактів протягом зазначеного періоду (таблиця 2.6).

Таблиця 2.5.

Обсяг біржових контрактів з фінансовими інструментами (з розподілом за видом фінансового інструменту) протягом 2014 року, млн. грн. [168].

Період	Акції	Облігації підприємств	Державні облігації України	Облігації місцевої позики	Інвестиційні сертифікати	Деривативи	Іпотечні облігації	Ощадні (депозитні) сертифікати	Опціонні сертифікати	Усього*
Січень	2003,46	2707,48	37428,99	2,22	272,30	1108,82	0,27	0,00	0,00	43 523,54
Лютий	676,47	1 463,85	41 984,87	3,37	48,76	1 040,02	0,26	0,00	1,91	45 219,53
Березень	1 078,41	1 692,93	17 086,07	16,22	888,70	1 033,72	0,36	0,00	3,59	21 799,99
Квітень	2 087,22	1 992,36	15 769,96	4,54	263,53	966,30	4,50	0,00	0,99	21 089,38
Травень	1 377,07	1 660,41	43 759,01	2,61	93,32	749,02	0,23	0,00	1,52	47 643,17
Червень	1 084,21	4 205,67	30 285,12	6,80	310,05	760,77	0,00	0,00	0,00	36 661,03
Липень	1 462,24	2 584,41	29 551,24	2,80	92,19	127,98	0,00	1 000,26	12,03	34 833,15
Серпень	1 355,43	5 510,69	120 894,80	2,97	180,96	591,39	0,00	0,00	22,30	128 558,54
Вересень	3 439,70	2 432,10	86 141,52	523,09	399,94	1 041,78	0,00	0,00	8,23	93 986,36
Жовтень	4 617,77	3 656,44	50 557,72	9,70	489,45	640,62	0,00	0,00	9,94	59 981,65
Листопад	4 597,16	3 081,10	34 950,37	2,38	323,07	787,94	0,00	0,00	41,43	43 783,46
Грудень	2 817,96	2 816,94	44 881,67	3,59	889,95	763,10	0,00	0,00	176,36	52 349,58
Усього	26 597,10	33 804,38	553 291,34	580,31	4 252,21	9 611,45	5,61	1 000,26	286,71	629 429,38

У 3-му кварталі 2014 року індустрія спільного інвестування продемонструвала змішані результати: традиційно зростали одні показники, водночас разом із фондовим ринком понижувалися інші.

Таблиця 2.6.

Обсяг біржових контрактів на організаторах торгівлі за видами ринку протягом січня-грудня 2014 року, млн. грн. [168].

Організатор торгівлі	Первинний ринок			Усього на первинному ринку	Вторинний ринок					Усього на вторинному ринку	Усього
	Строковий ринок	Ринок приватизації	Слотовий ринок		Ринок РЕПО	Строковий ринок	Слотовий ринок	Ринок приватизації	Ринок цінних паперів, на які повернено стягнення		
УФБ	0,00	0,00	225,46	225,46	0,00	0,00	237,23	0,00	0,39	237,62	463,08
КМФБ	0,00	0,00	2531,91	2 531,91	0,00	0,00	7423,57	0,13	0,00	7 423,71	9 955,61
ІНДЕКС	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	27,32	0,00	0,00	27,32	27,32
ПФБ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,28	0,00	12739,01	0,00	0,00	12739,29	12739,29
УМВБ	2,52	255,07	0,00	257,59	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	257,59
УМФБ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	118,66	0,10	0,00	118,76	118,76
СЄФБ	0,00	112,73	1085,35	1 198,08	0,00	0,00	51,31	0,00	0,00	51,31	1 249,38
ПФТС	0,00	0,00	15173,45	15173,45	675,03	0,00	84025,32	36,44	0,00	84736,78	99910,23
Перспектива	0,00	0,00	1 090,09	1 090,09	75975,48	8200,62	410837,76	0,00	0,00	495013,87	496103,96
УБ	0,00	0,00	208,21	208,21	4 593,31	1404,84	2 397,53	0,00	0,26	8 395,94	8 604,15
Усього	2,52	367,79	20314,46	20684,77	81244,10	9 605,46	517857,71	36,67	0,66	608744,60	629429,38

Основні тренди українського ринку ІСІ у липні-вересні 2014 року були такими: подальше зменшення кількості КУА і ІСІ – як зареєстрованих, так і тих, що досягли нормативу мінімального розміру активів; зростання активів в управлінні за рахунок венчурних та інших закритих ІСІ; уповільнення чистого відтоку капіталу з відкритих ІСІ при зменшенні кількості діючих фондів та поступовому зростанні притоку до деяких із них; збільшення питомої ваги цінних паперів у портфелях невенчурних ІСІ – переважно, за рахунок придбання державних та корпоративних облігацій, а також скорочення готівкових коштів та депозитів; зменшення активів у цінних паперах та збільшення обсягів прямого інвестування і позик [168] («інших» активів) у венчурних фондах; зниження доходності в усіх секторах ІСІ за типами та класами фондів, окрім облігаційних.

Кількість КУА у 3-му кварталі, за даними УАІБ, зменшилася до 337 компаній, незважаючи на збільшення кількості нових учасників ринку до 8 за квартал [168].

Зареєстрованих ІСІ на кінець вересня поменшало на 5, до 1586 фондів, а кількість ІСІ, що досягли нормативу мінімального розміру активів скоротилася на 26 фондів, до 1207 [168]. Найбільше знову звузилися сектори венчурних та інших закритих ПФ.

Активи ІСІ у 3-му кварталі, проте, зросли саме за рахунок закритих фондів і на 30.09.2014 становили 205 359 млн. грн., у тому числі венчурних – 194 556 млн. грн. [168]. Приріст сукупних активів усіх ІСІ за квартал скоротився більш ніж удвічі – до +5 440 млн. грн. (+2.7%), у при цьому венчурних фондів – до +4 622 млн. грн. (+2.4%).

ВЧА відкритих ІСІ зменшилася на 16.3%, [168] інтервальних – на 5.4%, у той час як сукупні чисті активи індустрії збільшилися на 2.7% (+4 780 млн. грн.), до 180 423 млн. грн., [168], а венчурних фондів – на +2.5% (+4 187 млн. грн.), до 170 797 млн. грн.

Відтік капіталу з відкритих ІСІ у липні-вересні 2014 року уповільнився на чверть – до 9 млн. грн., а у річному вимірі – скоротився до 47.5 млн. грн. [168].

Питома вага чистого відтоку в динаміці ВЧА сектору, відповідно, також різко впала, що відбулося на тлі втрат від зниження вартості портфелів фінансових інструментів в активах. Роль окремих фондів у формуванні сукупного відтоку значно послабилася, а тих, які залучали додатковий капітал більш успішно – зросла – разом до таких фондів надійшло понад 1.8 млн. грн. за квартал.

Інвестори ІСІ у 3-му кварталі в цілому збільшували свої вкладення в ІСІ – переважно у венчурні, де фізичні особи-резиденти розширили свою присутність навіть відносно сильніше, ніж юридичні. Частка коштів, що належать громадянам України, у ВЧА усіх ІСІ у 3-му кварталі зросла із 5.6% до 5.7%. [168]. Проте вітчизняні вкладники скоротили свої інвестиції у відкритих та інтервальних фондах. Іноземних інвесторів, а саме – корпоративних, стало менше у венчурних ІСІ, а їхні сукупні вкладення тут скоротилися.

Загалом, в усій індустрії ІСІ на 30.09.2014 найбільшу вагу за обсягом вкладень мали вітчизняні підприємства (понад 79%), [168]. у відкритих фондах – громадяни України (66%) [168]. Кількісно найбільшими категоріями вкладників у відкритих та інтервальних, а також закритих невенчурних ІСІ залишалися роздрібні інвестори-резиденти (від 89% до 99%), у венчурних – корпоративні (98%).

Структура активів ІСІ у 3-му кварталі змінювалася під впливом зниження фондового ринку, відтоку капіталу з відкритих фондів, підвищення привабливості державних боргових паперів та нарощення «інших» активів (корпоративних прав та позик) венчурними фондами [168].

Одночасно зі зменшенням обсягу активів у цінних паперах у зведених портфелях ІСІ, їхня питома вага в усіх секторах, крім венчурних, зросла. В інтервальних фондах вона була найбільшою – 77% (із них акцій – 69%), у відкритих – 53% (акції – 34%), у закритих та венчурних – 43% та 25% (акції – 34% та 12% відповідно) [167].

У венчурних ІСІ частка цінних паперів зменшилася, а додаткові прямі інвестиції та позики протягом кварталу підсилили збільшення їхньої ваги (із 68% до 71%).

Доходність ІСІ за квартал загалом понизилася, а більшість фондів у кожному секторі, крім фондів облігацій, принесли втрати. Примножити кошти інвесторів вдалося 10-ти відкритим ІСІ, 7-ми інтервальним та 33-м закритим невенчурним фондам [168]. Середні втрати відкритих ІСІ склали -1.5% [168]. при діапазоні результатів окремих фондів від -14.4% до +10.0%, [168]. інтервальні фонди показали середні -2.5% (усі значення – від -19.5% до +7.3%). Закриті ІСІ, що мали великий діапазон результатів (від -43.2% до 145.9%), забезпечили середню доходність +0.8%.

Серед класів диверсифікованих ІСІ з публічною емісією, як і серед усіх ІСІ, лідирували фонди облігацій (+4.6%), до яких у 3-му кварталі належали 4 відкритих ІСІ. [170]. Фонди акцій стали аутсайдерами (-6.8%), однак значно перевершили результат індексу УБ. Фонди змішаних інвестицій показали -2.2% за квартал, «інші» фонди – -2.3% [168].

За 9 місяців 2014 року середня доходність була позитивною в усіх секторах ІСІ [168]. Достатньо високі +11.4% та +14.2% принесли, відповідно, відкриті та закриті фонди, у той час як фонди акцій показали +9.6%, фонди змішаних інвестицій – +5.6%, а окремі фонди облігацій – до 44.2%. [168].

Протягом 2014 року НБУ шляхом викупу державних облігацій, перерахування прибутку та витрачання валюти з резервів профінансував витрати держбюджету і платежі НАК «Нафтогаз України» на 175 млрд. грн., що, за даними НБУ, було вимушеним і безальтернативним кроком, оскільки отримані кредити від міжнародних організацій були направлені на погашення попередніх боргів, при цьому МВФ не може фінансувати військові витрати України, а ринки капіталу для нашої країни повністю закриті [346].

На думку ряду експертів, монетизація держборгу чинить тиск на національну валюту, яка протягом 2014 року подешевшала щодо долара майже в 2 рази, оновивши історичний мінімум за офіційним курсом на рівні 15,85 грн./дол., і для стабілізації гривні необхідно істотно урізати витрати держбюджету [342].

Як повідомляв УНІАН, Мінфін не зміг розмістити ОВДП на першому в 2015 році плановому аукціоні 6 січня [342]. До кінця місяця Мінфін мав намір провести ще 2 аукціони - 20 і 27 січня, але ситуація знову повторилась розміщення облігацій внутрішньої державної позики не відбулося. [342].

За оперативними даними Держказначейства на 12 січня 2015 року, з початку року до держбюджету не надходили держзапозичення, витрати з обслуговування держборгу становили 1,202 млрд. грн., на погашення держборгу було витрачено - 2,679 млрд. грн. [171].

Станом на 12 січня 2015 р. обсяг ОВДП, що перебувають в обігу, за сумою основного боргу склав 454,869 млрд. грн., при цьому у власності НБУ знаходяться держпапери на суму 318,122 млрд. грн., або 70% загального обсягу ОВДП в обігу. У власності банків знаходяться ОВДП на 91,882 млрд. грн., нерезидентів - на 21,114 млрд. грн.

Держбюджет України на 2015 рік передбачає граничний обсяг дефіциту на рівні 63,670 млрд. грн., або 3,7% ВВП, [167]. очікуваний річний показник держборгу - 1,176 трлн грн., або 68% ВВП. [342].

Заощадження є основним джерелом інвестицій, від яких залежить не тільки стан фондового ринку, а й економічний розвиток країни. Суб'єктами заощадження є домогосподарства, підприємства, держава та іноземці. Показник заощаджень залежить від рівня доходів, які отримує населення, і схильності населення та суспільства до заощадження, що визначає обсяг заощаджень, який воно дозволяє собі накопичити при певному рівні доходів.

Зв'язок між інвесторами і позичальниками здійснюється за допомогою фондових бірж, які забезпечують можливість трансформації заощаджень в інвестиції. П. Самуельсон, дослідивши залежність між схильністю до споживання і заощадженням та величиною чистого доходу, дійшов висновку, що збільшення частки заощаджень залежить від «швидкості» зростання чистого доходу [205]. Оскільки у країнах із перехідною економікою, і особливо в Україні, доходи населення витрачаються переважно на споживання (до 90%), то вони не можуть бути джерелом інвестицій. Серед українців лише 40% мають

банківські рахунки і лише 5% використовують їх для накопичення [169]. Це пов'язано з низьким рівнем заробітної плати – у середньому в Україні 2,5 тис. грн., у Києві – близько 4,5 тис. грн. [167]. До збіднення населення насамперед призвели військові події на Сході України.

До того ж, більшість населення не має належного економічного мислення, яке б визначало його господарську поведінку. Отже, вкрай важливим є освіта населення, в результаті чого у нього сформується економічна культура та розуміння логіки розвитку сучасного фондового ринку.

У той же час приріст інвестицій, що розміщуються на фондовому ринку, збільшує поточне споживання домогосподарств. Приватне споживання є найбільшим компонентом у структурі національного доходу, волатильність прибутковості на ринку цінних паперів корелює з коливаннями темпів зростання ВВП. Але стимули до інвестування виникнуть тільки за умов фінансової стабільності та збільшення реальних доходів, чого, на жаль, не спостерігається в економіці України. Приріст доходів населення України може стати результатом державної політики, що має бути направлена на зменшення монополізації економіки, її структурні зрушення на користь високоприбуткових виробництв, зростання продуктивності праці, збільшення кількості робочих місць та підвищення офіційної зайнятості, а не на зловживання державною владою заради захоплення монополістичних надприбутків, корупційне збагачення та привласнення об'єктів державної власності.

Попит на цінні папери залежить також від процентної ставки, ціни на інші альтернативні фінансові активи (золото, нерухомість тощо). Рівень процентної ставки є не тільки критерієм вибору альтернативних напрямів здійснення інвестиційних операцій, а й значною мірою визначає обсяг цих операцій або ділової активності окремих суб'єктів господарювання. Структура попиту на фондові інструменти залежить від виду цінних паперів.

Структура пропозиції цінних паперів залежить від структури власності у країні, мікроекономічних факторів та інституційно закріплених видів цінних паперів. Випускати можна тільки цінні папери, які законодавчо визнані у країні.

У той же час інституційне середовище може стати на заваді випуску певних видів цінних паперів. Наприклад, в Україні Закон України «Про іпотечні облігації», який набрав чинності ще 2006 р., визначає, що можна випускати структуровані іпотечні облігації. [168]. Проте до сьогодні структурованих іпотечних облігацій не випускають, оскільки не створено установи, яка буде їх емітувати. Створення такого інституту було запозичене з-за кордону, не враховувало потреб та можливостей суб'єктів господарювання, отже, порушило логіку виникнення інституту, унаслідок чого цей інститут не розвивається.

Державні облігації завдяки високій ліквідності, низькому рівню ризиків, широкому спектру доступного застосування є дуже привабливим інструментом для інвесторів (як резидентів, так і нерезидентів) на ринках багатьох країн світу. Сьогодні це мало не єдині цінні папери, що мають фундаментальну вартість, і саме на них базується фондовий ринок України, а відтак, і перспективи його розвитку.

В Україні облігації внутрішньої державної позики залишаються переважно засобом фінансування бюджету за рахунок підтримки їх розміщень Національним банком, що практикувалося багато років. Хоча останнім часом Міністерство фінансів практично припинило їх випуски і не планує активно працювати на цьому ринку. Востаннє Міністерство фінансів розміщувало облігації внутрішньої державної позики (ОВДП) наприкінці лютого 2015 року, а після кількох безуспішних спроб у березні та на початку квітня взагалі припинило проведення розміщень облігацій на первинних аукціонах [342]. Наприкінці червня було здійснено спробу розмістити валютні ОВДП, яка вийшла досить вдалою за обсягом, але була недоступна широкому загалу учасників ринку. Через валютні обмеження придбати облігації змогли лише первинні дилери, а продати їх на вторинному ринку та компенсувати витрачену валюту буде досить складно (адже купити їх можна лише за валюту, а от вторинний ринок можливий лише при розрахунках у гривні).

Фактично цей аукціон був першим кроком у виконанні умови програми МВФ щодо рефінансування внутрішніх виплат у валюті. З моменту прийняття

діючої програми було досить багато валютних виплат, однак лише одна спроба їх рефінансування. Протягом липня заплановано провести лише два розміщення ОВДП, на одному з яких ринку буде запропоновано дворічні гривневі облигації, а на іншому — річні валютні ОВДП. На першому з них можна очікувати незначного попиту або заявок державних банків, оскільки строк обігу не дуже привабливий для ринку, а дохідність навряд чи відповідатиме очікуванням потенційних інвесторів. А ситуація з розміщенням валютних ОВДП може стати повторенням їх розміщення наприкінці червня — фактично з обмеженим доступом через складну ситуацію на валютному ринку.

Так, звітність про виконання бюджету та залишки коштів на єдиному казначейському рахунку (ЄКР) говорять про те, що потреби у залученні фінансування немає і що уряд може цілком виконати свої боргові зобов'язання без їх рефінансування. Тим паче, що ситуація на грошово-кредитному ринку не дасть змоги Мінфіну залучати кошти на тривалі терміни і під низькі ставки, адже НБУ останнім часом лише вибірково викупує облигації, що розміщувалися напряму без аукціонів відповідно до закону про бюджет і постанов КМУ. При цьому Мінфін уже більш як три місяці використовує доходи бюджету та зовнішні запозичення для виплат за державним боргом. Так, уже сплачено більшу частину платежів з погашення внутрішнього боргу, що припадає на 2015 р., з яких рефінансовано лише незначну частину, а також значні обсяги платежів з обслуговування внутрішнього боргу [345]. І показники виконання бюджету та стану ЄКР дають можливість Мінфіну і надалі здійснювати такі платежі без рефінансування, повністю ігноруючи ринок ОВДП і проводячи лише випуски "спеціальних" облигацій, які в подальшому монетизуються Національним банком. Як результат, — постійне зростання портфеля Нацбанку з незначними коригуваннями структури власників на користь банків чи нерезидентів після чергових коливань офіційного курсу гривні до долара США. Так, наприкінці червня майже 73% [169]. ОВДП перебували у портфелі НБУ і тільки 16,9% (82 млрд грн) — у портфелі банківських установ [169]. Лише 25 млрд грн облигацій було у портфелях

небанківських установ і майже 23 млрд грн (менш як 5%) — у портфелі нерезидентів. При цьому, за оцінками експертів, понад 70 млрд грн ОВДП перебувають у портфелях державних банків і банків, де держава володіє переважною часткою, та лише 10 млрд грн облігацій у комерційних банках. [169]. Портфель нерезидентів — в основному це валютні ОВДП, заблоковані на рахунках у банках за клопотаннями правоохоронних органів, а портфель резидентів — небанківських установ здебільшого сформовано облігаціями, випущеними для НАК "Нафтогаз України" чи Фонду гарантування вкладів фізичних осіб. Таким чином, з усього обсягу ОВДП в обігу лише близько 20 млрд грн облігацій можуть бути у вільному обігу, але фактично вони у переважній більшості перебувають у заставі в НБУ за різноманітними кредитами рефінансування чи в заставі за операціями РЕПО [169]. Тож реально в обігу перебуває близько 100 млн дол. валютних ОВДП і незначні обсяги облігацій, номінованих у національній валюті. [169]. Нині Національна комісія з регулювання ринків фінансових послуг розробляє та погоджує нову редакцію положення щодо критеріїв до якості та диверсифікованості активів страхових компаній. Згідно з проектом документа, держоблігації належать до низькоризикових активів, які мають становити не менш як 15–25% від страхових резервів [169]. Тобто така норма збільшить попит на держоблігації як один з основних низькоризикових активів, але пропозиція дуже обмежена і не завжди відповідає потребам інвесторів.

Крім страхових компаній, ОВДП мають бути і основним інструментом для інвестування коштів недержавних пенсійних фондів тощо. Причин такої ситуації, коли фінансові установи, такі, як страхові компанії, недержавні пенсійні фонди, компанії з управління активами та комерційні банки, фактично позбавлені одного з найліквідніших, згідно із світовою практикою, інструментів, можна знайти дуже багато. Тут може бути і відсутність попиту в умовах низької ліквідності банківської системи, і висока вартість фінансових ресурсів, що неприйнятно для Мінфіну, і низька активність інституційних інвесторів та високі ризики девальвації національної валюти тощо. Однак

пошук цих причин і визначення ролі кожної з них у формуванні поточної ситуації на ринку ОВДП не допоможе розв'язанню гордієвого вузла і не сприятиме активізації цього ринку. На сьогодні потрібно практично з нуля розпочинати побудову ринку ОВДП, забувши про те, що з майже 480 млрд грн облігацій понад 95% перебуває поза ринком [169]. І в цьому питанні ринок і державні установи повинні працювати спільно, впроваджуючи найкращі зразки світового досвіду на вітчизняних фінансових ринках.

Таким чином, аналіз інфраструктури фондового ринку України показав, що її утворюють інститути, роль яких полягає у виконанні таких завдань:

- а) забезпечення стабільного функціонування фондового ринку;
- б) створення усіх необхідних умов для обігу цінних паперів на біржовому та позабіржовому ринках;
- в) сприяння укладанню угод щодо фінансових інструментів між учасниками ринку.

Необхідними інфраструктурними складовими фондового ринку є реєстраційні та торгові мережі, депозитарні та розрахунково-клірингові системи, а також системи його інформаційного та правового забезпечення.

Як показало дослідження, низький рівень перерозподілу інвестиційних ресурсів через фондові інструменти пояснюється наступними причинами:

- постійна зміна законодавчо встановлених правил оподаткування та режиму інвестування в Україні;
- надзвичайно високий адміністративний тиск;
- упереджені та необґрунтовані судові рішення;
- недостатній розвиток інституціональних інвесторів: недержавні пенсійні фонди, ринок страхування, інститути спільного інвестування.

Розвиток українського фондового ринку має свої особливості, що пов'язані з процесом реформування форм власності в суспільстві. Процес приватизації державного майна змінив акценти у розвитку фондового ринку, але непослідовність державної політики у сфері приватизації не тільки ускладнювала цей процес, а й гальмувала розвиток фондового ринку. За даними

ФДМУ, з початку процесу приватизації на 1 січня 2014 року реформовано 129926 об'єктів [171]. Процес приватизації, як головний у створенні фондового ринку, повністю не виконав своїх функцій, головною з яких є надходження інвестицій на підприємства. Негативну роль відіграли сертифікатний етап приватизації, оскільки обмін сертифікатів на акції підприємств не супроводжувався відповідним рухом капіталу, відволікання державою інвестиційного капіталу від виробничої сфери на свої боргові зобов'язання, пріоритетний розвиток сировинних галузей промисловості. У зв'язку з цим ситуація, що склалася, вимагає внести нові акценти у стратегію реформування власності, маючи за мету стимулювання створення впливового сектору приватизованого капіталу.

Унаслідок процесу реформування форм власності головним інструментом українського фондового ринку стали акції відкритих акціонерних товариств. У 2013 р. в Україні існувало 24493 акціонерних товариств (з них відкритих 3367 відкритих та 3576 публічних), завдяки діяльності яких постійно збільшується емісія акцій [352]. В останні роки тривав досить динамічний приріст емісій акцій, який був перерваний в 2012 р. [168]. Враховуючи, що останніми роками більшу частку емісії (понад 60%) забезпечували банківські установи, то згортання участі іноземних банківських інституцій у капіталі банків України стало основним фактором зменшення обсягів емісії в 2012 р. Узагалі, серед зареєстрованих НКЦПФР випусків акцій найбільші обсяги випусків акцій належать емітентам, які ведуть фінансову діяльність (65,77%), що не може не спотворювати структури економіки, збільшуючи спекулятивну складову.

Головною особливістю українського ринку акцій є обслуговування процесу приватизації, тоді як у промислово розвинених країнах його найважливішою функцією вважається залучення додаткових коштів для розвитку підприємств. Причини цього полягають у незавершеності процесу перерозподілу власності. Первинні накопичення пакетів акцій та подальші операції з ними відбувалися переважно з метою отримання власником-мажоритарієм контролю над підприємством. Міноритарні ж пакети цінних

паперів, які цікавлять інвесторів на розвинених ринках, на українському фондовому ринку не гарантують отримання прибутку своїм власникам, що істотно ускладнює їх використання як інструменту залучення додаткових фінансових ресурсів.

Аналітичний огляд діяльності ринку управління активами за 4 квартал та 2014 рік показав, що індустрія управління активами в Україні у 2014 році, незважаючи на усі виклики та випробування, загалом зберегла висхідний тренд [193]. При цьому кількісно, у контексті учасників ринку, вона почала звужуватися, але обсяг активів стало зростав, сприяючи укрупненню бізнесу. У той же час, чутливими до негативних змін на фондовому ринку та у країні в цілому були сектори публічних фондів, зокрема, ІСІ відкритого типу, а також – за інвестиційною стратегією та структурою активів відповідно – фонди акцій.

Відтік капіталу із відкритих фондів тривав протягом 3.5 років, кілька таких ІСІ залишили ринок, а нових у 2014 році створено не було [168]. Натомість, на протипагу скороченню загальної кількості венчурних ІСІ, нарощення сектором активів цього року тривало і фактично було рівним за обсягом показникові 2013 року. Збільшили свою присутність в ІСІ усі категорії інвесторів, за винятком іноземних громадян.

Кількість компаній з управління активами у 2014 році продовжувалася скорочуватися і на кінець року склала 336.

Кількість інститутів спільного інвестування – як визнаних, що досягли нормативу мінімальних активів, так і зареєстрованих фондів (наявних у ЄДРІСІ) – вперше зменшилася. Причому скорочення цього разу торкнулося і венчурних фондів, хоча відносно найбільше звужився сектор відкритих ІСІ, який скорочується третій рік. Кількість діючих інтервальних та закритих фондів зменшувалася четвертий рік поспіль.

Сукупні чисті активи усіх ІСІ у 2014 році практично зберегли темпи зростання – як за рахунок венчурних, так і інших закритих фондів [168]. Упродовж року сукупний чистий відтік капіталу з відкритих ІСІ фіксувався щомісяця, крім травня та грудня, і хоча щоквартальні показники залишалися

від'ємними, але за результатами року відтік продовжував скорочуватися. [168]. Його вага у зниженні ВЧА сектору, проте, навіть дещо зросла. Найбільших втрат від виходу інвесторів протягом року зазнавали як збалансовані фонди та фонди акцій, так і фонди облігацій. При цьому й агресивні, й консервативні фонди були серед лідерів за річною доходністю.

Доходність ІСІ у 2014 році загалом підвищилася: серед відкритих ІСІ середній показник зріс більш ніж утричі у порівнянні з минулим роком, для закритих – більш ніж у півтора рази. [168]. Дві третини відкритих ІСІ забезпечили зростання вартості вкладень інвесторів – після третини у 2013 році. [168]. Серед закритих та інтервальних ІСІ співвідношення практично збереглося: близько половини та понад 40% фондів, відповідно, показали приріст [168]. Майже половина відкритих ІСІ мали доходність у 2014 році принаймні на рівні індексу УБ [168]. Низка публічних (невенчурних) фондів також могла конкурувати за доходністю із банківськими депозитами у гривні.

Управління активами недержавних пенсійних фондів у 2014 році, переважно, демонструвало позитивні результати, знову змінивши тенденції минулого року. Кількісно, як і ринок ІСІ, ця галузь продовжувала скорочуватися, проте активи в управлінні повернулися до висхідного тренду. Найбільшим сегментом, як за кількістю фондів (80%), так і за активами в управлінні КУА (71%), залишалися відкриті НПФ.

Страхових компаній з активами в управлінні у 2014 році побільшало, а їхні сукупні активи на обслуговуванні КУА зросли більш ніж у півтора рази. Серед найактуальніших та найгостріших проблем індустрії – складність дотримання нормативів та вимог законодавства щодо складу і структури активів, практично неможливе в умовах зупинки обігу цінних паперів емітентів, розташованих на окупованих територіях (в АРК та у зоні АТО). Також, зі зростанням числа проблемних банків, в умовах існуючої несприятливої для фондів черговості задоволення вимог кредиторів та неможливістю отримання відшкодувань від Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, інституційні

інвестори змушені нести втрати або констатувати зростання частки проблемних активів.

Крім того, усе більш актуальним стає перехід кількості в якість: зростання фінансового та регуляторного навантаження, об'єктивне посилення вимог до кваліфікації та професіоналізму спеціалістів компаній з управління активами сприятиме концентрації ринку та укрупненню бізнесу з управління активами. До цього підштовхує як підвищення ризиків діяльності на фінансових ринках, так і щоразу більше скорочення переліку якісних активів та інструментів для інвестування коштів інституційних інвесторів, особливо – пенсійних фондів.

Ключовими напрямками, які мають значні перспективи для розвитку індустрії спільного інвестування та управління активами, а також фондового ринку в цілому, можуть стати запровадження нових фінансових інструментів, зокрема інфраструктурних облігацій, довгострокових державних облігацій, індексованих на інфляцію, а також похідних – для хеджування ризиків. Надзвичайно важливими є також стимулювання подальшого розвитку 3-го рівня пенсійної системи (НПФ) [168]. та сприяння запровадженню 2-го, накопичувального, рівня (Накопичувальний фонд, професійні пенсійні схеми), а також активізація використання ІСІ в обслуговуванні програм приватно-державного партнерства [167].

Розвиток фінансового сектору у найближчі роки буде відбуватися в умовах адаптації законодавства України до вимог директив ЄС та імплементації Угоди про Асоціацію у частині ринків фінансових послуг. КУА повинні будуть підвищувати стандарти діяльності, зокрема щодо управління ризиками та розкриття інформації про ІСІ.

Важливим аспектом залишається також підвищення фінансової грамотності населення, що потребує спільних зусиль державних органів та учасників ринку.

При цьому, масштабне залучення коштів роздрібних інвесторів-громадян України на фондовий ринок, перетворення заощаджень населення у довгостроковий інвестиційний ресурс буде можливим тільки після здійснення

реальних реформ в економіці України, забезпечення надійного захисту інвестицій та відновлення довіри до фінансових інституцій.

Отже, дослідження стану і проблем фондового ринку України та його інфраструктури показало, що головними проблемами розвитку вітчизняного фондового ринку є: недостатня конкурентоспроможність фондового ринку; нерозвинене корпоративне управління ринком; недосконалість законодавства України.

2.2. Особливості функціонування фондового ринку України в контексті тенденцій на фондових ринках світу

Світова практика свідчить, що в розвинутих країнах фондовий ринок пройшов значний еволюційний шлях – від хаотичності й роздробленості до цілісності, централізації та досить жорсткого державного регулювання.

Кілька десятиріч розвитку світового фондового ринку демонструють як стійкість та незмінність багатьох його інститутів, що стали класичними, так і постійний рух вперед, відповідно до нових інституційних змін.

У 2014 році фондові ринки світу були підвладні різноманітним факторам впливу, при цьому окремі з них зазнавали значних потрясінь: одні – позитивних, інші – негативних. Лідери та аутсайтери у 2014 році знову змінилися: у той час як китайський ринок зріс удвічі, російський – втратив майже половину вартості (за індексом РТС, що у доларах США) (рис. 2.2.). [169].

Американський ринок активно зростав в умовах продовження поступового поліпшення соціально-економічних індикаторів, зокрема на ринку праці, що стимулювалися урядом та ФРС Сполучених Штатів. Протягом року ключові індекси акцій у США постійно оновлювали рекорди. Лише у 4-му кварталі відбувся тимчасовий провал, пов'язаний із завершенням згортання програми ФРС із «кількісного пом'якшення» (QE), що також тривожив інвесторів на ринках Європи та Китаю.

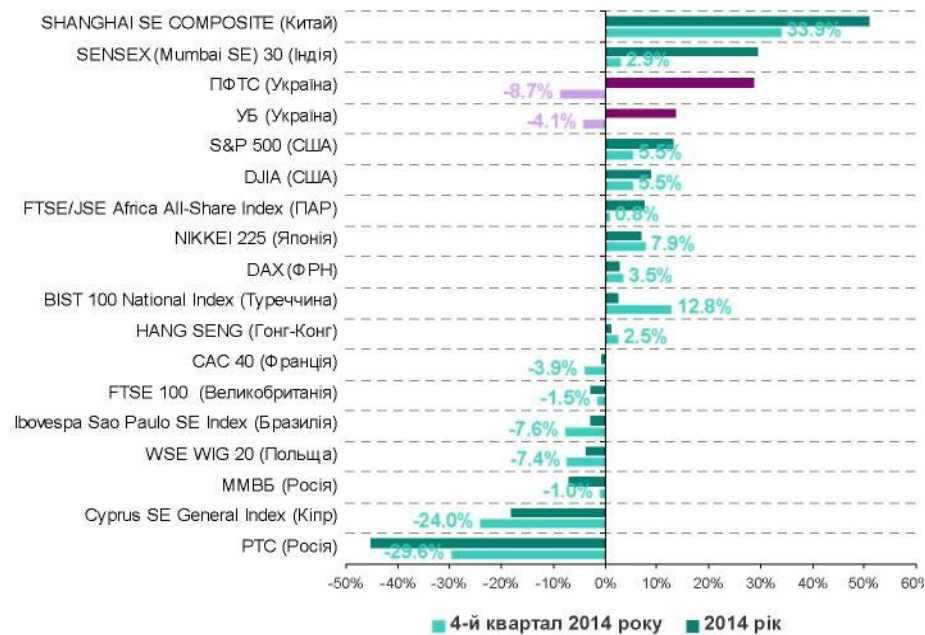


Рис. 2.2. Динаміка фондових індексів національних ринків у 4 кв. 2014 р. та у 2014 році* [168].

*За даними бірж та агентства Bloomberg. Ренкінг за річним показником, значення наведені для 4-го кварталу

Сповільнення росту китайської економіки було не таким значним, як прогнозувалося, до того ж, у вересні 2014 року відбулося найбільше в історії IPO китайської компанії Alibaba (роздрібна онлайн-торгівля), тож китайські акції стрімко зростали наприкінці року (+33.9% у 4-му кварталі, +50.9% за рік). [349].

Європейські ринки протягом року були «пригнічені» загрозою рецесії у єврозоні, в умовах падіння індексів інфляції і загрози дефляції, за аналогією з Японією, де уряд та центральний банк вже активно проводили своє QE, за прикладом США. Основним двигуном у регіоні залишалася Німеччина (+3.5% за 4-й квартал, +2.7% за рік), економіка якої краще переживала складний у суспільно-політичному сенсі рік, підтримуючи помірковане зростання як у євроблоці, так і у ЄС загалом. Інші ключові ринки ЄС у 4-му кварталі і у 2014-му році в цілому показали зниження: відповідно, -3.9% та -0.7% у Франції та -1.5% та -2.7% у Великобританії [347].

На польському ринку тривав спад: після -7% у 2013 році, у 2014-му він втратив ще 3.5%, причому вирішальним був 4-й квартал, коли польські акції впали на 7.4% [169].

Російські індекси були серед аутсайдерів року: на тлі сильного і затяжного падіння цін на енергоносії та масштабного відтоку капіталу з країни, в умовах розгортання Росією військово-політичної агресії в Україні, доларовий індекс РТС втратив за рік 45.2%, причому 29.6% - у 4-му кварталі, а рублевий індекс ММВБ – відповідно, 7.2% та 1.0% [169].

Разом з тим, наявність фондового ринку в Україні сприяє інтеграції вітчизняного фінансового ринку у світовий, що позитивно впливає на економіку, але, в той же час, збільшує її залежність від невизначеності світового фінансового ринку. Більша інтеграція країн у світові фінансові ринки означає, що вони наражаються на більший ризик передачі впливу потрясінь з-за кордону (так званий «ефект доміно»). Вплив глобальної фінансової нестабільності на країни залежить від відкритості економіки, а відповідно – від імовірності, що фінансова нестабільність зумовить значні зовнішні шоки для економіки. Розвинені країни створили механізми протидії цим негативним впливам, а от більшість країн, що розвиваються, не маючи внутрішніх захисних механізмів, стають їхніми жертвами. На жаль, однією з таких країн є Україна, що й засвідчила остання фінансово-економічна криза.

Загальний рівень макрофінансової допомоги, виділеної Брюсселем Києву з травня 2014-го, становить 3,41 млрд євро — це найбільший її обсяг для третіх країн за такий короткий період [168].

Подальший євроінтеграційний процес передбачає серйозні виклики, пов'язані з проведенням глибоких соціально-економічних реформ та радикальних інституційних перетворень в Україні. Тим більше, що трохи раніше — під час квітневого саміту Україна—ЄС у Києві — сторони виключили можливість перегляду та подальше відтермінування введення з 1 січня 2016 року Поглибленої і всеохоплюючої зони вільної торгівлі (ПВЗВТ) між ЄС та Україною. Передбачена Угодою про асоціацію (УА) ПВЗВТ створить правові, економічні й організаційні засади для вільного переміщення товарів, послуг, капіталів і частково — робочої сили між Україною та ЄС. У перспективі надзвичайно місткий і диверсифікований ринок Євросоюзу, усунення бар'єрів

для зовнішньої торгівлі, гармонізація регуляторних режимів і вдосконалення ринкових інститутів можуть стати потужними драйверами зростання української економіки. Досить згадати, що сумарний ВВП 28 країн-членів ЄС становить близько 13 трлн євро, тоді як сумарний ВВП 10 країн СНД — 2 трлн євро. [169]. Водночас у коротко- і середньостроковому періодах імплементація УА/ПВЗВТ між Україною та ЄС породжує певні економічні втрати та потребує значних інвестицій. Йдеться про вихід з ринку економічних суб'єктів унаслідок посилення конкуренції з виробниками/постачальниками з ЄС та наступний перерозподіл чинників виробництва; підвищення рівня безробіття і необхідність перенавчання і працевлаштування робочої сили, що вивільнятиметься у процесі реструктуризації економіки; впровадження і дотримання стандартів ЄС (технічних стандартів, фітосанітарних норм, екологічних стандартів, стандартів соціальної безпеки), які потребують чималих зусиль та інвестицій з боку виробників товарів і послуг; реформування за зразком ЄС правової і адміністративної системи: створення нових регуляторних органів, прийняття нового законодавства, запровадження нових правил і процедур. Після 1998 року ЄС було укладено 13 угод про асоціацію з 18 країнами (з Балканськими країнами — угоди про стабілізацію і асоціацію), включаючи Туніс, Марокко, Ізраїль, Йорданію, Єгипет, Алжир, Македонію, Албанію, Чорногорію, 6 країн Центральної Америки, Молдову, Грузію та Україну [169]. З 2004 року співробітництво ЄС з Україною реалізується у рамках Європейської політики сусідства, сфера дії якої спочатку поширювалася на Україну, Білорусь, Молдову, країни Магрибу (Туніс, Алжир, Марокко, Лівія, Мавританія, Західна Сахара) і Машрику (країни Арабського Сходу та Ізраїль). Після "революції троянд" у Грузії до Європейської політики сусідства було включено закавказькі країни. В основу Європейського інструменту сусідства покладено політичний підхід, який передбачає, що політика сусідства реалізується на основі політичних документів, укладених між ЄС та країною-партнером: угод про партнерство та співробітництво, УА і ПВЗВТ. Фінансові ресурси для реалізації Європейської політики сусідства виділяються через Європейський інструмент

сусідства. Він передбачає фінансування окремих заходів (проектів) відповідно до Угоди про асоціацію, але не є джерелом фінансування її імплементації. Реципієнтами коштів Європейського інструменту сусідства є як підписанти УА (Україна, Грузія, Молдова), так і інші країни Східного партнерства — Білорусь, Азербайджан, Вірменія. Бюджет Європейського інструменту сусідства на 2014—2020 рр. становить 15,5 млрд євро, з яких близько 5 млрд надійде до шести країн Східного партнерства [169]. У бюджеті ЄС за напрямом Європейської політики сусідства у період 2014—2020 рр. на підтримку України закладено 1,6 млрд євро сукупної допомоги на розвиток у формі грантів. Передбачено також надання позики обсягом 3,4 млрд євро — макрофінансової допомоги (МФД) II і III. Останній транш МФД II загальним обсягом 1,6 млрд євро було надано в березні 2015 року. З травня 2015 р. діє програма МФД III обсягом фінансування 1,8 млрд євро. Кошти на надання Україні МФД Єврокомісія запозичує на ринку капіталів і перекредитує їх уряду України. У разі неплатоспроможності Києва відповідні витрати покриватимуть з Гарантійного фонду ЄС. Форма надання МФД — поворотна чи безповоротна — залежить від показників економічного розвитку країни та її спроможності виплачувати борги. Програми МФД для України мають кредитну форму, оскільки експерти Єврокомісії зробили висновок про позитивні економічні перспективи нашої країни і скористалися результатами аналізу боргової стійкості, який провели експерти МВФ під час започаткування програми розширеного фінансування (EFF) у березні 2015 року [169]. Крім того, європейські фінансові інститути — Європейський інвестиційний банк (ЄІБ) і Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР), — які фінансують комерційні самоокупні проекти у підприємницькому секторі, мають надати позик у сумі до 8 млрд євро протягом 2014—2020 років [169]. ЄІБ і ЄБРР кредитують проекти розвитку транспортної й енергетичної інфраструктури, охорони довкілля (зміни клімату, управління водними ресурсами і відходами), розвитку приватного сектора, малих і середніх підприємств. Загальна сума підтримки Уряду України Європейським Союзом упродовж 7 років становитиме

близько 5 млрд євро без урахування позик ЄІБ та ЄБРР та близько 13 млрд. євро з урахуванням позик цих банків [169]. І все ж таки обсяги фінансування, які надає ЄС країнам-партнерам у рамках Європейської політики сусідства, є непорівнянними з обсягами фінансування, які отримують у кризовій ситуації країни-члени ЄС. Так, в ЄС застосовуються тимчасові фінансові механізми для врегулювання криз із кредитним потенціалом 557 млрд євро і постійні механізми з кредитним потенціалом 550 млрд євро [169].

Бачення посадових осіб і експертів з країн ЄС подальшого курсу для України можна узагальнити кількома тезами (чітко простежується в таких документах: European Parliament "When choosing means losing: The Eastern partners, the EU and the Eurasian Economic Union" — March 2015; The Vienna Institute for International Economic Studies "How to Stabilise the Economy of Ukraine" (Background Study, 15 April 2015): — Україна потребує двовекторної інтеграції, оскільки українська економіка залежить як від ринку ЄС, так і від ринку СНД. Щорічні втрати України від поточного погіршення економічних відносин з Росією австрійські експерти оцінюють на рівні 33 млрд дол.; — одночасне членство України в ПВЗВТ з ЄС та в ЗВТ з СНД є бажаним і можливим [169].

Макроекономічна стабілізація — нагальне завдання економічної політики в Україні, без вирішення якого неможливе проведення ефективних економічних реформ. Тому, на нашу думку, євроінтеграційний курс для України є безальтернативним, Економічна інтеграція як процес розвитку стійких взаємозв'язків і поглиблення поділу праці, форма зближення і посилення взаємодії національних економік може надати поштовх для розвитку продуктивних сил та модифікації виробничих відносин. Однак інтеграція не в змозі замінити здорову економічну політику, націлену на розвиток внутрішнього ринку та накопичення внутрішніх заощаджень, підвищення національної конкурентоспроможності та активізацію інвестиційно-інноваційної діяльності, залучення довгострокових іноземних інвестицій та формування сильних і ефективних національних компаній.

У той же час у всіх програмах допомоги Україні, фатично немає фінансування програм відродження та зміцнення фондового ринку, та підвищення його ролі у стабілізації економічної ситуації в країні. Дослідження показує, що у цій сфері достатньо вагомий потенціал який потрібно враховувати.[347]

Після більш ніж двадцяти років свого розвитку український фондовий ринок досі ще офіційно не включений у жоден із чотирьох класів світових фондових ринків – розвинені, ті, що розвиваються, ті, що розвиваються другого рівня та прикордонні (хоча розглядається можливість включення України у список очікування FTSE – провідної індексної компанії, яка створена Financial Times та London Stock Exchange, що дає надію на входження України у групу прикордонних ринків). З одного боку, він характеризується високими темпами зростання (за окремими характеристиками, він є лідером серед ринків, що розвиваються, наприклад, за дохідністю), а з другого – наявністю великого кола проблем, що мають комплексний характер та перешкоджають більш ефективному розвитку (ліквідність, прозорість ринку, кількість лістингових компаній, дивідендна політика тощо).

На розвиток інститутів фондового ринку впливає також формування нової структуризації системи міжнародних зв'язків – замість монополярності економіки (поступова втрата США статусу наддержави) виникають горизонтальні взаємозв'язки, в яких відсутній єдиний орган управління, і існує множинність центрів управління (США, Євросоюз, Китай, Росія, Індія та ін.). Усе більше дослідників, політичних діячів доходять висновку про неминучість розпаду однополярного світу [137; 231; 270].

За прогнозом Світового банку, економічний центр світу переміщується в Азію – до 2050 р. Індія й Китай будуть виробляти близько 50% світового ВВП. Вже 20-ті роки XXI ст. будуть відзначені наростанням могутності Китаю, причому не тільки демографічної та економічної [105, с. 11]. Основними полюсами багатополюсного світу будуть США, країни БРІКС (англ. BRICS) (Бразилія, Росія, Індія та Південно-Африканська Республіка) і Китай, як

індивідуальний центр глобальної економіки. Згідно з прогнозами Goldman Sachs китайська економіка перевищить американську вже до 2027-го, а економіка країн БРІКС пережене економіку Великої сімки вже до початку 30-х років XXI ст. (рис. 2.3.)

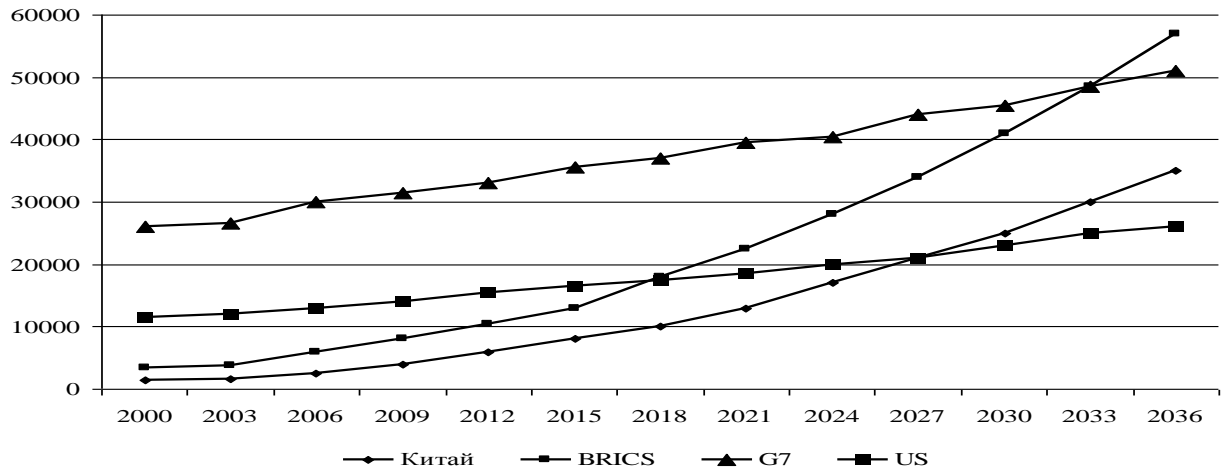


Рис. 2.3. Тенденції розвитку світової економіки, ВВП в цінах 2007 р., млрд. дол. США. [169].

Не можна не відзначити того факту, що Китай активно проводить політику на створення наддержави – у розвиток економіки вкладається до 45% ВВП, величезні кошти спрямовано в науку – у 2006 р. на дослідження та наукові розробки витрачено 60 млрд. дол., а в 2025-му – планується витратити на неї понад 100 млрд. дол. [23, с.14].

Разом з тим, Китайська фондова біржа 7 червня 2015 року обвалилася: втрати склали близько трьох трильйонів доларів; 173 компанії зупинили торги на Шанхайській і Шеньчженьській біржах. За період з 12 червня Шанхай і Шеньчжень разом обвалилися на третину, це найбільш масштабне скорочення в Китаї з 1992 року. У 2014 році в МВФ визнали, що Китай обігнав США і став першою економікою в світі. Свій економічний успіх Пекін намагався використати для посилення політичної ваги в світі.[348]

Якщо розглянути причини обвалу фондових ринків у Китаї, то стає зрозуміло, що у виникненні критичної ситуації немає нічого дивного, адже 8% від колосальних втрат припадають на окремих роздрібних інвесторів, які провели купівлю цінних паперів на фондовому ринку вперше цього року. Не рідко для операцій вони позичали гроші. Таким чином виникла "економічна бульбашка",

яка, луснувши, нашкодила фундаменту китайської економіки. Хоча китайські банки не постраждали, а індекси головних ринків були на 80% вищі, ніж за аналогічний період минулого року. Та замість того, щоб дозволити ринкам вільно проводити операції, Китайський центральний банк різко зменшив відсоткові ставки і обмежив короткострокові продажі. Влада КНР використала державні фінансові установи, щоб призупинити нові розміщення, а також витратила понад 23 мільярдів доларів на зміцнення ключових активів. Це було безпрецедентне втручання, яке ліквідувало наслідки обвалу за тиждень.

Керівництво Китаю зупинило обвал фондового ринку. Вже 9 липня, фондові індекси Азіатсько - Тихоокеанського регіону (АТР) почали рости після рекордного за 20 років падіння завдяки заходам влади Китаю з відновлення довіри до ринку акцій, повідомляє агентство Bloomberg. Зокрема, китайський індекс Shanghai Composite піднявся на 5,7%, ліквідувавши ранкове падіння на 3,8% і відновившись з рівня, мінімального з 17 березня. Індекс Shenzhen Composite підскочив на 3,7%, гонконгський Hang Seng - на 4,5%. При цьому акції близько 600 компаній подорожчали на 10%, що складає денний ліміт. Між тим, торги паперами ще 1439 компаній, що складають у сукупності близько 50% капіталізації китайського ринку, як і раніше припинені. Японський Nikkei 225 втратив менше 0,1%, скоротивши падіння з 1,6%, більш широкий індекс Topix – 0,5%. Австралійський S&P/ASX 200 підвищився на 0,2%, південнокорейський Kospi – на 0,4%, індійський Sensex майже не змінився.[349]

Після того, як фондова біржа Китаю різко обвалилася, Пекін зробив певні висновки на майбутнє. Зокрема, втручання держави може викликати ще більшу паніку на ринку і завдати більше шкоди, ніж вільне падіння акцій. Пекін впродовж останніх кількох тижнів намагався вплинути на курс акцій, змушуючи державні компанії скуповувати їх, але при цьому індекси фондових бірж продовжували стрімко падати. Дрібні інвестори тепер ставлять під питання віру в здатність комуністичної партії маніпулювати ринками, і це розумний висновок. Разом з тим, обвал біржі підірвав авторитет авторів економічної політики уряду Китаю. Це корисне нагадування про те, що авторитарний контроль партії несумісний з

вільними ринками і саме такий підхід стримує розвиток Китаю. Лідер КНР Си Цзиньпін минулого року започаткував нову економічну стратегію, яка була покликана стимулювати фондовий ринок. І ця політика мала успіх зі старту. "Але китайські чиновники переплутали зростання ринку з його здоров'ям. Підтримка ролі ринку перетворилася в підтримку ринкової кон'юнктури", - пише Wall Street Journal. Саме тому, на думку аналітиків, і почалася нинішня криза. Гіганти поглинули тисячі дрібних інвесторів, які ніколи не купували акції. Тобто, якщо Си Цзиньпін хоче фондовий ринок, який підтримає економічне зростання, він повинен зосередитися на правилах ринку, а не на результатах політики. Таким чином, Китай зупинив рекордний за 20 років обвал фондового ринку. Зокрема, китайський індекс Shanghai Composite піднявся на 5,7%, ліквідувавши ранкове падіння на 3,8% і відновившись з рівня, мінімального з 17 березня. Індекс Shenzhen Composite підскочив на 3,7%, гонконгський Hang Seng - на 4,5%. При цьому акції близько 600 компаній подорожчали на 10%, що складає денний ліміт.[350]

Аналіз показав, що у 2014 році ВВП КНР зріс тільки на 7,4%, що стало найслабшим показником майже за чверть сторіччя. У 2015 році планується досягти ще скромнішого 7-відсоткового показника, а в наступні очікується подальше уповільнення до 5% зростання [350]. Офіційний Пекін говорить про гальмування економіки, як про "нову норму", вживаючи термін "зростання вищої якості" і наголошуючи на важливості реалізованих структурних реформ.

А от багато зовнішніх спостерігачів і до вищезгаданих оцінок ставляться скептично, вважаючи їх завищеними та "підмальованими".

Співвідношення сукупної заборгованості держави, корпоративного сектора і домогосподарств до ВВП КНР (близько 230%) уже перевищило навіть японський аналог, і цей показник через швидке накопичення проблемної заборгованості неминуче серйозно зростатиме й надалі. Усі ці обставини сильно насторожують інвесторів, відбиваючи бажання до вкладень у китайські активи [350].

У спробі стримати падіння національного фондового ринку центробанк Китаю наприкінці червня пішов на зниження своєї базової облікової ставки, після чого регулятор припинив первинне розміщення акцій (ІРО) на фондових біржах.

Загалом ситуація погіршувалася. Представники 21 компанії з числа тих, що спеціалізуються на операціях з цінними паперами, зустрілися в штаб-квартирі Комісії з регулювання фондового ринку Китаю 4 липня. За підсумками зустрічі вони повідомили, що використовують свій капітал у розмірі 120 млрд юанів на купівлю фондів, прив'язаних до високоліквідних акцій на біржах у Шанхаї та Шеньчжені. Також вони пообіцяли не продавати своїх активи доти, доки індекс Shanghai Composite не повернеться мінімум до рівня 4500 пунктів. Звісно, всі розуміють, що в китайських масштабах суми в 120 млрд юанів недостатньо для того, щоб розвернути ринок. Коли паніка досягла апогею, торги щодо сотень китайських акцій було заморожено, а ще стосовно 1287 компаній припинено. Це рівноцінно 45,6% усіх акцій, які котируються на Шанхайській і Шеньчженській біржах, і 2,5 трлн дол. Капіталізації [350]. Такого за всю історію китайського фондового ринку не було жодного разу. Цікаво, що багато компаній, які зупинили торги своїми акціями, насправді не розкривають причин такого рішення, хоча зрозуміло, що вони підстраховувалися від подальшого просідання ринку. Однак у пресі з'явилися повідомлення, що тим компаніям, які не зможуть подати регулюючим органам вагомих причин такої поведінки, доведеться заплатити відповідні штрафи. Інвестори також активно позбувалися китайських урядових і корпоративних облігацій. Довіра впала, що зробило бонди більш ризикованими і, відповідно, менш привабливими для вкладень. У цій ситуації більше за інших постраждали девелоперські компанії: дохідність за бондами таких представників цього сектора, як Agile Property Holdings Ltd і Shimaо Property Holdings Ltd, досягла семижневого максимуму, тобто вартість обслуговування цього виду боргу для сектора значно зросла. Високоліквідні облігації ряду держкомпаній, попри відносну стійкість, також трохи знизилися. У середу дохідність за бондами таких структур, як State Grid Corp. і Sinooc Ltd., зросла від 7 до 10%. Юань на цьому тлі впав до чотиримісячного мінімуму стосовно долара. У середу ж Комісія з регулювання фондового ринку Китаю повідомила, що її підрозділ China Securities Finance Corp. збільшив купівлі акцій компаній з невеликою капіталізацією слідом за акціями високоліквідних компаній з метою стабілізувати ринок. Народний банк

Китаю заявив, що забезпечить підтримку необхідною ліквідністю для стабілізації ситуації, причому в необмеженому обсязі. У четвер, 9 липня, Народний банк Китаю залив на ринок шляхом операцій на відкритому ринку та операцій РЕПО 35 млрд юанів (5,7 млрд дол.). Раніше, у вівторок, — ще 50 млрд юанів [349]. А взагалі з 25 червня це вже п'яте вливання. Також стало відомо, що для страхових компаній буде пом'якшено умови купівлі акцій високоліквідних компаній. Згодом Пекін заборонив IPO і зробив доступнішими позики для інвесторів під купівлю акцій. Тому можемо припустити, що вищевказані суми було спрямовано на благі цілі зі стримування падіння ринку. Також у четвер, 9 липня, у державній газеті Xinhua News Agency з'явилося повідомлення про те, що китайська поліція відвідала Комісію з регулювання фондового ринку Китаю з метою розслідувати "підозрілі короткі продажі". Сукупність усіх цих заходів, почала давати результат. У четвер ринок Китаю закотився зростанням на 5,76%. Плюсом тут є те, що китайський ринок було штучно закрито для іноземних інвесторів. Мінусом — що паніку складно зупинити, враховуючи величезні розміри ринку. У Китаї 80% інвестицій у фондовий ринок здійснюють приватні особи [349]. Це і є китайський середній клас, який є активним споживачем, але непрофесійним інвестором, що піддається на провокації. У результаті падіння ринку постраждає саме він, а від зниження його купівельної спроможності постраждають торгові партнери Китаю, серед яких Японія, США, меншою мірою ЄС.

Китай залишається однією з найбільш швидкозростаючих економік у світі, із розвинутим фондовим ринком в цій країні можна тільки вітати. Це вже є гарним способом залучати капітал в економіку, а недоліки на кшталт "бульбашок" на ринку, на жаль, неминучі. Та в будь-якому разі це краще, ніж мати абсолютно "мертвий" фондовий ринок. Як, наприклад, зараз в Україні. З поточних подій у Китаї та Греції може бути один позитивний ефект — Федеральна резервна система в США може відкласти підняття відсоткової ставки до 2016 р., хоча ще недавно пані Йеллен заявила, що планує збільшити ставку 2015-го. Хоча прогнози показують, що підняття ставки не буде у вересні 2015-го, і оцінюють як низькі шанси підвищення в грудні. А це означає, що світова економіка продовжуватиме

одержувати безпрецедентне стимулювання від США. Період дешевих грошей у світі добігає кінця, і змагатися за капітал стане складніше. Ліберальні економічні реформи ще можуть допомогти нам в Україні запустити ринок і залучити сюди капітал. замість цього ми бачимо спроби зробити реформи, нічого не змінивши і не викликавши соціальних потрясінь, що призводить до абсолютно протилежного — капітал оминає країну, а економічна активність наближається до нуля.[351]

Р. Грінхілл (директор World Economic Forum) вважає, що схеми ХХ ст. просто не здатні управляти ризиками ХХІ ст., отже, потрібні нові мережеві системи для виявлення й усунення глобальних ризиків ще до того, як вони переростуть у глобальні кризи. Взаємозв'язок та складність проблем означає появу безлічі неочікуваних наслідків, і традиційні механізми реагування на ризики часто просто перекладають ризик на інші зацікавлені сторони чи сегменти суспільства [337]. Неминучість докорінної перебудови правил гри у світовій економічній системі розуміють і політики. На думку канцлера Німеччини А. Меркель, необхідно створити на міжнародному рівні «нову систему» взаємодії всіх учасників фінансового сектору [138]. На сучасному етапі розвитку не розроблено нових соціально-економічних інститутів, адаптованих до можливостей інформаційної або мережевої економіки. Непослідовна та недостатньо скоординована макроекономічна політика і неадекватні структурні реформи міжнародних економічних організацій стали основними причинами, що призвели до необхідності реформування сучасної світової фінансової архітектури на всіх її рівнях.

Відсутнє розуміння безпосереднього механізму реагування на кризові явища як у глобальному масштабі, так і в кожній конкретній країні. У той же час, кардинальна зміна глобальної фінансової архітектури не відбудеться доти, доки не зміниться структура ресурсів, що споживається [7, с. 19]. Оскільки до 2035 р. не прогнозується масштабного скорочення попиту на газ, нафту, метали тощо та не зміниться глобальна архітектура фінансових потоків, пов'язаних із цими ресурсами, отже, не відбудеться і кардинальних змін у глобальній архітектурі.

Таким чином, становлення мережевої економічної системи, як однієї з найважливіших характеристик сучасності, не викликає сумнівів. Ці процеси характеризують біфуркаційний етап змін основ глобальної інституційної системи.

Разом з тим, аналіз реальної структури власників будь-якого акціонерного товариства з переліку "блакитних фішок" наших бірж показує, що в кожного із цих товариств є власник, який володіє більш ніж 50% голосів. Причому хазяїна зовсім не цікавить курс акцій його компанії, оскільки його прибуток залежить не від курсу або дивідендів, а від повного й абсолютно безконтрольного управління акціонерним товариством на свою користь. Це є однією із перешкод для розвитку фондового ринку в Україні. Та головною перешкодою, на думку економістів є незахищеність права власності інвестора. Нинішня система акціонерних товариств побудована на моделі — "переможець отримує все", тобто, той хто має контрольний пакет акцій.

Ринок запозичень — у кращому стані. Але його розвиток гальмується неготовністю керівників і власників бізнесу до прозорості своєї господарської діяльності. Звичайно, вони змушені враховувати загрозу "чорного" рейдерства. Але основною перешкодою є все-таки не збереження корпоративних секретів, а відсутність культури цивілізованого ведення справ і, відповідно, неможливість розкриття інформації про ці справи для фондового ринку.

На нашу думку вітчизняний фондовий ринок ніколи не виконував і не виконує досі того завдання, заради якого він існує в усьому світі: перерозподіл фінансових ресурсів на користь тих, хто здатен найбільш ефективно їх використати.

Наприклад, у США, де проповідується сучасне акціонерне право, структура капіталу більшості компаній дуже роздроблена — у великих компаній сотні тисяч акціонерів, кожен з яких ніякого впливу не має, але загальний настрій величезної армії міноритаріїв може як підняти, так і розорити компанію. Саме їхня думка тримає менеджерів у постійній напрузі, змушуючи шукати нові, досконаліші шляхи розвитку бізнесу і підтримувати як найвищий рівень корпоративного менеджменту. У Європі домінує інша модель структури капіталу — тут частіше

зустрічаються компанії з мажоритарним акціонером, сімейні компанії або компанії з вузьким колом акціонерів. Як правило, думка кожного із цих акціонерів враховується при розробці стратегії компанії.

В Україні ні політика, ні вартість компаній ніяк не залежать від настрою міноритарних інвесторів. Компанії розміщують нові випуски акцій у вузькому колі інвесторів. Однак у 99% випадків компанії мають основного акціонера, і здебільшого саме від його позиції залежить вартість капіталу його компанії.

При цьому не слід забувати, що підтримка високого рівня корпоративного управління — дуже дороге задоволення. Це, на думку наших бізнесменів, непродуктивні витрати на додатковий персонал, часові витрати високооплачуваного керівництва і ризики, пов'язані з витоком комерційної та конфіденційної інформації. З погляду логіки й арифметики власників, нашим компаніям, які не залежать економічно від дрібних інвесторів, робити щось заради цих акціонерів — марнувати гроші.

Сучасний фондовий ринок України все ще знаходиться на етапі свого становлення та значно відстає у розвитку від фондових площадок промислово розвинутих країн. Аналізуючи місце фондового ринку України в світовій системі фондових ринків, варто відмітити не лише низький рівень практичного розвитку (не враховуючи достатній рівень розвитку відповідної інфраструктури) та ваги в економіці, але й недостатній рівень інтегрованості зі світовими фондовими ринками фондового ринку України.

Український фондовий ринок: зокрема індекси акцій вітчизняних блакитних фішок, вперше з 2010 року показав зростання (+13.5% за індексом УБ, після -4.3% у 2013 році), за яким він перевершив американські акції (+9/13% за індексами DJIA/S&P) [170]. Це відбулося всупереч різкому погіршенню економічної ситуації в умовах воєнно-політичного конфлікту на сході країни та попри масштабний відтік капіталу з ринків, що розвиваються, а також із «граничних» ринків.

У 2014 році ринок цінних паперів в Україні переживав масштабні зміни суспільно-політичного ландшафту, що супроводжувалися значними викликами в економічному, політичному та регуляторному аспектах.

Швидке погіршення воєнно-політичної та економічної ситуації на сході України у серпні, а також гальмування необхідних реформ та подальша девальвація гривні, призвели до різкої зміни настроїв та очікувань інвесторів (-12% у 3-му кварталі, після +20% у 2-му та +12 у 1-му кварталі за індексом УБ). За 4-й квартал ключовий український індикатор, кошик якого значною мірою складався з підприємств, розташованих у проблемних районах сходу України, впав іще на 4%. Таким чином, спекулятивний ріст протягом перших семи місяців року забезпечив позитивний приріст індексу УБ за 2014 рік, що склав +13.5% [168].

Активність торгівлі цінними паперами на найбільших фондових майданчиках України у 2014 році продовжувала зростати, хоч і значно меншими темпами. За даними НКЦПФР, сукупний обсяг торгів на організованому ринку за рік зріс на 32.6% (після +80%) і склав 629.43 млрд. грн. При цьому частка в ньому двох із десяти бірж, що діють в Україні, у 2014 році зросла із 91% до майже 95% [168]. Так, на ФБ «Перспектива» зафіксовано майже 79% (після 67%), а на ПФТС – майже 16% (після 24%) обсягу торгів. Однак, 88% цього обсягу у 2014 році склали угоди із державними облігаціями (ОВДП) (після із 74% у 2013-му), а вага угод із корпоративними облігаціями та акціями впала із 10% до 5.4% та 4.2% відповідно. Обсяг торгів акціями на біржах скоротився на 41% – до 26.60 млрд. грн., що, проте, більше, ніж у 2012 році (21.54 млрд. грн.) до запровадження «акцизу» на операції з цінними паперами поза фондовими біржами, який був скасований наприкінці 2014 року [342]. Кількість акцій, що перебувають у 1-му рівні лістингу фондових бірж, у 2014 році залишилася мінімальною – 1 (у 2012 році – 14). Таким чином, у 2014 році різко послабилася привабливість українських корпоративних цінних паперів, що, з одного боку, було зумовлено воєнним конфліктом, погіршенням соціально-економічної ситуації в Україні, значним підвищенням ставок за борговими інструментами українських емітентів, а з іншого – недостатнім контролем за їхньою відповідальністю, що залишається актуальною проблемою у регулюванні вітчизняного ринку цінних паперів.

Розглядаючи структуру активів ІСІ зазначимо, що основною складовою активів у 2014 році, як і раніше, були цінні папери (від 53.1% у закритих до 74.8%

в інтервальних фондах) та «інші» активи (до «інших» активів належать дебіторська заборгованість, корпоративні права, виражені в інших, ніж цінні папери, формах, а також позики компаніям, у яких ІСІ володіють часткою в капіталі (для венчурних фондів), (69.0% у венчурних, а також 40.3% у закритих фондах). Значну частку у зведеному портфелі відкритих ІСІ займали також грошові кошти на поточних та депозитних рахунках у банках (23.1%) (рис. 2.4.).

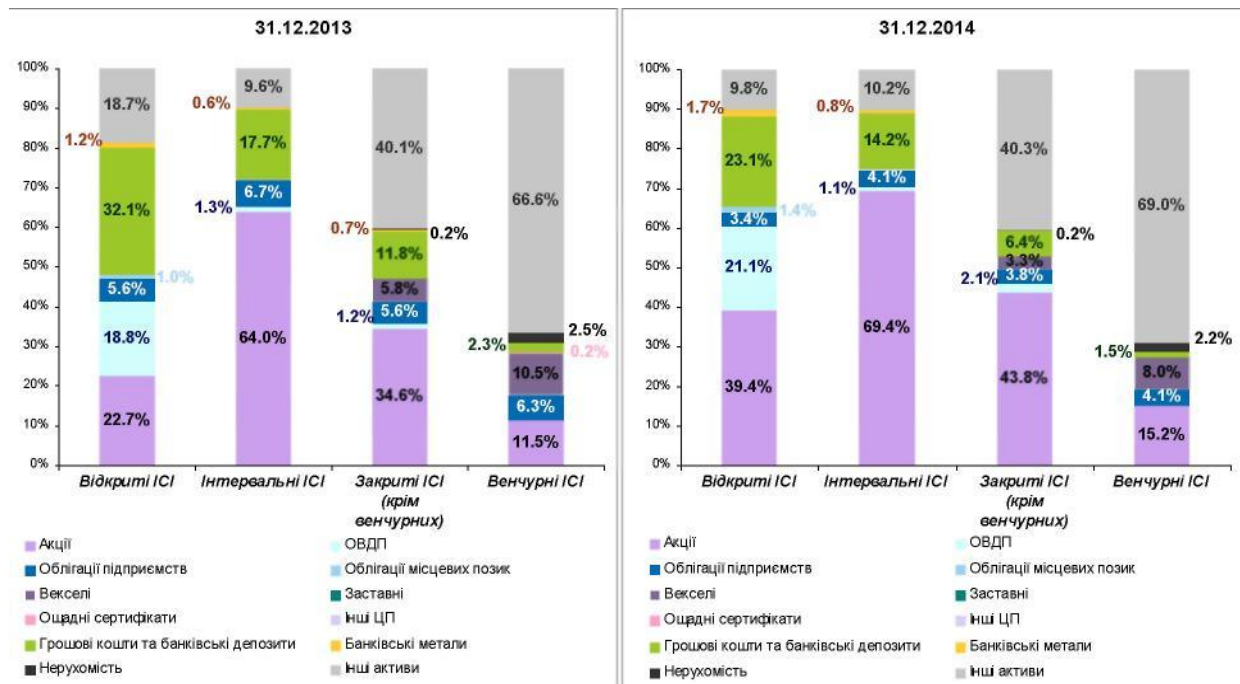


Рис. 2.4. Структура активів ІСІ за типами фондів на початок та кінець 2014 року [170].

На відміну від 2013 року, завдяки позитивним результатам індексів у 2014 році, вага фондових інструментів в усіх секторах ІСІ, крім венчурного, зросла, особливо у відкритих ІСІ – із 48.1% до 65.3%. У 4-му кварталі частка цінних паперів зменшилася лише в інтервальних фондах (із 77.1% до 74.8%, на 31.12.2013 – 72.1%) [170].

Акції лідирували серед видів цінних паперів за обсягом вкладень в усіх секторах ІСІ третій рік поспіль. Їхня частка в активах усіх типів фондів зросла, а сукупна вартість на 31.12.2014 року досягла 34 413.21 млн. грн. (+11 817.73 млн. грн. за рік, +7 857.49 млн. грн. за 4-й квартал) (табл. 2.7) [170].

Таблиця 2.7.

Зведений портфель цінних паперів ІСІ за типами інструментів у 2014 році

Тип ЦП	Сукупна вартість ЦП у портфелях ІСІ, грн.		Зміна за 2014 рік		Частка у зведеному портфелі ЦП ІСІ	
	31.12.2013	31.12.2014	грн.	%	31.12.2013	31.12.2014
Акції	22 595 479 400	34 413 210 916	11 817 731 515	52.30%	42.91%	58.19%
Векселі	18 180 609 233	15 909 514 153	-2 271 095 080	-12.49%	34.52%	26.90%
Облігації підприємств	11 165 820 401	8 382 438 085	-2 783 382 317	-24.93%	21.20%	14.17%
Облігації державні внутрішні	148 613 827	330 909 562	182 295 735	122.66%	0.28%	0.56%
Деривативи	110 192 965	78 036 168	-32 156 797	-29.18%	0.21%	0.13%
Заставні	88 328 417	21 941 364	-66 387 052	-75.16%	0.17%	0.04%
Облігації місцевих позик	1 156 728	820 317	-336 411	-29.08%	0.00%	0.00%
Ощадні сертифікати	363 113 766	0	-363 113 766	-100.00%	0.69%	0.00%
Казначейські зобов'язання	9 319 154	0	-9 319 154	-100.00%	0.02%	0.00%
Всього	52 662 633 891	59 136 870 564	6 474 236 674	12.29%	100.00%	100.00%

У 4-му кварталі частка акцій в усіх секторах ІСІ збільшилася, особливо суттєво – у відкритих та закритих невенчурних ІСІ (на 5-10 проц. п.), хоча сукупна вартість таких інвестицій за квартал у відкритих та інтервальних фондах зменшилася (-1.10 та -5.80 млн. грн. відповідно). Проте за весь рік обсяг активів в акціях скоротився лише в інтервальних ІСІ (-3.02 млн. грн.), а у венчурних – зріс на 10 308.51 млн. грн. (після +2 757.0 млн. грн. у 2013-му), у т.ч. на 6 776.14 млн. грн. – за 4-й квартал. Це призвело до збільшення частки акцій в активах венчурного сектору із 11.5% до 15.2% [170].

Вкладення у державні облігації (ОВДП) у 2014 році збільшилася лише у секторах венчурних та інших закритих ІСІ, у 4-му кварталі – у венчурних та відкритих. При цьому частка ОВДП у сукупних активах за рік зросла в усіх секторах, крім інтервальних фондів, у 4-му кварталі – лише у венчурних та відкритих (із 14.1% до 21.1% та із 0.02% до 0.05% відповідно) [342].

У 2014 році венчурні фонди ще більш активно збільшували інвестиції в «інші» активи (+22 780.96 млн. грн., після +19 287.8 млн. грн. у 2013-му), а проте у 4-му кварталі ця стаття активів скоротилася на 3 678.37 млн. грн. Та, незважаючи на це, вага «інших» активів тут зросла з початку року із 66.6% до 69.0% (у 3-му кварталі була 71.1%) [168].

Гроші у банках на кінець 2014 року були другою найбільшою статтею активів відкритих ІСІ, але скоротилися до 23.1% після 32.1% у 2013 році, хоч і збільшили вагу порівняно з 3-м кварталом (21.8%) у зв'язку з на порядок більшим зменшенням «інших» активів сектору (-1.98 млн. грн. проти -11.64 млн. грн. відповідно), при різноспрямованій динаміці решти статей його активів. Скорочення частки грошей за 2014 рік було пов'язано з продовженням значного і практично постійного відтоку із сектору.

У зведеному портфелі цінних паперів усіх ІСІ на кінець 2014 року акції значно додали у вазі та склали більше його половини (58.2%, після 42.9% у 2013-му році та 49.3% у 3-му кварталі 2014-го). Провідну роль у цьому зіграли венчурні фонди. [168].

У фондовому портфелі невенчурних ІСІ у 2014 році акції практично повернули втрати 2013-го збільшенням своєї сукупної вартості на 1 509.22 млн. грн., що призвело до нарощення ними ваги у зведеному портфелі цих фондів із 73.4% до 82.6% (табл. 2.8.) [167].

Таблиця 2.8.

Зведений портфель цінних паперів ІСІ, крім венчурних, за типами інструментів у 2014 році

Тип ЦП	Сукупна вартість ЦП у портфелях ІСІ, грн.		Зміна за 2014 рік		Частка у зведеному портфелі ЦП ІСІ	
	31.12.2013	31.12.2014	грн.	%	31.12.2013	31.12.2014
Акції	3 272 429 266	4 781 648 278	1 509 219 012	46.12%	73.39%	82.56%
Облігації підприємств	523 015 734	413 526 834	-109 488 900	-20.93%	11.73%	7.14%
Векселі	529 435 060	354 042 254	-175 392 805	-33.13%	11.87%	6.11%
ОВДП	131 247 055	241 706 418	110 459 363	84.16%	2.94%	4.17%
Облігації місцевих позик	1 156 728	820 317	-336 411	-29.08%	0.03%	0.01%
Інші	1 573 858	0	-1 573 858	-100.00%	0.04%	0.00%
Всього	4 458 857 701	5 791 744 101	1 332 886 400	29.89%	100.00%	100.00%

Диверсифіковані ІСІ у 2014 році зберегли розподіл позицій серед видів цінних паперів у портфелі, де впевненим лідером були акції (86.2%, після 76.7% у 2013-му, 84.2% у 3-му кварталі).

Незначний розрив між ОВДП та облігаціями підприємств за рік розширився в умовах більшого скорочення останніх у секторі (-14.24 проти -9.06 млн. грн.). Врешті, державні папери станом на 31.12.2014 склали 1.1% у фондовому портфелі, а корпоративні бонди – значно менше 1% (табл. 2.9.) [167].

Таблиця 2.9.

Зведений портфель цінних паперів диверсифікованих ІСІ за типами інструментів у 2014 році

Тип ЦП	Сукупна вартість ЦП у портфелях ІСІ, грн.		Зміна за 2014 рік		Частка у зведеному портфелі ЦП ІСІ	
	31.12.2013	31.12.2014	грн.	%	31.12.2014	31.12.2014
Акції	662 292 227	862 543 789	200 251 561	30.24%	76.69%	86.23%
Векселі	156 549 232	116 604 689	-39 944 543	-25.52%	18.13%	11.66%
ОВДП	21 888 051	12 831 242	-9 056 809	-41.38%	2.53%	1.28%
Облігації підприємств	21 728 185	7 491 641	-14 236 544	-65.52%	2.52%	0.75%
Облігації місцевих позик	1 111 333	820 317	-291 016	-26.19%	0.13%	0.08%
Всього	863 569 028	1 000 291 677	136 722 649	15.83%	100.00%	100.00%

Аналізуючи доходність ІСІ та інших напрямків інвестування бачимо, що підйом на фондовому ринку України протягом перших семи місяців 2014 року сприяв підвищенню доходності ІСІ, однак його вплив був обмеженим через відтік із фондів (відкритого типу).

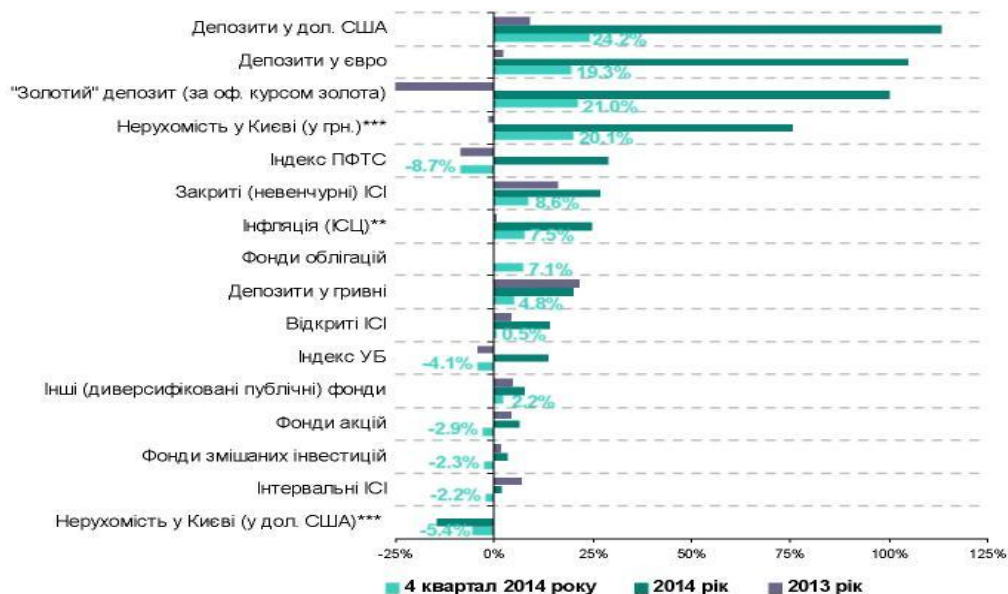


Рис. 2.5. Доходність ІСІ, депозитів, індексів акцій та рівень інфляції у 4 кв. 2014 р. та 2014 році (Ренкінг за річним показником (2014), значення наведені для 4-го кварталу) [168].

Діапазон результатів відкритих ІСІ у 2014 році був у межах від -15.2% до +58.6% (-13.8% до 68.7% у 2013-му), а середній дохід для них зріс більш ніж утричі порівняно із 2013 роком – до +14.2% (у 2013 році, для 30-ти відкритих фондів, що працювали весь 2013 рік, він складав +4.2%). Приріст вкладень за 2014 рік забезпечили 2/3 цих ІСІ (після 13 із 30, або 43%, у 2013-му). При цьому третина (8) фондів цього типу були більш доходними, ніж депозити у гривні, 5 – щонайменше компенсували інфляцію, 11 – випередили індекс УБ (рис. 2.5.) [170].

Річний середній дохід у секторі інтервальних ІСІ склав +1.6% (після 7.0% у 2013 році), а окремі результати були у межах від -20.0% до +44.7% (-4.4% до +25.6% у 2013-му). Позитивні результати забезпечили, як і у 2013 році, 42% таких фондів (10 із 24).

Закриті ІСІ (крім венчурних) у 2014 році принесли у середньому +26.6% (після +16.2% у 2013-му). Приріст інвестицій забезпечили 52% цих ІСІ (у 2013 – 47%) [170].

Безумовними лідерами за доходністю у 2014 році були річні депозити в іноземній валюті та у золоті. Останні, після втрат у 2013 році на рівні -24.9%, у 2014-му принесли у середньому понад 100%. Найвищу ж доходність мали вклади у доларах США (+113.6%, після +8.89% у 2013-му) та у євро (+104.9%, після +2.1 у 2013-му%)⁹ [170].

Серед диверсифікованих ІСІ з публічною емісією за класами активів лідерами за доходністю у 2014 році були фонди акцій (+6.4%) та інші фонди (+7.5%).

Найдоходнішими серед цих ІСІ у 4-му кварталі були фонди облігацій (+7.1%). Загалом, за останні три місяці 2014 року найвищий дохід забезпечили депозити у доларах США (+24.2%) та євро (+19.3%), «золоті» вклади (+21.0%), а також житлова нерухомість у столиці (+20.1% у гривневому виразі). Найуспішніший відкритий ІСІ показав зростання вартості сертифіката за квартал на 10.0% [170].

Реалізація завдання щодо становлення ліквідного, надійного та прозорого національного фондового ринку вимагає проведення відповідної законотворчої роботи. Упродовж існування Комісією здійснювались заходи за наступними пріоритетними напрямками:

- удосконалення засад державного регулювання ринку цінних паперів та захисту прав інвесторів;
- посилення конкурентоспроможності фондового ринку України, у тому числі шляхом підвищення ролі біржового фондового ринку;
- розвиток депозитарної системи України;
- розвиток корпоративного управління.

Програмою економічних реформ України на 2010-2014 роки «Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна влада», передбачено необхідні кроки для зростання й розвитку фондового ринку і сектору фінансових послуг.

Одночасно, в рамках реалізації цієї програми Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку було розроблено проект Програми розвитку фондового ринку України на 2011 – 2015 роки, яка передбачала визначення стратегічних напрямів розвитку фондового ринку та суттєвої модернізації фондового ринку шляхом формування конкурентоспроможного національного фондового ринку та перетворення його на ефективний механізм забезпечення вільного та швидкого перетоку інвестиційного капіталу за рахунок створення відповідних правових, інституційних, технологічних та організаційних умов.

Актуальною проблемою, якою займається Комісія, є вдосконалення механізмів валютного регулювання на фондовому ринку. Не вдосконалюючи систему валютного регулювання, неможливо здійснити інтеграцію українського ринку капіталу до світового ринку. Без цього вітчизняні емітенти не зможуть ефективно реалізовувати цінні папери іноземним інвесторам, а вітчизняні інвестори - купувати іноземні цінні папери. Програма містить низку заходів щодо покращення ситуації у цій сфері.

У напрямку розвитку організованого ринку цінних паперів планується запровадити стимули щодо здійснення IPO українськими компаніями. При цьому важливо розширювати доступ до фондових бірж для інвесторів-фізичних осіб.

Комісія активно співпрацює з більшістю міжнародних організацій, які діють в галузі ринку капіталів та фінансових послуг, включаючи Міжнародну організацію Комісій з цінних паперів (IOSCO), Міжнародну фінансову корпорацію (IFC), Світовий банк, а також з Комісіями з цінних паперів інших країн та Міжнародними донорськими організаціями, які працюють в Україні.

Місією Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, як державного колегіального органу, є забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо цінних паперів і функціонування фондового ринку в Україні, а також здійснення правового регулювання відносин, що виникають на ринку цінних паперів, захист інтересів громадян України та держави, запобігання зловживанням та порушенням на фондовому ринку, координація діяльності міністерств та інших центральних органів державної виконавчої влади у цій сфері.

Відповідно до покладеної місії, діяльність Комісії спрямована на всебічне сприяння розвитку українського ринку цінних паперів як одного з найважливіших сегментів вітчизняної економіки.

Основними завданнями Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку є:

Діяльність Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку через свою діяльність незначно впливає на стан фондового ринку.

Показник обсягу залучених інвестицій в економіку України через інструменти фондового ринку протягом січня – листопада 2013 року становив 101,50 млрд. грн. Порівняно з аналогічним періодом 2012 року обсяг залучених інвестицій в економіку України через інструменти фондового ринку збільшився на 19,11 млрд. грн. [168].

Протягом січня – листопада 2013 року Комісією було зареєстровано 187

випусків акцій на суму 39,56 млрд. грн. Порівняно з аналогічним періодом 2012 року обсяг зареєстрованих випусків акцій збільшився на 25,15 млрд. грн. [168].

Важливим також є подальше покращення інфраструктури та вдосконалення законодавчої бази, що зробило б можливим більш масовий прихід на фондовий ринок України іноземних інвесторів.

Це призведе до підвищення значення фондового ринку України для економіки країни та в системі фондових ринків світу.

Адже фондовий ринок — найдосконаліший на сьогодні механізм залучення приватних інвестицій в економіку. Зростання економіки і зростання залучених коштів можливе тільки тоді, коли цінні папери на ринку мають високу ліквідність. А ліквідність, у свою чергу, забезпечується кількістю продавців і покупців на ринку. Що більше учасників ринку — то вища ліквідність паперів. За останні два десятиліття намітилася і зворотна залежність — інвестор вибирає для себе такий ринок, на якому в обігу найбільш ліквідні папери. Із цього погляду найпривабливішим фондовим ринком у світі є фондовий ринок США.

Ліквідність акцій американських корпорацій така, що будь-які з них можна купити або продати практично миттєво. Крім того, ринок цінних паперів США є сьогодні найбільш захищеним від будь-яких ризиків фондовим ринком світу. Система його регулювання, що має дворівневу структуру, склалася ще в 30-х рр. минулого століття і досі є найефективнішою у світі. Крім того, що інвестиції в США захищені законодавчо, їх іще й автоматично страхують від форс-мажорних і кримінальних ризиків, причому зовсім безплатно для інвестора.

Дохідність фондового ринку США становить у середньому 14% на рік. Тобто вклавши в середині 70-х минулого століття 10 тис. дол. в акції компаній, які входять до складу індексу Доу Джонса, на сьогодні можна було б мати 300 тис. дол. [169].

Звичайно, успішність американського ринку має глибоке історичне і геополітичне коріння. Стан фондового ринку — зона особистої відповідальності

президента США і мета всієї зовнішньої і внутрішньої політики найбільшої держави. Підтриманням котирувань переймаються і держчиновники, і політики, і армія найбагатшої країни у світі. Однак успіх ринкової моделі базується все ж таки на менталітеті пересічних американців.

Згідно з даними сучасної статистики, кожен четвертий житель США інвестує вільні кошти у фондовий ринок. Для порівняння: у Європі це робить кожен п'ятий, у Росії — кожен сотий, в Україні — лише один з тисячі.

Приблизно чверть коштів, якими володіє середня американська сім'я, вкладена в нерухомість, іще десята їх частина лежить на рахунках у банках і використовується для особистих витрат. Далі — приблизно 20-та частина коштів американської сім'ї вкладена в товари тривалого користування. Це побутова техніка, електроніка, автомобіль і т.д. 2% своїх заробітків американці витрачають на програми накопичувального страхування, а 60% коштів вкладають у різні облігації, акції, пайові інвестиційні або пенсійні фонди. До речі, пенсійні фонди США є сьогодні найбільшими інвесторами у світі.

У Сполучених Штатах державні програми з навчання основ інвестування працюють уже більш як півстоліття. Кожен бажаючий може пройти це навчання на курсах, причому часто зовсім безплатно або ж за досить символічну плату. Основні закони розвитку економіки знає більшість жителів країни, включаючи фермерів і домогосподарок. До речі, частенько і ті, й інші досить успішно управляють своїми рахунками на біржі. В Україні доцільно запозичити даний досвід по підвищенню економічної освіченості населення. Нажаль економічні освітні програми фактично відсутні, скорочується ліцензійний обсяг набору студентів у ВУЗи на економічні спеціальності. Єдиним випадком популяризації участі населення в біржових торгах є діяльність компанії Форекс Україна яка надає послуги інтернет-трейдингу на ринках Forex і CFD, але діяльність переслідує виключно комерційну мету.

Отже, світовий досвід доводить, що причиною економічної, а нерідко й політичної кризи є слаборозвинений фінансовий сектор країни. Натомість фондовий ринок спроможний надати фінансові послуги особливим категоріям

(підприємствам, організаціям), за допомогою яких можна швидше адаптуватися до негативних змін в економічному та політичному середовищі. Досягнення збалансованого розвитку вітчизняного фондового ринку дозволить вийти на оптимальний для економіки країни рівень активності фондового ринку, підвищити його ефективність та створить базис для стимулювання його сталого розвитку.

2.3 Аналіз державного регулювання фондового ринку України

Процес формування нової економічної системи на основі ринкових відносин, який переживає сьогодні Україна, породжує комплекс суперечливих підходів, як на науково-теоретичному рівні, так і в практичних діях.

Розрізненість поглядів українських вчених-економістів, неоднозначність рекомендацій міжнародних організацій, прискорений процес первинного накопичення капіталу після зміни державної політичної системи, та надмірна політизація економічної проблематики не дозволяють, досі, сформувати в державі єдину позицію щодо стратегічного економічного курсу України. Кожна зміна Уряду, навіть окремих міністрів, приносить нове бачення економічного розвитку країни в цілому, та окремих сфер економіки зокрема.

Сьогодні в Україні формування національної економіки відбувається під впливом двох визначальних факторів:

- створення незалежної економічної системи на зміну провінційної економіки колоніального типу;
- створення нових засад функціонування економічної системи на основі ринкових відносин на зміну командно-адміністративних.

Обидва фактори вимагають докорінних трансформаційних змін системи господарювання, переосмислення і перевтілення організаційних, виробничих, технологічних, наукових, інноваційних відносин, відносин власності та взаємодії суб'єктів економіки між собою і у відносинах з державою в загальному економічному процесі. Нові вимоги висуваються і до методів

управління суб'єктами економіки та методів регулювання їхньої взаємодії, тобто, постає потреба формування нових підходів державного регулювання макроекономічних процесів.

Фінансові ринки є частиною системи ринкових відносин, основною функцією якої є спрямування грошових капіталів від тих, хто має заощадження, до тих, хто має потребу в позиках.

Завдяки фінансовим рынкам тимчасово вільні капітали перетворюються в позичковий капітал, який активно функціонує в економіці, забезпечуючи прибуток його власникам та тим, хто його використовує.

Організаційно фінансові ринки є сукупністю кредитно-фінансових установ, фондових бірж, через які здійснюється рух позичкового капіталу. Фінансові ринки спеціалізуються на виконанні певних видів фінансових операцій та використанні різноманітних фінансових інструментів.

Одним з основних критеріїв функціонування фінансових ринків є їх стабільність. Стабільність фінансових ринків є запорукою зосередженості капіталу на переважно інвестиційній діяльності, а не на фінансово-спекулятивній.

В цьому аспекті українські вчені є одноставними, вважаючи, що стабільність фінансових ринків забезпечується стабільністю відсоткових ставок, тому що коливання їх створює велику напругу для фінансових інститутів, а підвищення відсоткових ставок призводить до втрат капіталу за довгостроковими цінними паперами або навіть і до банкрутства фінансових організацій, які ними володіють. [222, с. 49].

При цьому, в умовах економічних колапсів, таких як фінансові зриви, затяжні економічні кризи, зміна економічних систем яку сьогодні переживає Україна, стабілізуючим фактором повинна виступати держава як інститут економічної влади засобами своїх фінансових грошово-кредитних та директивних податково-бюджетних важелів.

Значення фондового ринку в економічній системі влучно охарактеризував А.С. Чесноков вказавши, що ринок цінних паперів є одночасно й індикатором

ринкової економіки, і головним її фінансовим важелем. [266, с. 3].

Українську фондову проблематику охарактеризував один з експертів грошово-кредитної сфери економіки І.О. Лютий, який визначив, що специфіка фондового ринку в Україні відображає протиріччя ринкових реформ, кризовий стан економіки, політичну нестабільність і недовіру до дій Уряду з боку населення. Ці проблеми, на його думку, визначають структуру ринку цінних паперів, їхніх емітентів, а також ефективність і напрямки використання запозичених коштів. [129, с. 221].

Сучасний стан фондового ринку в Україні дає підстави говорити про те, що рух капіталів носить розподільчо-накопичувально-спекулятивний характер з елементами криміналу, а не інвестиційний, як це відбувається при розвинутих ринкових відносинах. Однією з головних причин такого стану Н.І.Костіна і К.С.Марахов вважають те, що відбулась переоцінка можливостей національного фондового ринку, у тому числі саморегулятивні можливості, штучне форсування його розвитку та стратегічні помилки у процесі проведення приватизації [112, с. 11]

Суттєво зменшилася найбільш значуща складова фондового ринку - випуск акцій корпоративних підприємств як наслідок нерозвиненості цієї сфери інвестиційної діяльності. Спостерігається також зростання випуску векселів, що є відображенням браку обігових коштів на рахунках суб'єктів господарської діяльності. Звертає на себе увагу і невелика частка цінних паперів, якими володіють фізичні особи. Значну частину від їх загальної суми складають акції, причому основна їх маса була придбана в обмін на приватизаційні сертифікати. Тобто залишається низьким рівень мобілізації вільних коштів населення в інвестиційних цілях. Подальше розширення та удосконалення ринку цінних паперів в Україні, як ще одна з визначальних складових після кризового розвитку української економіки, потребує зміцнення законодавчої та нормативної бази, створення сприятливих умов для вкладення у виробничу сферу вітчизняного та іноземного капіталу, захисту інтересів усіх учасників інвестиційного процесу.” [189]

Як відзначає Я.М.Міркин, ринок цінних паперів є настільки масштабним і ризикованим для фінансової безпеки країни, пред'являє настільки високі вимоги до інфраструктури і ресурсів на його будівництво, що тільки зусилля держави "згори" можуть запустити цей ринок в його цивілізованій і безпечній формі. [142, с. 455]

Так, у березні 2015 року Комісія з цінних паперів та фондового ринку України призупинила ліцензію на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку Українській міжнародній фондовій біржі (УМФБ) – одному з десяти фондових майданчиків країни. Також регулятор ухвалив рішення зупинити біржові торги акціями відразу 16 різних емітентів.

Заборона на фондову активність торкнулася ПАТ «Отава», ВАТ «Імпульс плюс», ПАТ «Пантек», ВАТ «Домінанта-колект», ПАТ «Сільськогосподарське підприємство ім. Петровського», ВАТ «Київський завод газового устаткування та приладів», ВАТ «Сільроспродукт», ВАТ «Меттехізолстандарт», ПАТ «Гранітна індустрія України», ПАТ «Бюро кредитних історій «Фенікс», ВАТ «Екопаливо-Україна», ПАТ «Хіммет», ПАТ «Експо нафта продукт», ПАТ «Ніконд», ВАТ «Південний транспорт», ПАТ «Укрбудтехнології» [168].

Незважаючи на різні назви, у багатьох випадках, які хоч якось характеризують вид діяльності, у перерахованих компаній багато спільного. У деяких із них подібні веб-сторінки, створені на примітивній основі з подальшим дубляжем відомостей із системи розкриття інформації фондового ринку, що зроблено через винесені розпорядження держорганів.

У таких компаній часто схожі баланси в частині основних активів: «довгострокові фінансові інвестиції», «інші фінансові активи» тощо. Здебільшого вони не показують жодних доходів. Але при цьому капіталізація у таких компаній часом вражає. Наприклад, нічим не примітний на перший погляд Київський завод газового устаткування 2014 року заробив 14 000 гривень і майже не має реальних активів чи матеріальних цінностей. Але це не заважає йому мати ринкову капіталізацію більш ніж у 2 млрд гривень і номінальну вартість акцій 280 млн гривень.

Найчастіше такі акції лідирують за обсягом торгів. Наприклад, виходячи з огляду НБУ, акції маловідомих суб'єктів економіки – ПАТ «Хіммет» і ВАТ «Домінанта-колект» – у першому півріччі 2013 року були лідерами біржових торгів серед акцій на ФБ «Перспектива» [168].

Інвестиційні аналітики вважають, що на діяльності реального ринку це мало відобразиться, так як ці компанії, та їхні «цінні папери», не мали ніякого відношення до інвестиційної діяльності, навіть навпаки, їхні акції використовували в різних фінансових схемах для ухиляння від сплати податків.

Як показало дослідження, популярністю в інвесторів сьогодні користуються фактично три біржі – це УБ, ПФТС і «Перспектива», на яких справді здійснюються відповідні операції.

Рішення регулятора щодо УМФБ було ухвалено у зв'язку з тим, що біржа де-факто припинила будь-яку діяльність. Хоча повністю відкликати ліцензію комісія наразі не може, оскільки перевірки законодавчо заборонені Кабміном.

Такі майданчики в Україні, як стверджують експерти, створювали фактично з двома різними цілями. Фондові біржі заробляли, оскільки була ухвалена програма приватизації, згідно з якою всі об'єкти приватизації повинні були продаватися на біржах. Біржа могла отримувати 1% від вартості продажу. Якщо продали великий об'єкт, то це були значні кошти, які йшли як «відкати». Крім того, на кожній з десяти бірж здійснювалася торгівля сумнівними паперами.

Через слабку законодавчу базу торгівля фіктивними акціями та маніпулювання з їхніми цінами залишаються майже непоміченими з боку регуляторів і правоохоронних органів. Уся інфраструктура фондового ринку фактично обслуговує виведення активів, ухиляння від податків та інші фінансові схеми, і не є реальною базою для залучення коштів в економіку. Так, за допомогою фіктивних паперів, банки завжди достатньо легко виводили гроші вкладників. Зокрема, за зібрані в населення кошти банки купують неліквідні активи, які потім у балансі відображаються за значно завищеною ціною.

Як показало дослідження на даний момент, крім банківського ринку ОВДП, і невеликого за обсягами ринку корпоративних облігацій, в Україні немає внутрішнього ринку цінних паперів. Ті обсяги, часто з астрономічними номіналами, які проходять і проходили по ньому, – це майже повністю схемні операції, під які і створювали всю цю інфраструктуру. І хоча останні заборонні, дії НКЦПФР глобально не перекривають укорінених схем ухилення від податків і виведення активів, але регулятор уже почав працювати. Держава почала перевіряти діяльність менших і більших бірж з метою підвищення стандартів ринку.

Крім того, з'явилися можливості для інвестування, які, в принципі, були неможливі раніш. Наприклад, акції українських компаній, які вийшли на закордонні IPO НКЦБФР на протязі 2014 року вже допущені на вітчизняний ринок, зокрема це папери Укрпродукту і Миронівського хлібопродукту.

Роль держави у становленні національного фінансового поля полягає не лише у формуванні фінансових інституцій, а й у активізації і стимулюванні суб'єктів господарської діяльності для здійснення фінансових запозичень та розвитку фінансово-банківського сектору економіки.

При цьому, функції держави не обмежуються лише створенням фінансового ринку, а й моніторингом та контролем за діяльністю його учасників і дотриманням норм звітності. Очевидно, тому Б. Є. Кваснюк зазначає, що держава в перехідній економіці та у кризових ситуаціях відіграє провідну роль у створенні фінансових інститутів для управління складними фінансовими операціями. Її регулятивна функція, на думку Б. Є. Кваснюка, полягає в забезпеченні розумної поведінки на ринку, протидії явищам нестійкості фінансових ринків та їх незахищеності від шахрайства [99, с. 16]

На парламентських слуханнях 18 лютого 2015 року "Про шляхи стабілізації банківської системи" [344] було названо багато проблем фінансової системи країни, часто висловлювались абсолютно протилежні думки. Однак ніхто не здійснив системного аналізу причин економічної та фінансової кризи, і тому ніхто так і не зміг запропонувати план конкретних дій по виходу із неї.

Правильно було зазначено, що банківська система є лише частиною економіки, віддзеркалюючи її загальний стан, але ніхто не акцентував уваги на тому, що НБУ — це головний макроекономічний регулятор, і тому багато причин падіння економіки треба шукати передусім у його політиці.

Обіцянки НБУ, замість реформ, на фоні стрімкого падіння гривні, вже не сприймаються суспільством, і його реакція може бути досить жорсткою, оскільки стан економіки та банківської системи найгірший порівняно не тільки зі Східною Європою, а і з країнами колишнього СРСР. Пояснити це чимось іншим, ніж хибною політикою всіх трьох гілок влади упродовж багатьох років, неможливо. Світ уже накопичив достатньо знань і досвіду з управління економікою, але видається, що ці знання не доходять до влади, або ж вона з якихось причин не хоче їх сприймати та приймати необхідні рішення.

Навіть елементарний макроекономічний аналіз основних показників економічного розвитку України порівняно з тими ж країнами Східної Європи та СНД показує, що основною вітчизняною відмінністю є непомірна дорожнеча та дефіцит грошей. Порівнюючи динаміки ВВП України, Росії, Казахстану та Азербайджану робимо висновок: маючи в 1991-му році ВВП вищий, ніж у Білорусі та Азербайджану, Україна сьогодні вже вдвічі відстає від них і втричі — від Росії та Казахстану. Більш того, у них, як і в усьому світі, економіка до останнього часу зростала, а українська падає третій рік поспіль.

Оскільки 70% грошової маси України становлять депозити, саме ставки за ними і визначають вартість кредитних ресурсів, що, як правило, мінімум на 5 відсоткових пунктів вищі від депозитних. Депозитні ж ставки в Україні в національній валюті в два, а в іноземній — в чотири рази вищі за аналоги в Росії або Азербайджані. Відмінність з розвиненими країнами досягає десятків разів. Абсолютно очевидно, що така різниця в макроекономічних показниках не може не впливати на стан економіки [167].

При нинішніх гривневих депозитних ставках кредити бізнесу в Україні сьогодні видаються під 30%, споживчі кредити — до 80, а так звані мікрокредити — до 200% річних. [343]. Але позичальники, як підприємства,

так і домогосподарства, не можуть обслуговувати такі дорогі кредити, вони банкрутують, що, в свою чергу, призводить до падіння ліквідності та втрати платоспроможності банків. З метою збереження ліквідності фінустанови намагаються залучити нові депозити, пропонуючи дедалі більші ставки, а це неминуче веде до створення численних пірамід і краху банківської системи, що ми, по суті, маємо на сьогодні. Слідом настає неминуча втрата депозитів населенням, яке в паніці забирає вклади з банків і намагається тут же конвертувати їх у долари, що створює тиск на гривню та спричиняє її непомірну девальвацію. Ситуація обтяжується діяльністю НБУ, який намагається латати діри в фінансовій системі, кількість яких зростає в арифметичній прогресії та причиною яких часто є ті ж рішення Нацбанку. Стратегія НБУ на очищення банківської системи від "поганих" установ, а економіки — від поганих підприємств, призводить до стискання економіки та падіння ВВП, що, в свою чергу, зумовлює перехід дедалі більшої кількості банків і підприємств у розряд "поганих". Такий шлях реформування в світі невідомий і може призвести тільки до повної руйнації економіки, про що свідчить прискорення падіння ВВП у четвертому кварталі 2014 р. до 15% та зниження промислового виробництва в січні 2015-го на 23, а будівництва — на 34%. Ситуація, в якій сьогодні перебуває Україна, вже траплялася (і не раз) в інших країнах, починаючи з Великої депресії 30-х років ХХ ст. і закінчуючи кризою 2008 р. Багато країн знаходили шляхи швидкого подолання аналогічних ситуацій навіть без зовнішньої допомоги та інвестицій. Так, США в часи Великої депресії 30-х років минулого століття зіштовхнулися з такими ж відсотками за депозитами і кредитами і з таким же валом банківських банкрутств, інфляцією та падінням ВВП. Тоді, нагадаємо, для виходу з кризи вперше було застосовано жорсткі кроки з регулювання депозитних і кредитних ставок. У 1933 р. у США був прийнятий так званий новий курс Рузвельта, тобто ряд законів, які разом склали правила регулювання банківської діяльності і отримали назву Regulation Q. Ці правила визначали тарифи банківських послуг, у тому числі і максимальні депозитні ставки в розмірі 3%, а кредитні — в розмірі 6%. Крім того, для

стимулювання зростання економіка насичувалася грошима, в тому числі й емісійними, які спрямовувалися урядом на будівництво доріг, тобто в ті сфери, де продукувалися додана вартість і зайнятість, що стало локомотивом зростання ВВП. Уже через рік країна вийшла з кризи, а через десять років Сполучені Штати мали найпотужнішу економіку в світі. Регулювання діяло аж до 1996 р. Майже те саме зробила через кілька місяців того ж 1933-го року Німеччина, де ситуація була ще гіршою, а курс рейхмарки становив 4 млрд за один долар. Обмеживши депозитні та кредитні ставки, жорстко регламентувавши діяльність банків і запусивши гігантський проект будівництва автобанів, уже через рік країна вийшла з рецесії, а через п'ять років мала найпотужнішу економіку в Європі та величезний ВПК. У відповідь на Велику депресію в економічній науці сформувалася нова макроекономічна теорія Джона Кейнса, яка визначала державне регулювання економіки необхідним і впровадила ряд макроекономічних показників, у тому числі й відсоткову ставку, визначивши її ключовим параметром економічної регуляції. Регуляція вартості позик здійснюється центральним банком країни через його облікову ставку. Другим макроекономічним параметром регуляції, який є у розпорядженні центрального банку, є монетизація економіки, або кількість грошей в обігу. Завдання центробанку — максимально наситити економіку грошима, не допустивши зростання інфляції за встановлені межі. Це і називається таргетуванням інфляції. Оскільки відсоткова ставка та можливість її регуляції державою залежать від ставки за депозитами, то з того часу обмеження депозитних ставок використовувалося в той чи інший спосіб центральними банками майже всіх країн світу, а деякі користуються цим на постійній основі (Іспанія — 2%, Франція — 1%). [167]. Влада Китаю при переході до ринкової економіки практично відразу, за американським досвідом, встановила жорстке обмеження на депозитні (3%) і кредитні ставки (6%), що стало запорукою стабільності фінансової системи та стрімкого економічного зростання вже протягом майже 20 років. На сьогодні в розвинених країнах сформувалася така фінансово-кредитна система, за якої депозитні ставки становлять не більш як 2% (іноді

вони нижчі за темпи зростання цін), що дає змогу уряду таргетувати інфляцію. Крім того, це стимулює населення вкладати гроші в економіку, а не тримати на банківських рахунках [348]. В Україні ж депозитні ставки найвищі в світі і є основним джерелом немонетарної інфляції. По суті, кредитно-фінансова система нашої країни працює так, що доходи перерозподіляються з реального сектора економіки на користь власників депозитів, які нічого не виробляють і не створюють ВВП, але отримують непомірно великі доходи на вкладені кошти. В результаті при середній депозитній ставці 20% та обсязі депозитів на кінець 2013 р. у розмірі 560 млрд. грн. на оплату відсотків витрачалося понад 112 млрд. грн. на рік, або 8% від ВВП, який становив приблизно 1600 млрд. грн. Ці 112 млрд. було вилучено з реального сектора економіки, а значить, з реінвестицій, модернізації та розширення виробництва. Це ті 8%, на які собівартість української продукції вища, а отже, конкурентна спроможність на зовнішніх ринках нижча. Це — абсурдні цифри, а враховуючи, що в 2014 р. середні депозитні ставки вирости, за даними НБУ, до 21%, максимальні — до 27%, ВВП скоротився майже на 10%, а НБУ підняв облікову ставку до 19,6%. В 2015 році облікова ставка НБУ піднята до 30% така ситуація виглядає ще більш загрозливою для існування економіки країни [167]. Разом з тим, облікова ставка центробанків у розвинених країнах на сьогодні становить 0,1–3%, монетизація економіки в таких країнах перебуває на рівні 90–100% від ВВП, в Україні — близько 50%, а в Китаї, країні з найвищим економічним зростанням, — 180%. Аби переконатися, що закони макроекономіки працюють і в Україні, розглянемо вплив кредитно-депозитних ставок, монетизації економіки та державних інвестицій в інфраструктуру в Україні на динаміку зростання вітчизняного ВВП з 2000-го по 2014 р. Те, що мало місце в 1991–1999 рр., економісти називають періодом тривіального пограбування держсектора та бартерних схем його реалізації. Ситуація почала змінюватися у 2000 р. після закриття бартерних схем в енергетиці та заліків у бюджеті [339]. Але реальне зростання економіки почалося 2003-го року і було зумовлено такими факторами. Зміни в банківському законодавстві сприяли капіталізації банків у

валюті та дали можливість видавати валютні кредити як підприємствам, так і домогосподарствам під 10–14% річних. У результаті валютні кредити набули масового характеру, оскільки номінально були значно дешевшими від гривневих, що допомогло розвивати бізнес за кредитні кошти і сприяло зростанню попиту завдяки споживчому кредитуванню в тій же валюті. На цьому тлі різко зменшились і кредитні ставки в гривні — до 15–18% річних, чому сприяло зменшення Нацбанком облікової ставки в кілька разів — з 30 до 8% [168]. У результаті за п'ять років номінальний ВВП України виріс майже в п'ять разів, доходи бюджету — з 55 млрд. грн. до 293 млрд. Більш того, в країні спостерігався профіцит бюджету. Інфляція впала до 10%, середній розмір пенсій і зарплат виріс теж майже вп'ятеро. Відродилася будівельна галузь, яка є показником здоров'я економіки, почалося масове будівництво житла. Незважаючи на великі обсяги імпорту, Україна мала додатне сальдо торговельного балансу та валютного рахунку, з 2003-го по 2008 р. гривня укріпилася відносно долара на 16% (з 5,5 грн./дол. до 4,7). Тобто здешевлення грошей до середньої величини 12–13% річних, насичення економіки грошима та державні інвестиції в інфраструктурні проекти забезпечили перехід української економіки від стагнації до стрімкого зростання. На жаль, бурхливе зростання української економіки було перерване світовою економічною кризою 2008-2009 рр., до якої Україна стосунку не мала, але її експортно-орієнтована економіка зазнала значних втрат, що призвело до падіння курсу гривні на 60% [343]. Ця криза також виявила негативний наслідок доларизації економіки, в основі якої лежали дешеві валютні кредити, але ж фактичною причиною доларизації була неспроможність Національного банку та уряду здешевити гривневі кредити. На рейки зростання українська економіка тимчасово повернулася тільки в другій половині 2010 р. і тільки тому, що, окрім ефекту відновлювального зростання, уряд поставив собі за мету обов'язково провести Євро-2012. Відповідно, уряд виділив значні бюджетні кошти на фінансування інфраструктурних об'єктів чемпіонату, що і було каталізатором зростання всієї економіки, яке тривало до середини 2012 р., коли стали помітними тенденції незначного падіння курсу

гривні через дефіцит торговельного балансу, зумовленого перш за все дорожнечою російського газу, що абсолютно закономірно. І більшість фахівців наполягали на тому, аби відпустити курс гривні у вільне плавання [341]. На той час здешевлення гривні становило б кілька відсотків, а це сприяло підвищенню конкурентоспроможності українських товарів і збільшенню експорту. На жаль, президент наполягав на збереженні курсу гривні, і тому уряд Азарова—Арбузова вирішив укріпити гривню шляхом обмеження кредитування, що спричинило підвищення відсоткових ставок майже вдвічі і неминуче позначилося на стані економіки загалом. Абсолютно аналогічної помилки припустився 39-й президент США Джиммі Картер, яка спричинила до негативних змін в економіці. Намагаючись у 1978 р. зменшити спровоковану енергетичною кризою інфляцію в 5,6%, Картер пішов шляхом монетарних обмежень, підвищення кредитних ставок і скорочення видатків бюджету. В результаті через два роки, в 1980 році, інфляція становила вже 16%. З цієї причини в тому ж 1980-му, балотуючись іще на один термін, Картер зазнав нищівної поразки на президентських виборах. Уряд Азарова не врахував, що зменшення маси грошей не завжди приводить до зменшення інфляції та зростання курсу національної валюти, тому що подорожчання грошей може викликати немонетарну інфляцію та падіння ВВП, які перевищують монетарний ефект. Якраз із цих міркувань у більшості країн і обмежують депозитно-кредитні ставки, чого в Україні поки що не роблять. Як неминучий наслідок, у нас із кінця 2012 р. розпочався спад виробництва, скорочення ВВП, як підприємства, так і банки почали зазнавати чималих збитків, а останні — стрімко втрачати свою ліквідність. Але на підтримку курсу гривні 2013 року все одно довелося спрямувати значну частину валютних резервів. Згідно з положеннями кейнсіанської макроекономіки, найпершим кроком, який потрібно було зробити після Майдану новій владі і, зокрема, НБУ навесні 2014 р., мало бути зменшення відсоткових ставок. Враховуючи спад ВВП, дефляцію 2012 р. та інфляцію 2013 р. у розмірі лише 0,5%, це треба було робити невідкладно. Всупереч цьому, депозитні ставки до вересня 2014 р. піднялися до 27%, а ставки

рефінансування підвищили вдвічі, вони перевищили 20%. Наступним кроком, з тих же причин, мало бути збільшення монетизації економіки. Всупереч цьому, реальне її кредитування зменшилося на 104 млрд. грн., емісію коштів НБУ здійснив запізно в розмірі 152 млрд. грн., з яких 140 млрд. пішло уряду на покриття бюджетного дефіциту, тобто на інфляцію [167]. Третім кроком згідно із сучасними макроекономічними підходами мало стати інвестування державою інфраструктурних проектів, але всупереч цьому Кабмін скоротив усі державні асигнування в цій сфері та скасував усі капітальні витрати всіх державних підприємств. Тобто НБУ та уряд Яценюка не лише не виправили помилок попередників, а й поглибили їх. У результаті економіка країни за рік скотилася до стагфляції, тобто найтяжчої форми економічної кризи, коли економічний спад супроводжується інфляцією. Як стверджують експерти, економічний спад в Україні, який поглиблюється сьогодні, почався ще в 2012 р. Однак падіння курсу гривні неминуче призводить до подорожчання імпортованих енергоносіїв, частка яких становить 80% [167]. Це, в свою чергу, вже спричиняє чергове коло інфляції та реальне знецінення гривні, процес має чіткий зворотний зв'язок. Оскільки ситуація погіршується щодня, то виконання зазначених кроків сьогодні вже може бути недостатнім для зупинки процесу деградації економіки та втрати курсу гривні. Недоцільність і неможливість інвестицій при сьогоднішніх кредитних ставках — це ще одна проблема для країни. Адже в економіці є тільки один об'єктивний показник доцільності інвестицій — поріг інвестиційної ефективності капіталу, який залежить від відсоткової ставки, тому інвестувати в Україну сьогодні ніхто не хоче. Виходячи з вищесказаного, НБУ та уряд не виконують своїх основних функцій макроекономічних регуляторів. Тільки два приклади на підтвердження. Ще в квітні 2014 р. президент однієї з банківських асоціацій запропонував обмежити депозитні ставки розміром у 3%, зазначивши, що якщо їх нинішній високий рівень не буде знижено, банківська система України перестане існувати. І це справді так, тому що при депозитній ставці вище 20% і кредитах — під 30% банківська система є по суті гігантською пірамідою, яка може знищити не тільки банки, а й країну в цілому [344]. Ця

піраміда відрізняється від відомих нам з 90-х років ХХ ст. тільки тим, що ставки дещо нижчі, а масштаби — на порядки більші. Але думки фахівця навіть не помітили, і з 5 грудня облікову ставку НБУ уже було встановлено на рівні 19,6% [344]. У проекті бюджету уряд запропонував скоротити видатки на освіту, шкільне харчування, скасувати пільги ветеранів війни і т.ін. А якби разом із прийняттям бюджету законодавчо зменшили депозитні ставки, наприклад, до 10%, то в реальному секторі економіки залишилося б 60 млрд. грн. у вигляді прибутку, підприємства зі збиткових або банкрутів стали б прибутковими, а держава могла б розраховувати отримати додатково 15 млрд. грн. податку на прибуток [344]. Більш того, підприємства змогли б обслуговувати кредити, що означало б меншу кількість банків-банкрутів, і, головне, у підприємств залишилося б 45 млрд. грн. для розвитку та інвестицій, які наступного року дали б нову додану вартість, більше прибутку, доходів до бюджету тощо [344]. За такої процентної ставки власники депозитів були б зацікавлені спрямувати свої гроші в інвестиції для отримання більших прибутків. На думку аналітиків, як тільки ефективність капіталу перевищить відсоткові ставки, гроші самі сюди прийдуть. Тому ключовим питанням виходу із кризи є процентна ставка. На думку аналітиків існує мінімум три причини, з яких влада майже рік не хоче приймати хоч і жорстке, але абсолютно необхідне, справедливе та оптимальне рішення з обмеження відсоткових ставок.

1. Високі депозитні ставки є основним офіційним джерелом доходів більшої частини української еліти, багатьох парламентаріїв, урядовців і чиновників.

2. Високі кредитні ставки завжди складали основу багатомільярдних корупційних доходів керівництва НБУ при рефінансуванні.

3. Високі відсоткові ставки, девальвація та інфляція знищують існуючий бізнес, знеціняють активи, і їх може за безцінь скупити будь-хто.

Підсумовуючи все вищесказане, можна зробити висновок, що основною причиною економічної кризи, яка розгортається в Україні, є непомірно високі відсоткові ставки за кредитами, що базуються на таких же непомірних

депозитних ставках і ставці рефінансування НБУ, причиною чого є відсутність у державі макроекономічної політики. [345].

3 березня 2015 року голова Національного банку України Валерія Гонтарева анонсувала новий пакет адміністративних заходів, покликаних, за задумом чиновників банківського регулятора, допомогти стабілізації ситуації на фінансовому ринку. Опубліковані дві його постанови (№160 і №161 від 3 березня 2015 р.), розкрили зміст цих заходів. Зокрема, відтепер юридичним особам для купівлі валюти знадобиться довідка з податкової про відсутність заборгованості за податками, зборами, платежами, а в окремих випадках — і акт цінової експертизи, а ще — довідка з Нацкомісії з цінних паперів і фондового ринку, що підтверджує відсутність ознак фіктивності здійснення цієї операції. Також Нацбанк, зберігши норму про обов'язковий продаж 75% валютної виручки, встановив вимогу, щоб розрахунки за експортними та імпортними операціями не перевищували 90 днів. Серед іншого вони вносять зміни до діючих (№124 від 23 лютого 2015 р.), чи то вже не діючих (№758 від 1 грудня 2014 р.) нормативних документів. До яких уже вносилися зміни (і зміни на зміни) шляхом додавання і/або усунення тих чи інших абзаців і пунктів. Треба сказати, що раніше — на початку грудня 2014-го — Нацбанк уже не вперше тимчасово подовжував обмеження, запроваджені ним самим і теж тимчасово наприкінці серпня — на початку вересня минулого року (№540 від 29 серпня 2014 р.). Тоді це теж відбувалося зі змінами до раніше впроваджених обмежувальних постанов, які, звісно, теж були спрямовані на стабілізацію ситуації на валютному ринку України, а також у банківському і фінансовому секторі... При цьому нацбанківські розробники цих документів, окрім Конституції України і закону про Національний банк, посилаються й на такий документ, як декрет Кабінету Міністрів України "Про систему валютного регулювання та валютного контролю", датований 19 лютого 1993 р. Документ, який теж, напевно, приймався тимчасово, на зміну якому невдовзі мали ухвалити повноцінний закон. Однак останньому так і не судилося з'явитися за вже більш як 22 роки [346].

Хоча вплив діючого в Україні зведення норм валютного регулювання гостро й значною мірою персонально відчувається бізнесом з українським капіталом, іноземними інвесторами та й просто фізичними особами. Останніх, до речі, валютний контроль змушує або залишатися вічними "потенційними інвесторами" (у тому розумінні, що їхні можливості отримувати зарубіжні активи так і залишаються можливостями — нереалізованими), або ставати порушниками закону й підсобниками корупції. Саме зміни в сфері валютного регулювання стануть лакмусовим папірцем для перевірки справжності намірів керівництва країни здійснити дерегуляцію та забезпечити реальні, а не декларативні економічні свободи. Як показує дослідження, останні десять років усі уряди постійно декларували курс на полегшення регуляторного тиску на бізнес та інші спрощення, старанно оберігаючи при цьому "стабільну систему валютного контролю". В Україні "транскордонне" валютне регулювання фактично зводилося до створення складнощів для виведення капіталу та обмеження доступу резидентів до іноземної валюти. Через нестабільність гривні і відсутність доступних альтернативних об'єктів інвестування, іноземна валюта в Україні стала не просто інструментом розрахунків за імпортом і виведення інвестицій і прибутку від них, а ще й одним з основних інвестиційних інструментів. Для багатьох ні монополія гривні, як засобу платежу в "білому" торговельному обороті, ні вищі ставки за гривневими депозитами не є достатнім аргументом, що дестимулює інтерес до іноземної валюти. Такий невичерпний інтерес пояснює статистика, згідно з якою гривня з моменту її впровадження в обіг, подешевшала стосовно долара США більш як удесятеро. Як наслідок, спосіб мислення й поведінки широких кіл і ділової, і "неділової" громадськості незмінний уже багато років і передбачає тактику: накопичувати валюту за будь-якої можливості. Певною мірою це пояснює прагнення законодавця використовувати валютний контроль як засіб впливу, щоб демотивувати населення й бізнес "іти у валюту". Недивно, що в Україні валютний контроль оперує переважно не регламентуючим, а обмежувальним і заборонним інструментарієм. Такий стан справ зберігається з 1993 р., коли було прийнято

діючий досі декрет Кабінету міністрів "Про систему валютного регулювання та контролю". Обмежувальні інструменти валютного контролю — на будь-який смак, серед них: — режими банківських рахунків, що обмежують способи розпорядження коштами; — обмежені терміни для розрахунків за товари, роботи й послуги щодо експортно-імпортних операцій; — обов'язковий продаж надходжень в іноземній валюті; — деталізовані правила купівлі іноземної валюти, що потребують у кожному випадку обґрунтування потреби в купівлі; — встановлення денних лімітів на придбання фізичними особами готівкової іноземної валюти, обмеження щодо вивезення готівкової валюти за межі України; — необхідність одержання індивідуальних ліцензій на здійснення окремих валютних операцій (включаючи інвестиції за межі України, відкриття рахунків за кордоном і розміщення коштів на них). При цьому специфіка українського законодавства про валютний контроль полягає не тільки в безлічі правил, але й у їхній невпорядкованості.

Більша частина перелічених вище обмежень прямо встановлена декретом Кабміну "Про систему валютного регулювання та контролю" (що має силу закону) та іншими законами України. Разом з тим ряд обмежень (включаючи, наприклад, обмежувальний режим банківських рахунків представництв нерезидентів, вимога про одержання акта цінової експертизи) прямо не передбачені законами і не деталізуються в їх тексті. Такі обмеження встановлено підзаконними актами. Деякі підзаконні акти мають спорадичний і несистемний характер і, більш того, встановлюють обмеження або правила (іноді де-юре тимчасові, але де-факто практично перманентні), які не завжди співвідносяться з базовою регуляторною системою валютного контролю.

Незважаючи на обтяжливість правил валютного регулювання, попит населення на іноземну валюту не знижується (і навіть частково задовольняється), а валюта, як і раніше, виводиться за кордон тими, хто цього хоче.

Діючі правила валютного регулювання і валютного контролю всіляко перешкоджають легальному відпливу капіталу з України. Звісно, у такій

ситуації і транснаціональні компанії, і численні "кіпрські інвестори" воліють не заводити капіталу у країну, з якої вони потім не зможуть його вивести. Вимога обов'язкового продажу валютних надходжень провокує прагнення не поспішати з перерахуванням валютної виручки в країну. Невигідність і складність виплати українськими компаніями дивідендів за кордон провокує (окрім податкових міркувань) інвесторів вдаватися до позикового фінансування, а не до інвестицій, виплачуючи відсотки за кредитними договорами замість дивідендів.

Бізнес-реальність, у якій не можна виплачувати дивіденди, дещо конфліктує з гаслами про лібералізацію, відкритий ринок і поліпшення клімату для бізнесу.

У такій ситуації безумовною є необхідність масштабних і комплексних змін у підходах держави до обсягу й форм валютного контролю. Надію на лібералізацію підживлюють і міжнародні зобов'язання України.

Так, підписаною Україною Угодою про асоціацію з Європейським Союзом передбачено, що сторони угоди зобов'язуються забезпечити вільний рух капіталу, пов'язаний з портфельними інвестиціями, наданням кредитів і послуг.

З урахуванням української специфіки відмова від обмежень може супроводжуватися перехідним періодом, протягом якого може знадобитися дотримання низки умов. Наприклад, вільне переміщення капіталу фізичними особами буде дозволено лише в розмірі сум, з яких були сплачені належні податки. До речі, при підготовці чергового реформаторського закону (проект №5079 про податкову реформу) урядом пропонувався схожий підхід. В умовах, коли немає ні свободи, ні масової готовності платити податки, такий підхід може розірвати зачароване коло — це свого роду "свобода в обмін на прозорість і сплату податків".

Програма внутрішньої "девалютизації". Повинні з'явитися привабливі об'єкти для інвестування й заощадження, альтернативні іноземній валюті, що має знизити тиск на роздрібний валютний курс. Ці об'єкти можуть виникнути в результаті нової хвилі приватизації, або запуску затребуваних державних

програм (наприклад, програми недорого житла), або реформування системи пенсійного забезпечення.

Безумовно, для того, щоб спрацювала більшість ідей, потрібен модернізований фондовий ринок (хоча можна сказати й "потрібно буде створити фондовий ринок"). Валютні заощадження українських громадян, що перебувають "під матрацами", слід дозволити інвестувати в надійні зарубіжні активи, які приносять нові валютні (до речі, оподатковувані) доходи інвесторам. Зрозуміло одне: залишати ситуацію в незмінному вигляді неприпустимо. І, схоже, гірше від пропонованих змін уже не буде.

Валютний контроль — не єдиний інструмент. Досвід західних країн підказує, що не лише валютним контролем можна ефективно регулювати поведінку при здійсненні зовнішньоекономічних та інших валютних операцій. Є механізми, які на практиці здатні органічно впливати на рух капіталу й при цьому не гальмувати розвитку економіки і діяльності бізнесу. Насамперед ідеться про податкові механізми (трансфертне ціноутворення, правила тонкої капіталізації, фіскальні преференції та обмеження). Прозора й досить проста система державного управління загалом і валютного контролю, зокрема, зручна для потенційного інвестора (як внутрішнього, так і зовнішнього), сприяє залученню нових інвестицій і збільшенню обсягу існуючих. Історія показує, що жорстке й непрозоре валютне регулювання в середньо- і довгостроковій перспективі призводить або до поганого, або до дуже поганого результату. Зарегульованість вигідна тільки тим, хто регулює, тобто бюрократичному прошарку. Будувати ефективну систему на застарілому фундаменті діючих норм про валютне регулювання є поганим і половинчастим рішенням. Спроба перманентно регулювати правила "тимчасовими заходами" може обернутися у довгостроковій перспективі розхитуванням економіку і зменшенням довіри внутрішніх і зовнішніх інвесторів у надійність місцевих інвестиційних інструментів і валюти як такої.

Коливання обмінних курсів мають безпосередній вплив на рівень добробуту населення країни. При цьому, висока мета турботи про добробут

населення не повинна призводити до спокуси силового управління валютним ринком, як це відбувається в Україні. Врешті досвід навчив, і, як зазначають Р.О.Заблоцька, О.В.Сніжко і О.І.Шнирков, розуміння безперспективності політики адміністративного регулювання зовнішньоекономічних та валютних відносин знайшло відображення в Україні в поверненні до ринкових методів. [140]. З цього приводу О.О.Траверсе застерігає, що при здійсненні валютної політики треба враховувати, що будь-яка адміністративно чи економічно не обґрунтована довгострокова зміна валютного курсу небажана, навіть якщо вона передбачає стимулювання експорту або інші конкурентні переваги.

Відповідаючи рівню розвитку національного виробництва або перебуваючи з ним у протиріччі, режим обмінного курсу може прискорити або уповільнити економічні тенденції у валютній сфері.

Плаваючі обмінні режими, на переконання О.О.Траверсе, дають змогу долати наслідки кризи, пов'язаної із заборгованістю, та протидіяти зовнішнім "шокам". [232, с. 41] При цьому, великого значення набуває прогнозування обмінних курсів, яке, як зазначає П.Н.Тесля, спирається на використання широкого кола таких економічних змінних, як споживацькі витрати, інвестиції, збереження, експорт та імпорт, об'єм грошової маси, темп інфляції, індекси продуктивності праці, статистика, індекси цінних паперів і т.п. Обробка даних здійснюється методами економетрики або експертно. При чому, підкреслює П.Н.Тесля, експерти, як правило, дають більш надійні прогнози, ніж економетрики. [139, с. 131]

Зростання ціни іноземної валюти перш за все означає для населення скорочення можливостей споживання імпортних товарів і збільшення споживання товарів місцевого виробництва.

Крім цього, якщо в країні відчувається дефіцит товарів місцевого виробництва, то збільшення попиту на них при обмежених можливостях виробництва (як це має місце в Україні) веде до зростання цін на ці товари. З іншого боку, зростання курсу іноземної валюти веде до зменшення пропозиції товарів, виробництво яких має зв'язок з зарубіжними партнерами. При цьому,

С.Я.Боринець зазначає, що якщо темпи інфляції в країні в середньому вищі, ніж в країнах торговельних партнерів, то з часом ця різниця акумулюється і призводить до зростання реального обмінного курсу. [26, с. 291]

Провідні українські монетаристи ще раз наголошують на абсолютно очевидному: девальвація курсу гривні однозначно веде до зростання пасивного сальдо чистого експорту, до зростання втрат від зовнішньоторговельної діяльності, до демонетизації економіки України. [275, с. 282]

Отже, стан ринку іноземних валют має важливе значення для економічного стану країни в цілому, відображає здоров'я її економіки та є важливим критерієм наявності передумов економічного зростання.

Для економіки, в якій значну частку займає експорт, як це є в українській економіці, ринок іноземних валют є важливим щоденним інструментом фінансової діяльності і фактором планово-прогнозного формування стратегії господарської діяльності великої кількості підприємств і, навіть, цілих галузей.

Таким чином, фінансові ринки держави є провідним носієм ділової активності в країні, є лакмусовим папірцем її економічного стану, а також важливим показником економічної стабільності в державі та найчутливішим детектором економічного зростання.

Фондовий ринок країни знаходиться в залежності від позиції Уряду і Національного банку щодо державних облігацій та акцій відкритих акціонерних товариств з долею державної власності. Законодавчі параметри оподаткування дивідендів та політика бюджетної регламентації фондових операцій, безумовно, окреслюють фінансове поле для роботи з цінними паперами.

На валютному ринку, який є найбільш чутливим до посилів економічного клімату, найбільшим впливом володіє Національний банк. Через пропозицію грошової маси, рівня банківського резервування, регулювання золотовалютних запасів, правил валютного обміну і обороту, він безпосередньо формує курсову політику. Але і бюджетні валютні параметри та оподаткування валютних операцій Урядом задають певні рамки «валютного коридору», що в свою чергу впливає на інвестиційну привабливість українського ринку.

Отже, для прискорення розвитку фінансового ринку в Україні як необхідної умови забезпечення передумов економічного зростання обов'язковим є використання важелів податково-бюджетної та грошово-кредитної політики, при чому, у їх поєднанні та взаємозв'язку.

Висновки до 2 розділу

Проведений аналіз функціонування фондового ринку України в умовах фінансової нестабільності в світі дає змогу зробити такі висновки:

Сучасний фондовий ринок України знаходиться на етапі свого становлення. Аналіз світової системи фондових ринків показує, що він має не лише низький рівень практичного розвитку, але й недостатній рівень інтегрованості зі світовими фондовими ринками. Український фондовий ринок сьогодні не здатний забезпечувати економічну безпеку країни.

Створення нової економічної системи в Україні вимагає докорінних трансформаційних змін системи господарювання, переосмислення і перевтілення організаційних, виробничих, технологічних, наукових, інноваційних відносин, відносин власності та взаємодії суб'єктів економіки між собою і у відносинах з державою в загальному економічному процесі.

Розвиток фондового ринку України залежить від ефективності інституалізації національної моделі фондового ринку, чіткого розуміння теоретичних та організаційних засад його розвитку.

Одна із причин занепаду полягає в тому, що він не відповідає інтересам потенційних учасників ринку, через що значна кількість населення не бере участі у процесах інвестування.

Державна політика, направлена на зменшення монополізації економіки, призведе до приросту доходів населення, зростання продуктивності праці, збільшення кількості робочих місць та підвищення офіційної зайнятості.

Необхідним є створення інституційних умов для захисту прав власності, що сприятиме виникненню потреби у ринкових інститутах, наслідком чого стане реструктуризація економіки, зростання обсягів організованого фондового ринку (макрорівень) та збільшення ефективності корпорацій (мікрорівень).

Позитивно вплинути на формування економічного мислення у населення, яке визначає його господарську поведінку, здатна економічна освіта та просвітницька діяльність.

Необхідно також удосконалити методи управління суб'єктами економіки та методи регулювання їхньої взаємодії, тобто, постає потреба формування нових підходів державного регулювання макроекономічних процесів.

Роль держави у становленні національного фінансового поля полягає не лише у формуванні фінансових, а й у активізації і стимулюванні суб'єктів господарської діяльності для здійснення фінансових запозичень та розвитку фінансово-банківської системи економіки.

Результати дослідження по першому розділу опубліковані автором у таких наукових працях [113, 114].

РОЗДІЛ 3. ФОНДОВИЙ РИНОК УКРАЇНИ ТА МЕХАНІЗМ ЙОГО РЕГУЛЮВАННЯ В УМОВАХ ЄВРОІНТЕГРАЦІЇ

3.1. Особливості формування механізму регулювання фондового ринку України

В основі функціонування фондового ринку лежать специфічні фінансово-економічні механізми між учасниками ринкового простору, які виступають одночасно частиною ринку і його рушійною силою.

Механізм функціонування фондових ринків є досить чутливим до суб'єктивних факторів, що діють у сфері економічних відносин. Порушення стану динамічного балансування у середині фондового ринку та між його відносно окремими сегментами призводить до руйнівних наслідків в усіх сферах економічного життя. Демонстрацією такого впливу фондового ринку на сучасні економічні системи є періодичні світові фінансові кризи.

До двадцятого століття механізми регулювання фондових ринків країни світу були майже відсутні. Це було проявом домінування концепцій класичної економічної теорії, що визнавала функціонування стихійного механізму ринкової економіки і здатність її до саморегулювання (А. Сміт, Д. Рікардо). Але світова фінансова криза 1929-1933 років показала, що використання концепцій А. Сміта посилює хаотичність всієї економіки і фондових ринків зокрема.

Протилежний підхід, як відомо запропонував Дж. Кейнс. Відповідно до принципів економічної теорії Дж. Кейнса основна роль фондового ринку полягає у збільшенні інвестицій в економіку. Дж. Кейнс зазначав, що ринок підсилює властиву ринковій економіці нестабільність і виступає каталізатором кризових явищ для реального сектору економіки країни. Тому фондовий ринок, як і будь-який сектор економіки, потребує обов'язкового посилення регулюючої ролі держави [100]. Як наслідок, у той історичний проміжок часу, інфраструктуру фондового ринку будували на державному контролі.

Економічна криза 1973-1974 років у свою чергу показала, що активне та надлишкове втручання держави в економіку країни також не в змозі попереджувати кризові явища. Як наслідок, у розвинених країн помітно зменшувалися втручання у ринкові процеси. Це передусім позначалося на дерегулюванні фінансових ринків. Зазначимо, що саме на етапі реалізації економічних принципів неоконсерватизму (невтручання держави у діяльність суб'єктів ринку) прискорилися процеси глобалізації економіки, формування єдиного світового фондового ринку. Але, процеси глобалізації фінансової діяльності, а також трансформація та інтеграція фондових ринків останніх років призвели до зміни та ускладнення інфраструктури даних ринків, і як наслідок до потреби удосконалення механізму їх регулювання.

На нашу думку, економічне значення лібералізації і демократизації фондових ринків не підлягає сумніву, але ці тенденції створили підвищену нестабільність ринку. І хоча конкуренція і вільний доступ учасників на фондовий ринок є ключовими поняттями ринкової економіки, кризи свідчать про те, що лібералізація ринків не була відповідним чином скомпенсована удосконаленням механізмом державного регулювання.

Історично сформувалися два механізми регулювання фондового ринку державне (зовнішнє) та саморегулювання (внутрішнє) [14, с.277; 17, с.366; 257, с.148]. Але, на нашу думку даний поділ у сучасних умовах функціонування фондових ринків є вузьким, і не відображає практичних аспектів регулювання фондових ринків та викликає протиріччя або стає неадекватним внаслідок об'єктивних ринкових умов. Адже, не враховується регулювання яке відбувається з боку фондових бірж, які на сучасному етапі є основною структурною частиною фондового ринку, а отже їх вплив на процес регулювання необхідно окремо виділяти від регулювання професійних учасників фондового ринку. Також у наслідок глобалізаційних процесів у сучасному світовому господарстві, на практиці вже відбувається міждержавна координація та створюються міжнародні організації щодо регулювання світових фондових ринків та зв'язків між ними. Важливою

особливістю сучасних фондових ринків є величезна увага з боку суспільства, а отже їхня думка опосередковано впливає на регулювання фондового ринку країни. Відповідно до вищесказаного, ми пропонуємо наступні розширені форми механізму регулювання сучасних фондових ринків країни: державне регулювання фондових ринків; саморегулювання фондових ринків; біржове регулювання фондових ринків; міжнародне регулювання фондових ринків; громадське регулювання фондових ринків (Рис. 3.1) Відповідно необхідно більш детально розглянути кожна з запропонованих форм механізму регулювання фондових ринків.



Рис. 3.1. Механізм регулювання сучасного фондового ринку

Державне регулювання фондових ринків. Загалом під державним регулюванням фондових ринків розуміють механізм державного впливу на структуру фондового ринку у відповідності з обраними державними цілями розвитку фондового ринку та економіки країни [14, с.281; 39, с. 263;133, с. 40-41; 191, с.96; 205, с. 123; 221, с.147].

Сучасні науковці та практики розглядають велику кількість державних механізмів регулювання фондового ринку, деякі з яких вже були перевірені часом на практиці. Для ефективного впливу на фондовий ринок, держава має необхідні важелі та інструменти здійснення нагляду та контролю за їх

функціонуванням. Однак, як вже зазначалося, існує небезпека того, що дії держави можуть послабити або повністю нівелювати позитивний вплив фондового ринку на економіку країни. З цього випливає, що при роботі з фондовим ринком особливо важливо знайти правильне співвідношення між його розвитком і межами державного регулювання ринку. Загальновідомо, що держава регулює фондовий ринок використовуючи закони, нормативні акти, правила та спеціальні органи для забезпечення справедливого, ефективного та стабільного функціонування ринку. Одночасно з цим держава використовує засоби, що направлені на розвиток фондового ринку країни використовуючи стимули і примус з метою забезпечення вільного та надійного доступу інвесторів та емітентів до широкого спектру інструментів для роботи з цінними паперами [56, 108, 115, 126, 142, 146, 149, 159].

Для обґрунтування методологічних засад удосконалення механізму державного регулювання фондового ринку країни, на нашу думку, доцільним є розгляд основних функцій, методів та моделей державного регулювання.

Після аналізу літературних джерел [216, 221, 230], механізм державного регулювання фондового ринку, пропонуємо розглядати в розрізі двох основних функцій - керуючої та розвиваючої.

Важливо зауважити, що там де держава має намір викликати швидкий розвиток фондового ринку є імовірність більш широко і сильного втручання, для того, щоб стимулювати зростання. Однак інтенсивне втручання збільшує імовірність спотворення напряму розвитку фондового ринку. Крім цього міркування про інтенсивність, позитивний або негативний вплив державного втручання залежать від того, чи доречно державі втручатися у дані обставини і наскільки вірно це втручання націлене та здійснено.

Отже, на нашу думку, можливі три основні види розвиваючої функції державного регулювання фондового ринку.

1. Безпосереднього впливу на фондовий ринок країни. Даний вплив держава може здійснювати шляхом: збільшення кількості акціонерних

товариств на фондовому ринку; збільшення кількості цінних паперів в обігу на фондовому ринку; зниження вартості посередницьких послуг.

2. Опосередкований вплив на фондовий ринок. З метою стимулювання розвитку фондового ринку, держава може змінювати політику у тих областях які мають вплив на ринок. Даний вплив держава може здійснювати шляхом: поставити верхню межу на розмір кредиту, що видають підприємствам комерційні банки і знизити діючу облікову ставку на банківські депозити, підштовхуючи, таким самим, інвесторів, підприємства, що мають на меті збільшення капіталу, та населення до фондового ринку; стимулювати ліквідність фондового ринку шляхом встановлення низького або нульового податку на збільшення ринкової вартості капіталу від прибутку по операціях з цінними паперами, обкладаючи у той же час податком інші види невиробничого доходу.

3. Вплив на фондовий ринок через загальну політику держави. Даний вплив держава може здійснювати шляхом: підтриманням надійної та стабільної макроекономіки, триманням облікової ставки на низькому, але позитивному рівні і скасуванням диференціального мита з інвестиційних альтернатив; послабленням правил і процедур з іноземними інвестиціями, з метою поліпшення інвестиції у закордонні інвестиційні портфелі.

Зрозуміло, що держава має відповідні важелі впливу на стимулювання розвитку фондового ринку. Але варто зазначити, що даний вплив повинен бути ефективний та збалансований. У тих випадках, коли значна кількість прибуткових підприємств знаходяться на межі своїх кредитних можливостей і їх зростання стримується високою вартістю нарощування капіталу на фондових ринках, ефективно і необхідно використовувати інструменти першого варіанту (безпосереднього впливу), за допомогою якого можливе посилення розвитку ринку і задоволення потреб товариств. З іншого боку, якщо сукупне значення заощаджень інвесторів є низьким для того, щоб забезпечити ефективний попит на нові цінні папери, або прибутковість підприємств у загальному низька, то втручання за першим варіантом буде

неефективним або спотворить інвестиційні рішення. У цьому випадку краще застосувати заходи другого та/або третього варіанту з метою створити сприятливий клімат для інвестицій у цінні папери.

Друга функція державного регулювання фондового ринку – керуюча. Можна виділити основні чотири її види, кожен з яких має певний набір інструментів і прийомів, що дозволяє з певною часткою ефективності керувати розвитком фондового ринку.

1. Розсудливий контроль встановлює для учасників фондового ринку вимоги до адекватності розміру капіталу і створює систему спостережень і забезпечення виконання цих вимог. Він регулює прямі відрахування капіталу, норма яких встановлюється на такому рівні, щоб мати можливість протистояти ринковим кризам, таких як можливий шкідливий вплив у результаті фінансового краху посередника.

2. Захисний контроль встановлює структуру взаємовідносин між посередниками та їх клієнтами, а також малими і великими інвесторами. Особлива увага приділяється розкриттю інформації, прозорості контрактних взаємин і абсолютної відповідальності, заснованої на довірі. Витрати, що виникають тим більше, чим більше ступінь захищеності малого і найменш підготовленого інвестора.

3. Організаційний контроль проводиться для встановлення та функціонування таких організацій, як фондові біржі, розрахункові палати та системи ринкової інформації. Він направлений на те, щоб, враховуючи змагальність ринку в пропозиції цих послуг, накладати у той же час зовнішні критерії, такі як надійність і технічна підготовленість виробника послуги з метою захисту стабільності системи у цілому.

4. Структурний контроль дозволяє державі керувати обсягом і складом фондового ринку у цілому через такі механізми, як обмеження на діяльність іноземних інвесторів, емітентів, посередників, а також на конкретні фондові інструменти, які можуть виступати предметом купівлі-продажу.

Після розгляду основних двох функцій державного регулювання фондового ринку та проведення аналізу наукових джерел [16, 73, 108, 115, 126, 172, 205, 259], на нашу думку, доцільно виділити методи державного регулювання фондового ринку, які покликані забезпечити його становлення та ефективне функціонування. До основних методів державного регулювання належать: метод функціонального регулювання, метод фінансового регулювання, інституціональний метод, метод технічного регулювання, метод антикризового регулювання, метод регулювання колективних інвесторів, метод саморегулювання та антимонопольний метод.

Дослідження основних існуючих світових моделей державного регулювання показало, що більшість вчених поділяють моделі державного регулювання фондового ринку на американську та європейську, що спираються на історичний досвід регулювання фінансових ринків відповідних країн. На нашу думку, сучасний етап розвитку фінансових ринків та фондового ринку як важливої його складової, більш доречним є поділ моделей державного регулювання фінансових ринків запропонований С.З. Мошенським Науковець виділяє чотири основні моделі державного регулювання фінансових ринків: традиційну секторальну модель, модель мегарегулятора, модель перехресного регулювання, модель регулювання згідно функцій фінансового ринку [147, с.120-121].

Традиційна секторальна модель – повноваження регуляторних органів розподіленні по секторам фінансового ринку (банківському, страховому, сектору фондового ринку). Модель мегарегулятора - контроль за будь-якою діяльністю з надання фінансових послуг (банками та небанківськими організаціями, валютний, фондовий ринок) проводить єдиний орган, так званий мегарегулятор. Опції мегарегулятора об'єднують функції регулятивних органів, які увійшли до нього. Модель перехресного регулювання (так звана Twin-peak model) - повноваження з пруденційного нагляду передані одному органу, а повноваження з регулювання комерційних операцій на фінансовому ринку - іншому. Пруденційний нагляд

- попередній, нагляд, що дозволяє реєструвати потенційні можливості ускладнень і проблем у діяльності фінансових інститутів. Модель регулювання згідно функцій фінансового ринку, орієнтовану не на розподіл функцій регулювання по секторах ринку і групам учасників, а за завданнями регулювання (її можна вважати розширеним варіантом моделі перехресного регулювання) [147, с.120-121]. Г. Ді Джорджіо, С. Ді Нойя і Л. П'ятті зазначають, що орієнтація на дану модель передбачає зміну структури існуючих регулятивних органів, що може привести до виникнення нової системи з чотирьох органів: 1) центральний банк (відповідає за загальну фінансову політику), 2) орган із забезпечення стабільності (здійснює нагляд за всіма секторами фінансового ринку); 3) орган із забезпечення інформаційної прозорості; 4) орган із захисту прав інвесторів [260]. Відповідно, використання такої моделі може підвищити інформаційну прозорість і загальну стабільність, а захист інтересів інвесторів в інтегрованому ринковому середовищі може стати значно ефективніше. На нашу думку, основним недоліком цієї моделі є ризик надмірного дроблення компетентності кожного з регулятивних органів.

Незважаючи на загальну для всіх країн мету - прискорення інтеграції фінансових ринків, у звіті «комітету Ламфалуссі» підкреслювалося, що у країнах ЄС структура регуляторної системи є занадто «мозаїчною» (оскільки там існує більше 40 регулятивних організацій), інакше кажучи - фрагментованої, і ця система не може адекватно реагувати на зміни, що відбуваються на сучасних фінансових ринках [260].

Відповідно, можна погодитися з С.З.Мошенським, який стверджує, що посилення державного контролю за фінансовим ринком стало цілком природною реакцією на лібералізацію фінансових операцій і зростання мобільності фінансового капіталу у глобальному масштабі. Оскільки традиційний секторний підхід до регулювання фінансових ринків виявився недостатньо результативним, у сучасних умовах проблема узгодженості діяльності органів державного регулювання вирішується або за допомогою

міжвідомчих консультативних робочих груп, або за допомогою створення єдиного органу комплексного нагляду та регулювання - мегарегулятора. Як правило, таким мегарегулятором стає організація, яка проводить нагляд (принаймні пруденціальний) за діяльністю як мінімум трьох секторів ринку фінансових послуг - банківського, страхового, фондового ринку [147, 124-125].

Загальною для країн ЄС тенденцією, є підвищення інтеграції та консолідації регулятивних органів. Основний висновок, зроблений у доповіді Європейського центрального банку «Останні тенденції в структурах нагляду ЄС і країн, що приєдналися» полягає у тому, що відзначається явна тенденція до зменшення кількості регулятивних організацій і концентрації їх функцій, проте єдиної моделі консолідації регулятивних функцій поки не існує з причини відмінностей національних фінансових систем [220].

На нашу думку, така тенденція, веде до створення мегарегуляторів і набуває все більшого поширення на фінансових ринках. Позитивним від створення мегарегулятора ми вважаємо те, що він дає можливість краще проводити моніторинг універсальних перехресних пропозицій, сек'юритизованих транскордонних фінансових продуктів і фінансових конгломератів. Крім того, переваги моделі єдиного мегарегулятора - в економії витрат на діяльність кількох регулятивних органів і в більш раціональній структурі. Необхідно зазначити, що у разі застосування традиційної секторної моделі і досить ефективної організації механізмів взаємодії між окремими наглядовими органами, потреби у створенні мегарегулятора взагалі немає. До того ж створення мегарегулятора може призводити до посилення загальної бюрократизації регулятивної системи.

Крім державного регулювання важливою формою механізму ефективного регулювання фондового ринку є його саморегулювання за допомогою саморегульованих організацій (СРО).

Саморегулювання передбачає встановлення не тільки суворих правил гри для самих учасників ринку, а й санкції за їх порушення та механізми розв'язання конфліктів між учасниками ринку. З одного боку, це певною мірою обмежує свободу учасників СРО, але з другого – самі правила гри та вирішення конфліктів здійснюються учасниками ринку безпосередньо, без прямого втручання держави. На сучасному етапі розвитку економіки саморегулювання постає найбільш досконалою моделлю взаємовідносин суб'єктів господарювання та їхніх споживачів.

Саморегулювання - основа індустрії західного фондового ринку від самого початку, оскільки там самоорганізація була основною у створенні інститутів фондового ринку. Спочатку учасники ринку регулювали його діяльність самі, без участі держави та влади. Середньовічні ремісники близьких професій об'єднувалися в цехи та домовлялись про правила діяльності, стандарти якості продукції. Звичаї кожного цеху вимагали від його членів певних професійних знань і вмінь, а також дотримання професійних і етичних норм, отже, контроль потрібен був для того, щоб ніхто не зганьбив честі майстра або члена цеху перед клієнтами. У той же час цех захищав права своїх членів перед іншими суб'єктами економічної діяльності.

Прикладом СРО в Росії можна вважати створену 1870 р. Московську біржу, згідно зі статутом якої на її представницький орган – біржовий комітет – покладался захист інтересів біржового співтовариства перед державними і громадськими організаціями. Практично ті самі функції, але на якісно іншому рівні, виконують і сучасні СРО.

Розподіл функцій та повноважень між державними органами та саморегульованими організаціями зумовлений культурними та історичними традиціями кожної країни, а також рівнем розвитку фондового ринку. Відповідно, можна виділити різні моделі участі саморегульованих організацій у процесі становлення та розвитку фондового ринку. Перша, ліберальна модель характерна для країн із розвиненим фондовим ринком,

сталими традиціями саморегулювання. Вона передбачає, що процес реформування здійснюють СРО практично без участі держави. Цій моделі притаманна активна роль СРО у розробленні та впровадженні професійних стандартів діяльності. Такий тип організаційної моделі застосовується у США, Канаді, Мексиці та інших країнах. Друга, централізована модель припускає регулювання фондового ринку, насамперед, державними органами із залученням тією чи іншою мірою СРО (як правило, це формальне залучення). Такий тип організаційної моделі взаємодії держави та СРО характерний здебільшого для країн із жорсткою системою державного регулювання та нерозвиненими демократичними принципами ведення бізнесу. До цього типу можна віднести системи багатьох постсоціалістичних держав, наприклад Україну, де СРО відіграють переважно пасивну роль, забезпечуючи через відведені їм функції реалізацію рішень державних органів.

Третя, рестрикційна модель передбачає обмеження державного регулювання на користь саморегулювання та створення оптимальної моделі взаємодії двох пов'язаних між собою процесів – державного регулювання і ринкової саморегуляції. Для цієї моделі характерні різноманітні варіанти співвідношення державного і професійного типів регулювання. У такій моделі СРО є засобом дебіюрократизації економіки, інструментом захисту професійних учасників фондового ринку від надмірного, неефективного та необґрунтованого втручання держави. Саме цей варіант є найбільш цікавим для України, оскільки, на відміну від розвинених країн, в Україні спочатку сформувалася система державного регулювання, і лише потім стали формуватися засади саморегулювання, які, на жаль, досі залишаються доволі слабкими під сильним тиском державної бюрократії.

До найважливіших принципів державної політики на фондовому ринку має бути віднесений принцип максимального саморегулювання (держава регулює діяльність суб'єктів ринку лише в тих випадках, коли це абсолютно необхідно, і делегує частину своїх нормотворчих і контрольних функцій

професійним операторам ринку цінних паперів, організованим у саморегульовані організації). Введення саморегулювання покликане мінімізувати державні витрати на створення інфраструктури ринку, оскільки відбувається перекладання контрольних та наглядових функцій за діяльністю суб'єктів із держави на самих учасників ринку. При цьому із держави знімаються явно надлишкові функції і, як наслідок, знижуються бюджетні витрати, а фокус державного нагляду зміщується з нагляду за діяльністю в бік нагляду за результатом діяльності.

Саморегулювання означає добровільне накладення професійними учасниками фондового ринку на себе певних обмежень. Один із розробників саморегулювання на фондовому ринку, голова SEC Вільям Дуглас уважав, що самодисципліна завжди більш бажана, ніж дисципліна зверху. Він стверджував, що уряд може задовільно працювати тільки за допомогою заборон, що залишає недоторканими великі ділянки діяльності, які не піддаються державному регулюванню, оскільки перебувають за межами периферії закону, у сфері етики і моралі, в яких ефективно може працювати лише саморегулювання [258]. Джон Дікінсон, голова комітету з регулювання фондової біржі в адміністрації Рузвельта, теж уважав, що, якщо державне регулювання намагається зробити занадто багато і охопити своїм контролем усе, то воно наражене на небезпеку руйнування під дією власної ваги і доведе свою неефективність [258]. Отже, головною причиною для прийняття принципів саморегулювання є те, що СРО спроможні швидше, ніж державні установи, реагувати на зовнішні зміни. Професійні учасники ринку більш обізнані з тонкощами діяльності фондового ринку, що призводить до більш точного виконання регулятивних функцій.

Загалом під саморегулюванням фондових ринків розуміють об'єднання професійних учасників фондового ринку (дилерів, брокерів, депозитаріїв та інших спеціалізованих інститутів), що не мають на меті отримувати прибуток, а створюються з головною цілю захисту прав та інтересів усіх учасників фондового ринку [43, 113, 115, 133, 191, 205].

Ю.Я.Кравченко зазначає, що дану форму механізму регулювання фондового ринку можливо визначити інституціонально-правовою, що виступає допоміжною по відношенню до державного регулювання фондового ринку [115, с.631].

Найяскравішим прикладом успішного функціонування механізмів саморегулювання є фінансовий ринок США, де саморегулювання існувало ще задовго до того, як з'явилися перші спеціалізовані державні органи регулювання.

Аналіз наукових джерел [18, 108, 133, 134, 191, 229] показав, що розвиненість саморегулювання фондового ринку відображає динаміку ринкових відносин, ступінь їх досконалості, наявності механізмів саморегулювання суб'єктів ринку.

Значене місце у механізмі регулювання фондового ринку належить фондовим біржам, які несуть основне навантаження по забезпеченню ефективності функціонування ринку, організації торгів, ліквідності та надійності ринку.

Фондові біржі в механізмі регулювання фондового ринку виконують наступні основні функції [17, с. 370]: встановлює правила прийому до членів біржі; розробляють правила і процедури лістингу та делістингу цінних паперів; встановлюють правила біржової торгівлі, порядок проведення операцій і розрахунків по угодах, визначають розмір комісійних зборів та відрахувань на користь біржі; вимагають від учасників угод дотримання правил поведінки та професійної етики; забезпечують інформаційну прозорість ринку, публікуючи інформацію по угодах, цінах, обсягах торгів; здійснюють контроль за діяльністю учасників біржової торгівлі і встановлюють систему адміністративних та економічних санкцій за порушення правил.

Процеси глобалізації та інтеграції, що відбуваються у світовому господарстві, призвели до необхідності утворення відповідних наднаціональних та наддержавних структур або організацій, які здійснюють

координацію та регулювання світового фінансового ринку, що виходить за рамки країн і відповідно не може підпорядковуватися законодавству певної країни.

Провідна роль у процесі міжнародного регулювання фондових ринків належить, у першу чергу, міжнародній організації комісії по цінних паперах (англ., - International Organization of Securities Commissions, IOSCO) та Банку міжнародних розрахунків (англ., - Bank for International Settlements, BIS) у тій сфері, що стосується діяльності банків на фондовому ринку

Громадське регулювання фондових ринків у сучасних умовах здійснюється через громадську думку, адже саме реакція широких верств населення на процеси, що відбуваються на ринку є причиною, з якої починаються ті чи інші регуляторні дії з боку держави або професіоналів ринку

Основними тенденціями фондового ринку останніх років є комерціалізація бірж (акціонування та генерація прибутковості біржової діяльності) та об'єднання бірж задля отримання конкурентних переваг. Ці процеси розпочалися ще наприкінці ХХ ст. та знову активізувалися в пост-кризовий період розвитку фінансового ринку. Та як показало дослідження, не варто переоцінювати економічний ефект від таких угод - не завжди можна говорити про наявність синергетичного ефекту (наприклад, індекс світових бірж (Bloomberg World Exchanges Index) на 42 % нижче максимумів 2007 р., тоді як глобальний ринок акцій - лише на 20 %, що свідчить про стагнацію доходів найбільших світових бірж) [244, с.65].

Отже, механізм регулювання фондових ринків – це сукупність конкретних форм, функцій та методів які направлені на збалансоване регулювання процесу функціонування та розвитку фондового ринку країни. Головне його завданням - забезпечити розвиток фондового ринку відповідно до економічних інтересів країни.

Сукупність форм державного, біржового, міжнародного, громадського регулювання та саморегулювання, з його специфічними функціями і

методами, складає основу механізму регулювання фондового ринку країни, який дозволяє впорядкувати здійснення всіма учасниками операцій на ринку, підпорядкувати їх певним вимогам, правилам, стандартам, етичним нормам та чинному законодавству. Ефективність механізму полягає саме у збалансуванні, тобто виборі оптимальних форм та методів регулювання ринку у конкретний історичний проміжок часу, що забезпечать розвиток фондового ринку в рамках економічних інтересів країни.

Розвиток фондових ринків стимулює економічний розвиток країн за умови обов'язкового використання ефективного механізму регулювання фондових ринків.

3.2. Трансформація відносин власності як економічна основа розвитку фондового ринку України

Механізми функціонування фондового ринку, які існують у багатьох країнах із стабільною ринковою економікою, мають свої особливості. Це викликано специфікою економічного розвитку країни і, в першу чергу, реформою відносин власності. Основні західні економічні школи не розглядають питання реформи власності, тому що для більшості з них ці питання є вирішеними раз і назавжди: власність є недоторканою, вона повинна працювати ефективно.

Основою фондового ринку є купівля і продаж цінних паперів. Для наповнення фондового ринку необхідна наявність достатньої кількості підприємств всіх форм власності. Особливо це актуально для української економіки, де процеси створення цього різноманіття супроводжувалися як позитивними, так і негативними тенденціями.

Соціально-економічна ситуація на пострадянському просторі склалася така, що у нас і сьогодні продовжується переділ колишньої державної власності, під виглядом приватизації, а також відбувається становлення нових форм власності і господарювання. Ці процеси не знайшли свого логічного завершення, але наклали відбиток на всі економіко-соціальні явища, в тому

числі і на розвиток фондового ринку. Разом з тим, існують прямі і зворотні причинно-наслідкові зв'язки, які на різних етапах реформування мають свої особливості.

Саме виникнення фондового ринку в Україні було пов'язане, перш за все, з приватизацією власності, її роздержавленням і акціонуванням. Цей процес розвивався, в основному, шляхом кількісного зростання уособлених господарських суб'єктів. В результаті чого з'явився соціальний фундамент ринкової економіки – мале і середнє підприємництво.

Складний і суперечливий процес приватизації в Україні офіційно розпочався 1 грудня 1992 р.. Дослідження показало існування великої кількості точок зору щодо мети, форм, термінів приватизації, ступеня готовності України до неї. Потреба приватизації майна майже ні в кого не викликала, і не викликає сумніву й обґрунтовується: по-перше, нестабільним станом економіки та суспільства в цілому; по-друге, неминучістю переходу до ринкових відносин; по-третє, визнанням природженої активності приватного власника; по-четверте, визнанням власності основою свободи особи.

Метою приватизації державного і комунального майна проголошено створення багатоукладної, соціально орієнтованої ринкової економіки України. Приватизація має здійснюватися на основі принципів законності, державного регулювання і контролю, надання громадянам України пріоритетного права на придбання державного майна, забезпечення соціальної захищеності та рівності прав, створення сприятливих умов для залучення інвестицій, повного, своєчасного та достовірного інформування громадян про порядок приватизації, врахування особливостей приватизації відповідних об'єктів, застосування переважно конкурентних способів приватизації.

Головним завданням початкового етапу приватизації було створення умов для формування розгалуженої комерційної структури і недержавних господарських суб'єктів. Він не супроводжувався значним об'ємом емісії цінних паперів та їх ринковим обігом у великих об'ємах. Але в цей період були створені передумови переходу до подальшої приватизації.

Прямий і безпосередній вплив приватизації на розвиток фондового ринку відбувався в процесі перетворення великих і середніх державних підприємств в недержавні, шляхом використання ваучерів на вторинному ринку цінних паперів.

Та при всіх недоліках і неефективності ваучеризації, позитивним вважаємо те, що була ліквідована монополія державної власності і створені передумови для формування фондового ринку, а також створені умови для участі в його функціонуванні більшості підприємств і населення. Ваучери стали реальним фондовим інструментом трансформації відносин власності. Фондовий ринок, в свою чергу, мав зворотній вплив на приватизацію, оскільки її проведення було майже неможливим за повної відсутності механізму первинного розміщення і обігу цінних паперів. Інвестори не мали можливості здійснювати первинні інвестиції через відсутність реального механізму контролю вкладених засобів.

Таким чином, процеси приватизації і розвитку фондового ринку взаємообумовлені і тісно взаємопов'язані, вони не можуть відбуватися окремо один від одного. Динаміка розвитку фондового ринку і темпів приватизації в Україні відбувалася не синхронно. Мали місце перекося як в одну, так і в іншу сторону.

Так, на стан фондового ринку до 1998 року дуже великий тиск чинила система внутрішніх державних позик, що спричинило появу деформації і гіпердеформації розвитку цього сектору фондового ринку, а в подальшому відобразилося, в цілому, на його стані.

Фондовий ринок повинен формуватися на основі емісії цінних паперів інвестиційного походження. Та частіше всього цінні папери емітувались як інструменти власності, що для стану фондового ринку не дуже вагомо. Особливо це стосується вторинного ринку, який, на відміну від своєї назви, повинен бути головним.

В цілому приватизація мало орієнтувалася на фондовий ринок, особливо - вторинний, що і привело до його деформації і кризи. Емітовані та реалізовані емітентами первинним інвесторам цінні папери важко було перепродавати, що значно знизило привабливість вкладень в цінні папери. До того ж фондові цінності не отримали реальної ринкової курсової вартості, не проходили випробування ринком.

Серед причин, що спричинили до асинхронного розвитку фондового ринку і процесу приватизації, можна виділити такі:

- в самій програмі приватизації закладені ідеї, які уповільнюють процес формування класичного фондового ринку. До приватизації було допущено велику кількість збиткових і малорентабельних підприємств, які потребували вагомої модернізації, реконструкції чи перепрофілювання, коштів на які, в процесі ваучерної приватизації, не поступило. Цінні папери таких емітентів не користувалися попитом, особливо в умовах фінансової кризи, інфляції, відсутності необхідних заощаджень у населення і підприємців;

- існування значного прошарку фінансових посередників, як інституційних інвесторів, не давало можливості належним чином захищати інтереси дрібних інвесторів. Це призвело до появи значного розриву між темпами долучення власників приватизаційних паперів, через посередників, до їх вкладення в об'єкти приватизації. Значна частина ваучерів так і не була вкладена і залишилася на руках посередників, через недостатню привабливість і пропозицію об'єктів приватизації;

- недостатньо розвинена культура, навички та досвід учасників даного процесу.

Таким чином, склалася загальна картина, дотичності фондового ринку і відносин власності, що змінюються в процесі приватизації. В дійсності їх взаємозв'язок і взаємодія глибокі і різноманітні. Генезис комплексу відношень власності відбувається в умовах протиріччя взаємодії загального та індивідуального присвоєння. Граничні полюси цієї єдності – державна і приватна форми власності. Адже планово-адміністративна радянська система породила в складі державної загальної власності монополні, ірраціональні, неадекватні її внутрішній природі структури і форми реалізації, що стало наслідком загального одержавлення всіх соціально-економічних процесів. Але і прискорена приватизація, за зовнішніми ознаками, є антиподом одержавлення власності за своїми суттєвими характеристиками, формами реалізації результатами є тим же, але з протилежним знаком.

Нормативно-правове регулювання приватизації в Україні здійснювалося значною кількістю правових актів (законів України – близько 60, підзаконних нормативно-правових актів – близько 340, відомчих наказів ФДМУ – більше 500) [352]. Така ситуація, з точки зору правового забезпечення приватизації характеризується відсутністю єдиних методологічних підходів до створення законодавчої бази у цій галузі. Чинні законодавчі акти не враховували реально існуючих економічних і соціальних умов, були розрізненими та неузгодженими між собою, правове регулювання до цього часу не носить комплексного характеру. Така неузгодженість є підґрунтям для зловживань, в тому числі злочинних проявів у цій сфері. Все це зумовлює необхідність правової охорони суспільних відносин у сфері приватизації.

Як стверджують фахівці [211], в нашій державі так і не було сформовано вітчизняну концепцію приватизації, а в схоластичній, декларативній формі запозичено спочатку чеську модель, а пізніше – російську, разом із її організаційними недоліками, методологічними і методичними помилками.

Хоча в Україні існує достатньо великий резерв зростання фінансових результатів в економіці через ефективну приватизацію, основні показники практики приватизації, на жаль, далекі від ідеальних й не відображають існуючих можливостей у цій галузі. Так, за даними парламентських слухань "Наслідки і перспективи приватизації в Україні", декілька десятків "сімей" в Україні здійснювали контроль над 80% державного майна. Такого непомірного скупчення багатства немає в жодній цивілізованій країні світу. Отже, можна констатувати, що на початку 90-х років в Україні відбулась номенклатурно-бюрократична приватизація, внаслідок якої виникла нелегальна власність, що створювала можливості швидкого особистого збагачення без адекватної відповідальності за її ефективне використання. Власність без відповідального власника – це, як справедливо зауважують фахівці, якісно нова, маловідома світовій практиці система економічних відносин [228, с.20-26].

Приватизаційні надходження до державного бюджету України є важливими бюджетоутворюючими чинниками. Однак, за всі роки від

приватизації надійшло трохи більше 6,5 млрд. грн., переважна частина яких перерахована до Держбюджету (6,1 млрд. грн.), в тому числі за 2000–2002 рр. – 5,06 млрд. грн. Для порівняння – в Угорщині від приватизації державного майна до Держбюджету надійшло 12,8 млрд. дол. [106, с.42-47].

У процесі приватизації в руки приватних власників перейшло більше 100 тисяч об'єктів промисловості, торгівлі, громадського харчування тощо. Знайшли своїх покупців більш ніж 1300 об'єктів незавершеного будівництва. Зрештою, майже 11000 великих і середніх підприємств були перетворені в акціонерні товариства (Таблиця 3.1.).

Таблиця 3.1.

Кількість об'єктів, що змінили форму власності (1992 – 2014 рр.)*

По роках	В цілому по економіці ¹	У тому числі	
		державної форми власності	комунальної форми власності
1992-1993	3592	1623	1969
1994	8249	2731	5518
1995	16213	4099	12114
1996	19428	4500	14928
1997	8484	1874	6610
1998	5362	1678	3684
1999	5170	1482	3688
2000	5162	1564	3598
2001	6017	1552	4465
2002	6137	1452	4685
2003	6527	1399	5128
2004	6149	1064	5085
2005	5664	745	4919
2006	5526	522	5004
2007	4167	452	3715
2014	626	83	543
Всього, одиниць	106947	26298	80649

*Дані наведено з урахуванням вилучення об'єктів, з якими, за інформацією Фонду державного майна України, його регіональних відділень, Фонду майна АР Крим, органів місцевого самоврядування, розірвано договори купівлі-продажу на 1 січня 2014р.

Джерело: Держкомстат України

Як зазначає В.І. Шакур наслідками приватизації скористалась лише невелика група людей, серед яких, на жаль, немало державних службовців та

інших публічних осіб. Власне, зазначені процеси і поклали початок первинному накопиченню капіталу більшості нинішніх олігархічних груп [268, с.24].

Приватизаційні процеси в Україні досить часто супроводжувались неконкурентними та неринковими методами, такими як безкоштовна, сертифікатна або "паперова" приватизація, внаслідок якої за приватизаційні папери було передано громадянам майна на суму 11,2 млрд. грн., майна підприємств агропромислового комплексу на суму 3,5 млрд. грн. [210, с.7]. Про масштаби зловживань у сфері приватизації вказує і те, що з порушенням закону було приватизовано приблизно 150 – 200, об'єктів які відносилися до стратегічних об'єктів великої приватизації. Так, від приватизації "Укррудпрому", держава втратила півтора мільярда [47, с.5].

Таким чином, внаслідок злочинного характеру проведення приватизації не було створено ні дієвих власників, ні реальних фінансових джерел розвитку приватизованих підприємств, не забезпечено зростання життєвого рівня народу, а навпаки, відбулось його різке погіршення матеріального положення для більшості населення країни.

На даний час, існує багато схем "тіньової" (кримінальної) приватизації. Це, зокрема, відчуження майна через процедуру банкрутства підприємств, управління фінансовими потоками підприємств без оформлення прав власності. Суть схеми зводиться до наступного: кредитор підприємства може монопольно купувати продукцію боржника та поставляти йому обладнання, напівфабрикати та сировину. Таким чином, він фактично заволодіває підприємством без оформлення права власності. Як стверджують фахівці, в Україні немає ні одного великого підприємства, де б таку схему не було б освоєно [192, с.145].

Підтвердженням цього слугують наступні приклади використання таких схем. "Першопрохідником" схеми псевдоприватизації стала компанія "Луганськoblenerго", а потім одна з найбільших в Україні теплових енергогенеруючих компаній "Донбасенерго". У квітні 2001 р. за газові борги в 158 млн. грн. були продані Курахівська, Луганська і Зуївська ТЕС. У травні 2001 р. була спроба продати за борги 49 % акцій ЗАТ "Русава" – і лише

втручання правоохоронних органів, засобів масової інформації призупинило цей процес [274, с.23].

На нашу думку, основними чинниками неналежного правового регулювання приватизаційних процесів є причини організаційно-управлінського та нормативно-правового характеру. Причини організаційно-управлінського характеру, здебільшого пов'язані з діяльністю органів приватизації. Перші органи приватизації в Україні – ФДМУ, його регіональні відділення, фонди, комітети, управління комунального майна, – були утворені у 1992 р. Як правило, вони діяли автономно, не підпорядковувались один одному, за винятком органів, що займались приватизацією загальнодержавної власності. Не було єдиної відпрацьованої системи обліку, звітності, інформації, методології [176].

На жаль, позитивних тенденцій у цій сфері майже не спостерігається. Так, Фондом державного майна України, зокрема, втрачено реальний контроль за здійсненням процесу приватизації, управлінням корпоративними правами держави, роздержавленням власності на місцях [267, с.8]. Недоліки приватизаційного законодавства доцільно проілюструвати наступним прикладом. Чинним законодавством вартість об'єкту незавершеного будівництва при приватизації шляхом продажу на аукціоні або за конкурсом визначається на підставі балансу без врахування індексу інфляції. Таке визначення вартості об'єктів веде до встановлення дуже низької початкової ціни продажу і при незначній кількості учасників аукціону чи конкурсу призводить до реалізації вказаних об'єктів власності, за ціною, яка значно нижча ринкової. Яскравим підтвердженням цієї тези є факт, коли один з магазинів у елітному Печерському районі Києва було оцінено, за даними начальника Фонду державного майна в Печерському районі, у 42 грн. [131, с.6]. Продаж об'єктів на аукціоні – спосіб приватизації, коли власником об'єкта стає покупець, який запропонував у ході аукціону максимальну ціну. Показовим у даному випадку є продаж, вперше в Україні на відкритому аукціоні гіганта металургії "Криворіжсталі", де покупцем була запропонована максимально рекордна ціна

не тільки в нашій державі, але й на території всієї східної Європи - продано за 4,8 млрд. доларів – на 20 % більше, ніж прибуток від приватизації за усі роки незалежності України".

Продаж об'єктів за конкурсом – спосіб приватизації, за якого власником об'єкта стає покупець, що запропонував найкращі умови подальшої експлуатації об'єкта (некомерційний конкурс). Такий спосіб є менш ефективним, адже як відзначають фахівці ФДМ України, власники об'єктів відверто ігнорують такі умови, а санкції за їх недотримання є дуже малозначними. Продаж об'єктів на аукціоні та за конкурсом проводиться за наявності двох і більше покупців.

Зміст договору купівлі-продажу об'єктів приватизації державного та комунального майна становлять (відповідно до ч. 2 ст. 27 Закону України "Про приватизацію державного майна") передбачені бізнес-планом чи планом приватизації зобов'язання або зобов'язання сторін, які були визначені умовами аукціону, конкурсу чи викупу.

Укладенню договору купівлі-продажу об'єкта приватизації передуює перед приватизаційна підготовка підприємства, яке підлягає приватизації. Етапи проведення перед приватизаційної підготовки підприємств передбачені п. 19 ст. 38 розділу 3 (Підготовка підприємств до приватизації) Державної програми приватизації на 2000-2002 рр.

Інформація про строки та умови проведення аукціону, конкурсу, випуску акцій у вільний продаж підлягає опублікуванню у інформаційних бюлетенях органів приватизації, центральній та місцевій пресі не пізніше, як за 30 календарних днів до дати проведення аукціону, конкурсу, випуску акцій у вільний продаж.

У той же час, ч.6 ст. 27 Закону України "Про приватизацію державного майна" встановлює, що договір купівлі-продажу не укладається при продажі акцій акціонерних товариств, створених у процесі приватизації або корпоратизації, крім продажу їх пакетом згідно з планом приватизації (планом розміщення акцій). В цьому випадку питання про момент переходу права

власності вирішується з урахуванням відповідних норм законодавства про цінні папери.

У держбюджет на 2014 рік, в якості доходів від приватизації енергооб'єктів було закладено 17 млрд. грн. Істотний акцент робився на енергетику - у цій галузі планувалось продати 14 пакетів акцій обленерго [339].

Щоб отримати в бюджет оголошену суму (17 млрд. грн.) Кабмін доручив виділити на продаж державні підприємства чи держчастини. Мінполітиці – в об'ємі 7-8 млрд. грн., 8 млрд. грн. — Міністерству енергетики і вугільної промисловості, Мінагропрому і Міністерству інфраструктури — по 2 млрд грн кожному [339].

У п'яти обленерго продаються контрольні пакети - "Миколаїв-", "Хмельницьк-", "Харків-", "Запоріжжя-" і "Тернопільобленерго".

На продаж в 2014 р. були виставлені і залишалися в держави блокуючі пакети "Донецькобленерго", "Вінницяобленерго", "Закарпаттяобленерго", "Одесаобленерго", "Сумиобленерго", "Чернівціобленерго" і ДТЭЖовское "Крименерго" [339].

У лютому 2014 р. на продаж виставлять і 46-відсотковий пакет "Черкасиобленерго". Домовитися про продаж ще 25% акцій, що належать Укреско (формально державному на 99,7%), схоже, поки що не вдалося. 0,3% приватних акціонерів багато років успішно зривають такі спроби [339].

Одночасно планується допродати і залишки державних пакетів (по 25%) акцій енергогенеруючих компаній "Дніпроенерго", "Донбасенерго", "Західенерго", "Київенерго".

У 2013 році левову частку надходжень від приватизації забезпечили всього два об'єкта енергетичної галузі. Це "Донбасенерго" (0,72 млрд. грн.) і проданий "Волиньобленерго" за 0,46 млрд. грн. [338].

У лютому 2014 року на продаж виставлявся і 46-відсотковий пакет "Черкасиобленерго". Планувався продаж і 25% акцій, що належать УкрЕСКО (формально державному на 99,7%), але 0,3% приватних акціонерів успішно зривають такі спроби вже майже десять років.

Як стверджують експерти, подібна ситуація і з "Тернопольоблэнерго". Держава не може провести там збори акціонерів з 1999 р.

У 2014 році Фонд держмайна виставляв на продажу майже 100-відсотковий пакет акцій Дніпродзержинської ТЭЦ і 37,2% акцій "Кримтеплоелектроцентралі" [171].

В аносованих ФДМУ планах на 2014 р. присутні практично всі залишки держакцій обл- і міськгазів - 40 штук. Позиція держави – повне відсторонення від участі в енергокомпаніях (за виключенням атомної галузі і гідроенергетики). Разом з тим, для продажу більшості держпакетів енергокомпаній потрібно окреме рішення Кабміну, існуючі списки – це тільки декларації про наміри. Так, вже більше десяти років на продажу виставляється Одеський припортовий завод і Харківський "Турбоатом".

В 2014 р. був запланований і масовий продаж шахт. Планувалося продати майже півсотні шахт, серед яких 26-відсотковий пакет акцій „Шахти імені Засядько”. В основному пропонувалися шахти майже повністю „вбиті”, як показує досвід, у більшості об’єкти в такому стані віддаються за чисто символічні гроші і за обіцянку розвитку. [339].

Генеральна прокуратура України оскаржила в суді продаж „Донбасенерго”. Суд відмовився скасувати акти Кабміну і всі рішення Фонду держмайна про продаж державного пакету у розмірі 60,77% акцій «Донбасенерго» підприємству "Енергоінвест Холдинг" Про це свідчить постанова Окружного адміністративного суду міста Києва від 13 травня 2014р.

З позовом визнати ці рішення протиправними до суду на початку лютого цього року від імені Генпрокуратури звернувся заступник генпрокурора. Він вказав, що у результаті уточнення плану приватизації пакета акцій "Донбасенерго" було значно звужено коло потенційних покупців.

Щодо встановлення Фондом держмайна додаткових умов участі покупців у конкурсі з продажу 60,77% акцій "Донбасенерго", то суд вказав, що пропозиції щодо необхідності встановлення цих додаткових умов Фонду держмайна надало Міністерство енергетики. Враховуючи це, а також те, що

"Донбасенерго" є природною монополією, яка суттєво впливає на умови діяльності Донецького регіону, ФДМУ правомірно встановив додаткові умови до учасників конкурсу [171].

Конкурс з продажу 60,77% акцій "Донбасенерго" відбувся 21 серпня 2013 року. До участі в ньому були допущені два підприємства: ТОВ фірма "ТехНова" та ПАТ "Енергоінвест Холдинг". Переміг "Енергоінвест Холдинг", який запропонував найвищу ціну - 718 920 000 грн. [352].

Процеси створення великої кількості власників різних форм покликані максимізувати ефективність економіки, а фондовий ринок це показник ефективності управління. Тому, на нашу думку, розгляд процесу приватизації в Україні, його правової бази, порушень, що виникали при приватизації, необхідно вивчати для розуміння реалій національного фондового ринку.

Історичний досвід розвитку країн з ринковою економікою показує, що функціонування економіки найбільш ефективно за умови існування різноманітних рівноправних форм власності, які поєднують найкращі риси загального та індивідуального присвоєння.

Такий підхід дозволяє визначити структуру і конкретні форми всієї багатоманітності відношень присвоєння, якими наділяються не тільки держава, але і колективи працівників із статусом присвоюючих господарюючих суб'єктів. Ця концептуальна позиція з приводу характеру і природи відносин присвоєння, напряду стосується сутності, місця і ролі акціонерної власності в суспільстві. Ми поділяємо думку тих вчених, які характеризують останню як „групове спільне володіння всіма специфічними для коаліції ресурсами в якості єдиного пучка правових можливостей.”. [65, с.47]. Колективна сутність акціонерної власності виходить за рамки її економічного змісту і дозволяє за аналогією вирішувати питання політичного і соціального характеру. На цій основі необхідно будувати взаємостосунки центру і регіонів. Але це не відбудеться до тих пір, поки внутрішній потенціал акціонерної власності, адекватний її сутності, не буде повністю реалізований на основі єдності загального та індивідуального привласнення.

В дійсності акціонерна власність існує в формі акціонерного капіталу, який організаційно оформлений в акціонерне товариство.

В них існує обмежена відповідальність власників, як плата за розширення фінансових можливостей, на фондовому ринку.

При цьому інтереси інвесторів забезпечуються законодавчими обмеженнями відносно створення і функціонування акціонерного товариства державного регулювання не безпосередньо, а шляхом нагляду за виконанням нормативних вимог.

Відкрите акціонерне товариство – це організаційно-правова форма підприємства, капітал якого створюється в результаті об'єднання багаточисельних індивідуальних капіталів через випуск і публічний дозвіл акцій. Акції як цінні папери є титулом власності і вільно перебувають в обігу на фондовому ринку.

Акціонерне товариство і акціонерна форма організації бізнесу загалом, в умовах ринку, є дуже мобільними:

- простим і зрозумілим стає питання про власність. Акціонерне товариство є різновидом підприємств з колективною формою власності – акції можуть мати: держава, підприємства, а також окремі громадяни;

- в акціонерних товариствах можливе ефективне поєднання інтересів менеджменту і акціонерів. Менеджер, будучи власником невеликого капіталу, в акціонерному товаристві може керувати значним капіталом акціонерів, задовольняючи таким чином природне прагнення до збільшення об'єкта керівництва. З іншого боку, акціонери отримують прибуток від своєї власності, ризикують тільки акціями, які вони завжди можуть продати;

- хоча акціонери є власниками товариства, вони грають незначну роль в оперативному і тактичному управлінні корпорацією. Акціонери вибирають, використовуючи своє право голосу, правління, яке керує акціонерним товариством. Якщо рівень правління акціонерів не влаштовує, вони можуть змінити управляючий склад;

- перевагами акціонерного товариства є неперервність існування, тому що воно функціонує незалежно від складу акціонерів;

- учасники відкритого акціонерного товариства можуть легко продавати акції один одному чи третій особі. Ця підвищена ліквідність – одна із привабливих рис акціонерного товариства. Хоча акції і переходять від одного власника до другого, активи залишаються власністю самої корпорації як юридичної особи;

- випуск акцій з різноманітними характеристиками забезпечує акціонерному товариству набагато більшу фінансову стійкість ніж просто об'єднання капіталів, наприклад, партнерством чи закритими корпораціями, не кажучи вже про індивідуальне підприємництво;

- акціонерні товариства можуть застосовувати гнучкі системи розподілу прибутків – прибуток розподіляється між державою (у вигляді податків), акціонерами (дивіденд), і підприємцями (рефінансування).

Таким чином, акціонерні товариства в організаційно-правовому варіанті реалізують акціонерну власність. Проміжною логічною ланкою між ними є акціонерний капітал, який і виникає в результаті випуску і продажу цінних паперів товариства. [81, с.22]. Акціонерна власність не може мати іншого способу існування і не може сформуватися без участі фондового ринку. Тільки випробування ринком, вільний продаж цінних паперів акціонерного товариства за ринковим курсом, приведе до утвердження істинно акціонерних форм власності і господарювання.

З початку ринкових перетворень існувала певна ейфорія відносно акціонерних форм, які як би самі по собі, поза фондовим ринком, виникають і вирішують багато проблем. Акціонерна власність реалізує право власності громадян, дозволяючи переключати їхній прибуток і відкладений попит на формування фонду накопичення, і, тим самим, впливати на темпи інфляції [209, с.48].

На нашу думку, підприємства створені на акціонерній формі власності, є найбільш стійкими в період неблагополучної ринкової ситуації. Але до цих пір ресурси акціонерної власності реалізовані ще не в повній мірі.

Неможна сказати, що акціонування відбувалося виключно поза фондовим ринком. Більше того, вторинний ринок цінних паперів до того часу був переповнений ваучерами (приватизаційний цінний папір), що викликало невинувато велику кількість трансакцій.

До позитивних явищ необхідно віднести появу професіональних учасників фондового ринку (професіональної асоціації реєстраторів, трансферагентів і депозитаріїв - ПАРТАД).

Вони відслідковували і систематизували процеси на фондовому ринку, виконуючи реєстрацію переходу прав власності на цінні папери, їх облік і фіксацію.

Законодавчою допомогою стало прийняття законів про цінні папери та акціонерні товариства. У той же час прийняті закони не сприяли інституційному оформленню фондового ринку. Його розвиток і приватизація власності відбувалися не синхронно, що і привело до появи гострих соціальних проблем – корупція державного апарату, різке майнове розшарування населення, невидимий ріст економічної злочинності. Замість того, щоб вирішувати гострі економічні і соціальні проблеми, вся увага була зосереджена на переділі власності. Це відсунуло на задній план пошуки ефективного власника в особі стратегічного інвестора, призупинило реструктуризацію і модернізацію виробництва. Посилились процеси монополізації, бо в результаті роздільного акціонування виробничих одиниць, які входили в єдину господарську організацію, замість одного монополіста, виникає багато монополістів. [50, с.387].

Таким чином, приватизація власності у формі акціонування привела до її перерозподілу, і, як наслідок, посиленню монополістичних тенденцій в економіці. Це не може не насторожувати. Адже в принципі, процеси перерозподілу власності об'єктивно приналежні ринковій економіці, структурі дуже рухомій і динамічній. Якщо вони відбуваються в чітко окресленому і стабільному правовому полі, дають значний економічний ефект і не приносять негативних наслідків, то перерозподіл власності необхідно проводити терміново.

Перерозподіл власності відбувається в процесі міжгалузевого переливу капіталу. Внутрігалузеві просування в структурі власності призводять до

підвищення її концентрації на незмінній технічній основі, якщо не супроводжуються підвищенням технічного рівня виробництва.

Для швидкого міжгалузевого переливання капіталу необхідним є розвиток фондового ринку. Цінні папери – інструмент такого переливу. Вони є індикаторами прибутковості капіталу і змушують його шукати найбільш прибуткові сфери і виробництва для вкладення. Це має вагомим значення в проведенні структурної перебудови народного господарства. Цінні папери, як представники акціонерного капіталу, є також одночасно інструментами фондового ринку.

Рух цінних паперів, таких як акції, значно ускладнює внутрішню структуру власності. З появою акціонерної форми власності процес розподілу прибутків проходить два етапи і набуває двох різних форм.

На першому етапі сукупний прибуток розподіляється у відповідності з величиною реального капіталу, який є власністю акціонерного товариства. Наступний етап пов'язаний з розподілом прибутків, отриманих акціонерним товариством між його акціонерами-власниками, відповідно до кількості належних їм акцій.

Утримання цього прибутку говорить про те, що відбулася реалізація акціонерної власності. І це не просто емпіричний факт отримання певної суми грошей власників акцій. Це констатація реалізації соціально-економічного відношення через посередництво фондового ринку.

Акціонерний капітал сприяє також поступовому подоланню жорсткого протистояння праці і капіталу. Власність акціонерних товариств економічно реалізується опосередковано присвоєнням дивідендів та існує в формі акцій, власниками яких можуть бути всі прошарки населення.

Акціонерний капітал допомагає вирішити ще одне протиріччя з допомогою інструментів фондового ринку: між тенденцією прагнення до росту підприємств і обмеженістю індивідуального капіталу.

Організація нових сучасних підприємств вимагає значних інвестицій, масштаби яких перевищують як власний капітал підприємця, так і кредити

банків. Це протиріччя вирішується шляхом створення акціонерних товариств, які об'єднують індивідуальні капітали засновників в єдиний консолідований капітал. Відношення, які характеризують процес реалізації акціонерної власності, зачіпають три групи суб'єктів акціонерного товариства: засновників, осіб, які поставили підписи на акції, і саме суспільство. [243, с.49-109]. Все це, на нашу думку, є потенційною можливістю акціонерного капіталу. Як вже відзначалося, приватизація власності не привела до встановлення "статус-кво". На сьогодні боротьба за контроль, в тій чи іншій формі, продовжується на значній кількості підприємств. Вже типовими стали прийоми які використовують менеджери для протидії зовнішнім інвесторам, які утруднюють їх проникнення на приватизовані підприємства. В той же час, великі тримачі пакетів акцій не пов'язують свої довготермінові інтереси з інвестуванням і реконструкцією для підвищення прибутковості їх цінних паперів. Це так званий „феномен інсайдерів”: потративши значні кошти на купівлю акцій, інсайдери, які контролюють підприємство, не маючи потрібних фінансових ресурсів на розвиток виробництва, стараються не допустити на свої підприємства зовнішніх інвесторів. Такий стан речей неможна назвати інакше, як псевдоакціонування, а капітал ірраціонально акціонерним.

Хоча структура фондового ринку складна і різноманітна, її соціально-економічну основу обов'язково повинен складати акціонерний капітал. З іншого боку, чим більш зріла акціонерна форма власності, тим значніша роль фондового ринку в фінансуванні і регулюванні всього процесу відтворення суспільного продукту і капіталу в цілому. На основі цього можна зробити висновок про те, що фондовий ринок є організаційно-господарською формою обігу акціонерного капіталу.

Акціонерний капітал складає економічну основу фондового ринку ще і тому, що разом вони створюють єдність змісту і форми, мети, функцій і структури. Іншими словами, функції фондового ринку визначаються функціями акціонерного капіталу, а структура акціонерного капіталу багато в

чому формує структуру фондового капіталу, при цьому пріоритетне значення мають функції акціонерного капіталу.

Існують різні погляди на функції акціонерного капіталу. Суть розходжень в тому, що в одному випадку аналізується довготривалий закордонний досвід, який спирається на високорозвинуті акціонерні форми організації виробництва і фондового ринку, а в другому – об'єктом дослідження є результати акціонування в Україні.

Як вже було встановлено, вони є не дуже втішними. Але в будь-якому випадку розглядаються дві групи функцій акціонерного капіталу і фондового ринку: постійні, які приналежні стабільній, налагодженій системі акціонерних відносин, і тимчасові, характерні для періоду становлення акціонерних форм організації виробництва і фондового ринку. Останні є наслідком змін в системі відношень власності в результаті приватизації.

До постійних функцій акціонерного капіталу і фондового ринку відносяться: інвестиційна, приватно-стимулююча, оперативного реагування і переливу капіталу.

Серед тимчасових функцій найбільше значимими в умовах реформування економіки є приватизаційна та антиінфляційна функції акціонерного капіталу. Реалізація названих функцій визначає роль фондового ринку в сучасній економіці і на фінансовому ринку зокрема.

Інвестиційна функція пов'язана з механізмом використання акційного капіталу і фондового ринку для мобілізації фінансових ресурсів, необхідних для розширення і технічної реконструкції підприємства.

Як свідчить закордонний досвід, в довготривалому фінансуванні підприємства, значення запозичень на ринках капіталів в останні роки постійно зменшується в порівнянні з джерелами самофінансування корпорацій.

Змістом приватно-стимулюючої функції акціонерного капіталу і фондового ринку є персоніфікація власності, використання найбільш могутніх і дієвих стимулів, що походять від володіння власності.

Ця функція актуалізується у випадку, коли виникають загальні економічні інтереси власників акціонерного капіталу, менеджменту акціонерного товариства і його акціонерів.

Суть функції оперативного реагування полягає в тому, що ринкові котирування акцій є одним із найважливіших джерел інформації про те, наскільки ринок, в широкому розумінні, оцінює конкурентні фінансово-економічні позиції акціонерного товариства. Хоча біржові котирування не завжди співпадають з реальними економічними процесами, вони дають привід для коректування довготермінової маркетингової, інноваційної і інвестиційної політики акціонерного товариства.

Крім того, коливання ринкового курсу ведучих корпорацій є важливим індикатором загальної ділової активності на фондовому ринку, показником змін в економічному циклі.

Функція переливання капіталу дозволяє швидко і своєчасно проводити його міжгалузеве і міжрегіональне переміщення в найбільш прибуткові виробництва і галузі, що має дуже важливе значення для структурної перебудови економіки. Акціонерний капітал зосереджується і концентрується в технічно і економічно прогресивних галузях виробництва і найбільш перспективних регіонах з метою їх прискореного господарського розвитку. Ті ж галузі і регіони звідки капітал іде, не втрачають виробничої і матеріально-технічної бази і можуть проводити структурну перебудову і перепрофілювання виробництва, але вже на іншій основі. Особливо це актуальне для тих регіонів де добувається сировина.

Серед тимчасових функцій акціонерного капіталу і фондового ринку важливе значення має приватизаційна, особливо для країн з перехідною економікою. Як свідчить закордонний досвід розвитку сучасного ринкового господарства, періодично, а в деяких випадках – паралельно, виникають хвилі приватизації і націоналізації. Особливо цікавим для нас є досвід Великобританії, де механізм спільної дії акціонерного капіталу і фондового ринку дозволяють здійснювати ці процеси відносно безболісно. Хоча в процесі

приватизації можуть бути серйозні порушення та фальсифікації. Через це реалізація вказаної функції повинна бути повною, ефективною і всебічною, але ніяк не формальною, поверхневою.

Коротка характеристика антиінфляційної функції фондового ринку і акціонерного капіталу полягає в тому, що вона дозволяє подолати тиск прибутків на споживчий ринок і переключити їх на інвестування. В певній мірі це дозволяє оптимізувати пропорції споживання і накопичення.

Подетальний розгляд деяких функцій акціонерного капіталу і фондового ринку дозволяє розкрити особливості їх реалізації.

Інвестиційна функція акціонерного капіталу має періодичний, часто разовий характер, що проявляється за наступних умов:

- а) в засновницькій діяльності (реалізація стартового акціонерного капіталу);
- б) при збільшенні статутного фонду і пов'язаної з цим додаткової емісії акціонерного капіталу шляхом відкритого продажу акцій;
- в) при продажі на відкритому ринку пакетів акцій, які залишалися у власності акціонерного товариства в якості фінансового резерву.

На нашу думку, визначаючи інвестиційну функцію необхідно виходити із розширеної трактовки інвестицій. Розглядаються не тільки капітальні інвестиції на розширення, модернізацію і реконструкцію виробництва, але і всяке вкладення акціонерного капіталу в об'єкти підприємницької діяльності, які приносять прибуток. Це відноситься також до купівлі цінних паперів, в тому числі державних. Цінні папери характеризуються як засоби, так і об'єкти інвестування. Цінні папери як об'єкт інвестування, традиційний спосіб їх використання, отримали достатнє висвітлення в науковій літературі. Цінні папери, як засоби інвестування, використовуються за двома напрямками. Перший, як вже відзначалося, полягає в зменшенні дефіциту капітальних інвестицій в економічному стимулюванні діяльності акціонерного товариства. Друге – в створенні фінансових умов для функціонування об'єктів ринкової інфраструктури – бірж, банків, фінансово-посередницьких структур і т.д.

Фінансові посередники, як інституційні інвестори, представлені інвестиційними фондами і компаніями, фінансовими компаніями, довірчими товариствами і трастами та ін.

Приватно-стимулююча функція дає можливість підвищити зацікавленість у підвищенні ефекту вкладення коштів. Із існуючих форм власності, акціонерна дозволяє оптимально поєднати особисті і колективні інтереси. Хоча при цьому невирішеними залишається питання погодження інтересів дрібних і крупних акціонерів, стимулювання працюючих по найму чи контракту в акціонерному товаристві. Вони не можуть брати участь в управлінні, розраховувати на отримання дивідендів. Хоча, наприклад, в Японії корпоративна побудова економіки передбачає пожиттєвий найом працівника, не виключає також таких форм участі в діяльності корпорації, які дозволяють знімати вказану проблему за погодженням сторін.

Функція оперативного реагування в повній мірі реалізується тільки тоді, коли існує єдиний фондовий ринок країни. Традиційно він склався у вигляді окремих фондових бірж з єдиною електронною інфраструктурою, де купівля-продаж цінних паперів відбувається в режимі реального часу.

Реалізація функцій фондового ринку і акціонерної власності в повній мірі відбудеться тільки тоді, коли остання буде не формальною, а змістовною. Акціонерна власність – це особливі виробничі відносини і специфічна форма присвоєння. Економічна природа акціонерної власності, яка займає проміжне положення між приватною і колективною, існує в двох різновидах: акціонерно-колективному і акціонерно-приватному.

Констатація цього теоретичного положення має безпосередньо практичне значення, бо дозволить сформувати таку акціонерну власність, яка б відповідала соціально-економічним умовам України.

Світовий досвід свідчить, що підходи до становлення ефективної акціонерної власності можуть відбуватися за двома напрямками: чи від приватної власності чи від загальної [170].

У всіх країнах, крім постсоціалістичних, це відбувалось за однією схемою: індивідуальні капітали об'єднувалися і виникала акціонерно-приватна власність. В подальшому вона розвивалася на власній соціально-економічній основі як самостійна форма власності. В умовах сучасного технологічного способу виробництва ця форма власності показала ряд переваг, що було сприйнято в Україні як абсолютна перевага акціонерної власності над всіма іншими, а форми господарства на ній засновані як найбільш ефективні. При цьому в якості акціонерної форми господарювання використовувалися такі, які в основному приналежні акціонерно-приватній її різновидності.

Організаційною формою функціонування акціонерної власності є акціонерні товариства, які безпосередньо дотикаються до фондового ринку.

Взаємодія фондового ринку з акціонерними товариствами носить складний системний характер, що обумовлено його структурою.

Фондовий ринок умовно поділяється на декілька частин-секторів. (Таб. 3.2)

Таблиця 3.2.

Сектори фондового ринку

Критерії класифікації	Сектори ринку
Спосіб розміщення цінних паперів	- первинний ринок; - вторинний ринок.
Вид розміщення цінних паперів	- ринок, на якому цінні папери розміщуються в результаті прямого контакту емітента до покупця; - ринок, на якому цінні папери розміщуються інституціональними інвесторами.
Місце операцій з цінними паперами	- фондова біржа; - позабіржовий ринок; - торгівля з "прилавка"; - "третій ярус".
Економічна природа цінних паперів	- ринок боргових цінних паперів; - ринок пайових цінних паперів; - ринок похідних цінних паперів і сурогатів.
Суб'єкти емісії цінних паперів	- ринок державних позик; - ринок муніципальних позик; - ринок корпоративних цінних паперів;
Терміни звернення цінних паперів	- ринок цінних паперів з позначений-ним терміном погашення; - ринок пайових цінних паперів без позначення терміном погашення.
Механізми виплати доходу	- ринок цінних паперів з фіксований-ним доходом; - ринок цінних паперів з змінюю-щимся доходом
Територія звернення цінних паперів	- регіональний ринок цінних паперів; національний ринок цінних паперів; - світовий ринок цінних паперів.
Поведінка суб'єктів ринку	- "ринок ведмедів"; - "ринок биків".

Як вже відзначалося, ринку притаманні іманентні перерозподільчі традиції. І скоріше всього, в перспективі, контрольні пакети акцій акціонерних товариств, які були сформовані на початку приватизації, змінять своїх власників.

Державі необхідно прикласти максимум зусиль, щоб це не було новим переділом власності з позиції сили влади і криміналітету.

За інформацією Міністерства економічного розвитку і торгівлі, раніше оголошений перелік 350 об'єктів, які підлягають приватизації 2015 року, невдовзі доповниться ще 40 підприємствами з числа тих, що не підлягали приватизації [352]. Уряд уже ініціював процес необхідних для цього законодавчих змін. Державна влада, незважаючи на шквал критики, відсутність часу для проведення приватизаційних процесів та реальних інвесторів, які бажають придбати українські активи, а відсутність конкуренції вкупі із жалюгідним станом держкомпаній, що виставляються на продаж, гарантує держбюджету мінімальний дохід, процес запущено. Все те, що відбувається, приховується за ширмою псевдореформ, війни за країну і співробітництва з МВФ. Приватизаційний адреналін хвилює й спонукає до дій топ-політиків і чиновників.

На сьогодні у власності держави перебуває близько 3 тис. підприємств, працюють з них майже 1900, прибуткових — десятки. Позбувшись 350 компаній, поліпшити ситуацію принципово не вийде, і аргумент, що держава лише витрачає кошти на підтримку життєдіяльності ДП, не бачачи ні податків, ні дивідендів, актуальності не втратить [171]. Однак в уряді налаштовані рішуче, вважаючи, що приватизація завжди буде непопулярна. Але потрібно розуміти, що значна частина компаній, якими зараз володіє держава - неефективні, насамперед через масштаби корупції. І в першу чергу слід підготувати до продажу ті неефективні підприємства, які здійснюють виключно комерційну діяльність, не є стратегічними і не забезпечують виконання державних функцій і соціальних послуг. З одного боку, їх продаж не зачепить державні інтереси, з іншого, вони є привабливими для інвесторів.

Приватизація — це не реформа, а збереження поточного стану речей, +/- 350 компаній, фактична відмова від вирішення проблем, що накопичилися за останні

20 років [171]. Ідея про те, що роль держави в економіці країни має бути мінімальною, стала визначальною. Твердження про те, що держава взагалі не повинна і не може ефективно управляти капіталом, вважається беззаперечним. У дійсності ринку байдуже, хто є власником — приватна особа чи держава. Успішність визначається результатами діяльності, які залежать не від статусу кінцевого вигодоодержувача, а від його управлінських якостей. Дослідження показало, що за 20 років, з моменту першої хвилі приватизації підприємств, форма власності змінилася, але методи залишилися колишніми, закостенілими і неефективними. Ми не змогли подолати шлях від сировинного суспільства до індустріального, поліпшити інфраструктуру, відкрити нові ринки, навчитися цінувати людську працю й ставитися до неї, як до капіталу.

Галузі по черзі випрошують пільги й дотації, поперемінно в парламенті реєструються законопроекти, які дають привілеї одним "ефективним" приватним власникам над іншими. Більшість нинішніх кінцевих вигодоодержувачів займаються не стільки управлінням компаніями, що належать їм, впровадженням інновацій, виведенням нових продуктів, пошуком інвестицій, скільки перерозподілом власності, контролем над грошовими потоками і виведенням надлишку з країни.

За 2014 рік Україна "інвестувала" в економіку Кіпру 12,4 млрд євро при тому, що річний ВВП цієї острівної держави становив... 15 млрд євро. Держава може бути ефективним власником, якщо почне впроваджувати в діяльність елементи ринкового управління [169].

Для ефективного управління держвласністю, на нашу думку, потрібна реформа, яка централізує функції держуправління і впроваджує сучасні інструменти й методи корпоративного управління та інших практик, що використовуються у приватному секторі. Нині в Україні діє децентралізована система управління об'єктами держвласності. Функції розпорошено між безліччю центральних і місцевих органів влади, що призводить до непрозорості й непідконтрольності державі управлінських процесів, до корупції та можливості застосовувати схеми свідомого доведення до банкрутства державних підприємств.

Як стверджують експерти, одним з етапів переходу до державної політики ефективного управління може стати створення державної холдингової керуючої компанії. Сама концепція не нова, її успішно використовують у таких країнах, як Швеція (SOED), Норвегія (DO), Сінгапур (Temasek), Малайзія (Khazanah Nasional), Канада (CIC). Застосовуючи інструменти корпоративного управління, держава відокремлює свої функції володіння від функцій управління, зберігаючи при цьому контроль над власністю. Уряд виступає як єдиний акціонер і засновник компанії, забезпечує прозорі процедури вибору незалежних директорів у наглядовій раді холдингу. Державне управління компанією відбувається винятково шляхом реалізації повноважень єдиного акціонера без втручання в оперативну діяльність холдингу. Для нинішньої української дійсності це, звичайно, тільки теорія й дуже далека перспектива. Обов'язкове виконання інвестором поставлених державою умов — модернізації виробництва, збільшення оподаткованої бази й кількості робочих місць — хоча б частково могло компенсувати втрати та забезпечити мінімально позитивний ефект для економіки.

Але не треба плутати покупців і інвесторів. Приватизація не є інвестицією в реальний сектор. Насправді це просто перехід активу від одного власника до іншого. Держава, крім справедливої початкової ціни, має встановити такі зобов'язання для покупця, які дали б змогу залучити необхідні для модернізації приватизованого підприємства інвестиції. Відрізнити добросовісного інвестора від несумлінного покупця насправді нескладно, якщо тільки це (а не передача в потрібні руки) справді є завданням чиновників. Крім того, будь-який іноземний інвестор перед участю в приватизації прораховує інвестиційні ризики: законодавчі умови інвестування, тенденції в економічному розвитку відповідного регіону, рівень соціальної напруженості, воєнні конфлікти, авторитетність влади, рівень корупції тощо. Реальність така, що на сьогодні українські об'єкти держвласності навіть за безцінь можуть зацікавити тільки вузьке коло покупців, і більшість із них — не іноземці. Безцінь + 10%. Тому держава має зробити все, щоб підвищити початкову вартість держпідприємств, урахувавши при цьому світову ринкову кон'юнктуру, сприятливу для продажу об'єкта. Разом з тим удосконаливши

методику оцінки майна, адже початкова ціна об'єкта, виставленого на продаж, не враховує вартості інтелектуальної власності та інших нематеріальних активів держоб'єктів. Це особливо негативно позначиться на вартості підприємств із високотехнологічним виробництвом. При цьому ринкова ціна продажу формується під час торгів — якщо немає конкуренції, вона й не зростає. Якщо є тільки один покупець, додатково проводиться незалежна (експертна) оцінка вартості об'єктів державної власності. Як показує практика, в цьому разі перевищення ціни продажу над початковою вартістю становить не більш як 10%, що ставить під сумнів економічну доцільність такої приватизації.

Виставляючи на продаж "блакитні фішки" української економіки, держава не забезпечує справедливої оцінки вартості своїх активів, не пропонує нових механізмів прозорого відчуження об'єктів, не враховує несприятливого моменту продажу та дуже високої ймовірності відсутності інвесторів. Тому в нинішніх обставинах ціна продажу стратегічних підприємств не буде справедливою априорі. Спроба обмежити коло покупців і відітнути представників країни-агресора, на думку експертів, не більш ніж недотепний піар-крок. Юридичних механізмів, що дозволяють не допустити російських вигодоотримувачів до приватизації, немає. У купівлі активів держпідприємств можуть брати участь компанії, які де-юре мають офшорну прописку, але кінцевими бенефіціарами яких можуть виступати представники будь-якої країни, зокрема й РФ.

Використання офшорних інструментів дасть можливість легко уникнути обмежень, про які заявляють представники Кабінету міністрів України, — розповів DT.UA Роман Марченко, старший партнер юридичної фірми "Ілляшев і партнери". — Чиновники це прекрасно розуміють, тому як підстраховку вони планують використовувати механізм декларування всіма компаніями своїх кінцевих вигодоотримувачів. Але така ідея також утопічна й не дає жодних гарантій при використанні напрацьованих десятиліттями офшорних інструментів. За бажання завжди можна приховати кінцевих бенефіціарів від громадськості, наприклад, як і раніше, існують юрисдикції, де право власності на компанію оформлено акціями на пред'явника". Юристи компанії вели справу про шахрайство

на 6 млрд. дол., у рамках якої було встановлено понад тисячу компаній, що використовувалися в шахрайських схемах, реальним бенефіціаром яких була одна людина, а банкам (зокрема країн ЄС) і держорганам роками надавалися зовсім інші дані. Зате обмеження кола покупців тільки "стратегічними інвесторами", як це передбачено діючою програмою приватизації, дозволяє ефективно відітнути всіх, крім "своїх" замовників. Війна дає можливість зробити це ще ефективніше, ніж раніше, оскільки реальні покупці в цих умовах — переважно ризикові інвестори, які надалі сподіваються перепродати куплене дорожче. "Війна й загроза дефолту знецінили не лише активи, а й пасиви: державні зобов'язання України нині можна скупити з величезним дисконтом, власне, приблизно з таким само, як і активи. Тобто, якщо спрямовувати гроші від приватизації на зворотний викуп боргових зобов'язань, то держава як власник, що дуже заборгував, тільки виграє. Але, звичайно, за умови, що приватизація буде прозорою й висококонкурентною.

Мала вірогідність того, що іноземні інвестори скуплять українські держактиви. Найімовірніше — держпідприємства скуплять місцеві олігархи що знаходяться при владі й наближені до неї. У них, на відміну від іноземних компаній, є й інтерес до представлених у списку об'єктів, і можливості прямо управляти процесом приватизації — тривалим, непрозорим і корумпованим. Досі в Україні практично не було великих стратегічних об'єктів, які було б приватизовано за прозорою процедурою. Такі угоди завжди відбувалися кулуарно, за участі верхівки влади, і всі учасники процесу розуміли, хто, що й за скільки отримає. Розділивши між наближеними підприємства електроенергетичної, машинобудівної та гірничодобувної галузей, чинна влада залишить нащадкам баласт у вигляді тисяч підприємств, що перебувають на межі банкрутства, і ще менш привабливих державних недобудів.

Як уже заведено, будь-які непопулярні рішення виправдовують в Україні зобов'язаннями перед МВФ. Але в меморандумі, який Україна підписала з фондом, не йдеться саме про приватизацію. Там чітко написано: "створити стратегію реформування сектора держпідприємств, передбачити заходи, необхідні для посилення бюджетного нагляду, поліпшити корпоративне управління". Йдеться не

про приватизацію, а про пошук варіантів поліпшення управління державними активами. Звичайно, експерти фонду не візьмуться зупиняти українську владу, що вийшла за межі домовленостей і підмінила реструктуризацію приватизацією. Для представників цивілізованих країн перехід майна в "іконізовану" приватну власність — незаперечне благо, гарантія інвестицій, передумова для створення нових робочих місць і економічного зростання. Але український досвід свідчить про протилежне. [352]

Таким чином, в Україні процеси приватизації і розвитку фондового ринку взаємообумовлені і тісно взаємопов'язані, вони не можуть відбуватися окремо один від одного і головну роль у цьому процесі відіграє держава, як суб'єкт який створює умови та забезпечує справедливу трансформацію власності.

3.3. Пріоритетні вектори інтеграції фондового ринку України у світовий фондовий ринок

Світовий фінансовий ринок, який у ХХ ст. розвивався за принципом розширення фінансових ринків в розвинених країнах, сьогодні характеризується відродженням фінансового ринку в країнах, що переходять від планової економіки до ринкової. Фондовий ринок має вагомий вплив на розвиток інших сегментів фінансового ринку, адже він тісно пов'язаний з елементами як національної, так і світової економічної системи.

Дослідження показало, що загального визначення дефініції «міжнародний фондовий ринок» наразі не існує, однак загальноприйнято вважати, що міжнародний фондовий ринок складається з відносин між фондовими ринками двох і більше країн з приводу емісії, обігу та погашення цінних паперів, а відносини між континентальними міжнародними фондовими ринками — глобальний світовий фондовий ринок. За рахунок глобалізаційних процесів, національні ринки стають частиною світового фондового ринку шляхом міграції капіталу.

Вважається, що «міжнародний фондовий ринок» - це складова частина міжнародного фінансового ринку, на якому здійснюються операції з цінними паперами між емітентами та інвесторами та / або тільки інвесторами, які є резидентами різних країн [343, с.168].

На нашу думку, міжнародний фондовий ринок - це сучасний і ефективний механізм акумуляції й перерозподілу інвестиційних ресурсів, формування взаємовідносин між покупцями та продавцями цінних паперів. Він першим реагує на прояв економічних негараздів, які відображаються у найбільш чутливих індексах, та за умов ігнорування національними і міжнародними регулятивними інституціями, має здатність переростати національні кордони і поширюватися у глобальних масштабах.

Хоча частка України на світовому фондовому ринку незначна, однак сучасне гостре геополітичне протистояння між Україною та Росією, спричинило новий етап кризи на національному ринку і негативно відобразилося на міжнародних фондових ринках.

Так, кризові явища в Україні викликали 3 березня 2014 р. падіння на світових фондових ринках. Індекс FTSE 100 у Лондоні закотився зниженням на 1,5%, а всі європейські ринки обвалилися на цілих 3,5%. Різко скоротилися індекси на початку торгів також і на ринках в США. Московська фондова біржа втратила майже 11% [338].

Аналітики вважають, що таким чином інвестори шукали більш безпечні способи вкладення коштів: «Українська криза розростається, і ринкові гравці намагаються уникнути ризиків. Інвестори змушені переглядати свої інвестиційні портфелі, знижуючи частку акцій і вкладаючи кошти в товари та інші безпечні активи», – зазначив Крейг Ерлам, ринковий аналітик брокерської компанії «Альпарі». Збільшився попит на урядові облігації сильних у фінансовому відношенні країн: Німеччини та Швейцарії [338].

Згідно методики світової організації фондових бірж (World Federation of Exchanges, далі – WFE) міжнародні фондові ринки поділяються на три групи: фондовий ринок американського регіону, азіатсько-тихоокеанського регіону та

європейсько-африканського регіону [343]. Країни, які входять в зазначені регіональні групи, представлено на рис. 3.2.

Європейський фондовий ринок, наприклад, служить найважливішим джерелом капіталу для транснаціональних корпорацій, іноземних урядів, включаючи уряди третіх країн.

Міжнародний фондовий ринок також ділять на: євро-фондовий ринок та іноземний фондовий ринок. Такого роду класифікація ґрунтується на грошах, які йдуть на отримання цінних паперів та на погашення боргу.

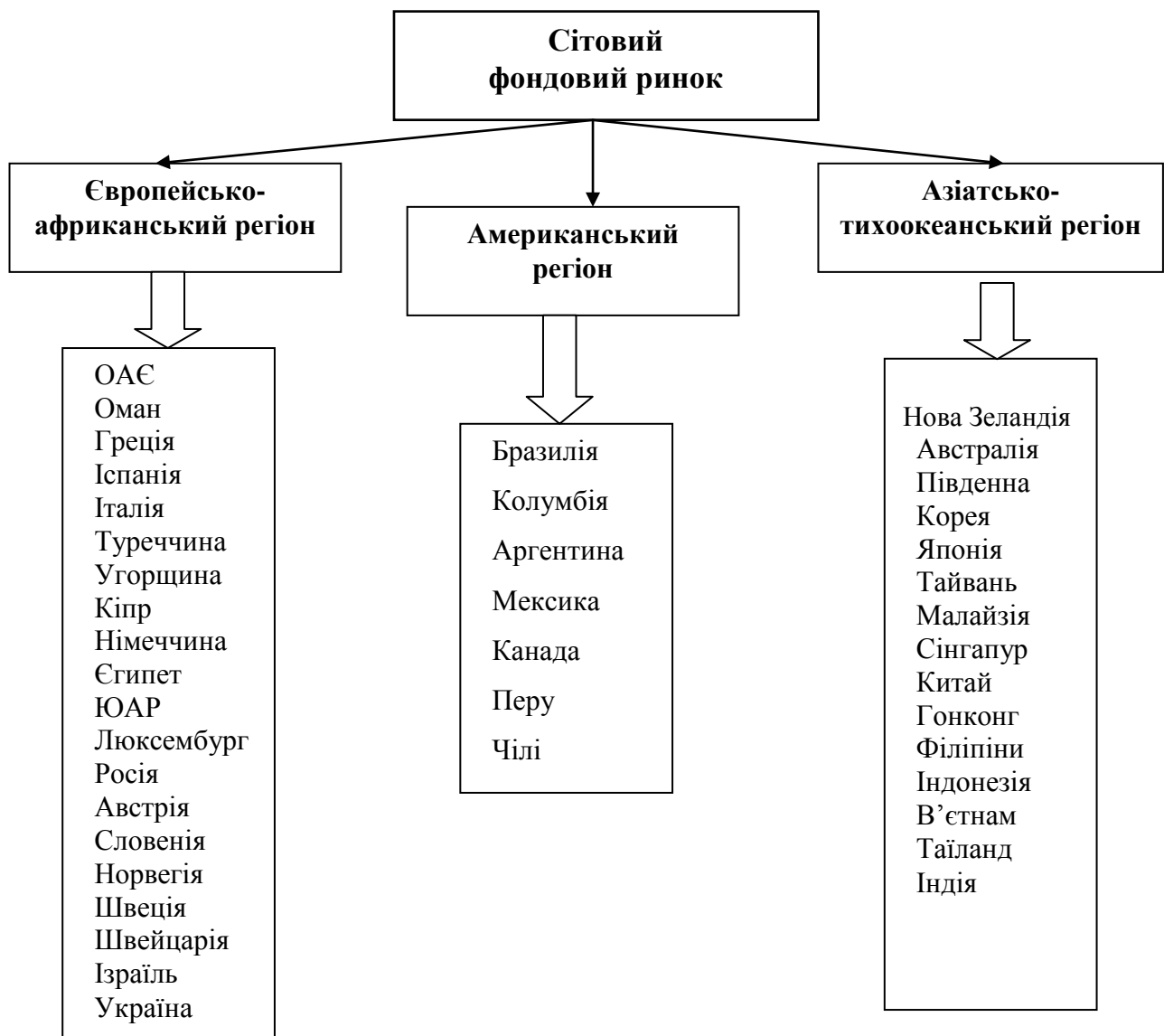


Рис. 3.2. Перелік країн за регіональним поділом світової організації фондових бірж [169].

Сучасні тенденції розвитку міжнародного фондового ринку характеризуються неперервним процесом об'єднання в єдину міжнародну мережу. Тобто відбувається процес глобалізації, який з однієї сторони, виникає за рахунок послідовного еволюційного розвитку, а з іншої – сучасний процес глобалізації фондових ринків характеризується прискореними, асиметричними та різнонаправленими темпами розвитку, відбувається уніфікація національних ринків.

Глобалізація супроводжується формуванням нових самостійних ринків для державних запозичень, банківських послуг та корпоративних цінних паперів, які зумовлюють ускладнення взаємодії між сегментами ринку та сприяють формуванню дисбалансів.

Фінансовий ринок України, наслідуючи світові тенденції, співпрацює з міжнародними фінансовими ринками і наслідки цих процесів справляють значний вплив на розвиток українського фондового ринку. Але, на жаль, обсяг торгів цінними паперами на чинному фондовому ринку України не перевищує 4 – 6% всіх угод з цінними паперами. Інші угоди укладаються поза біржами, тобто відходять до тіньового сектора економіки. Це становить одну з проблем розвитку національного ринку цінних паперів [325, с. 85].

Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, за підтримки Світового банку, була здійснена оцінка поточного стану дотримання Україною принципів та цілей регулювання ринку цінних паперів IOSCO (Міжнародна організація комісій, що здійснюють регулювання ринків цінних паперів). Дослідження показало, що для підвищення ефективності регулювання ринку цінних паперів необхідно переглянути законодавчу базу в цілому та ту її частину, яка пов'язана безпосередньо з фінансовим сектором, а також детально перевірити стратегії та практики безпосередньої діяльності інститутів, відповідальних за регулювання ринку цінних паперів.

Реформування національного фондового ринку неможливо здійснити без державного втручання, оскільки лише держава має засоби й можливості для того, щоб цей процес був більш ефективним.

Зокрема сучасне неефективне функціонування фондового ринку України також обумовлюється слабким і суперечливим механізмом державного регулювання.

Держава виступає як зовнішня сила, що законодавчо оформляє правила економічного життя суспільства, здійснює адміністративне регулювання, захищає вітчизняного товаровиробника від конкуренції тощо. Але одночасно держава є внутрішнім елементом системи, коли виступає в ролі власника та здійснює виробничу діяльність, суттєво впливаючи на економіку.

Дослідження показало, що здатність національного фондового ринку поглинати інструменти капіталу залишається низькою у зв'язку з наявністю низки стримуючих факторів.

Важливим напрямком, який потребує реформування та адаптації до сучасних умов є валютне регулювання. Чинний режим валютного регулювання, встановлений Декретом КМУ на початку 90-х років минулого століття, суттєво стримує приток іноземних інвестицій на вітчизняний фондовий ринок. Результатом цього є майже повна відсутність "неспекулятивного" іноземного інвестора.

Покращення інвестиційного клімату та заохочення інвесторів до здійснення інвестицій в економіки України через інструменти фондового ринку (особливо іноземного) можливе лише у разі перегляду податкового навантаження на таких інвесторів. Однією з головних проблем є наявність дискримінаційних підходів по відношенню до оподаткування різних операцій з цінними паперами, усунення яких стимулюватиме приток інвестицій.

Ліквідність національного фондового ринку, як один із головних індикаторів розвитку, знаходиться на досить низькому рівні.

Невелика пропозиція інвестиційного капіталу на фондовому ринку зумовлена відсутністю потужних національних інституційних інвесторів, недостатньою зацікавленістю роздрібних інвесторів та недостатньо сприятливим кліматом для іноземних інвесторів.

Становлення потужних внутрішніх інвесторів гальмується, в тому числі, через низьку інвестиційну активність банківських установ, що обумовлена жорстким нормативним регулюванням. Проблемою також залишається відсутність прикладу з боку держави щодо використання свого інвестиційного потенціалу.

Механізм державного регулювання діяльності інститутів спільного інвестування та компаній з управління активами є сукупністю організаційних та економічних заходів, важелів, основною метою впровадження яких є необхідність стимулювання ефективного перерозподілу вільних економічних ресурсів, контролю за рівнем ризику діяльності суб'єктів та забезпечення підвищення якості захисту прав інвесторів.

Сформована в Україні система регулювання діяльності інститутів спільного інвестування та компаній з управління активами складається із Закону України "Про інститути спільного інвестування" та відповідних нормативно-правових актів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Разом з тим, діяльність з управління активами, обставини зовнішнього середовища розвитку інституційних інвесторів, вказують на потребу постійного перегляду регуляторних норм, впровадження нових механізмів впливу, контролю та виключення із процесу регулювання формальних етапів функціонування.

Популяризація фондового ринку, серед дрібних інвесторів є однією з найважливіших складових зміцнення ринку цінних паперів, підвищення довіри інвесторів та як результат росту ліквідності. Зокрема, з метою розвитку послуг для дрібних інвесторів, як інструменту масового залучення інвестицій в економіку країни, як альтернативу інститутам спільного інвестування, необхідно запровадити практику колективного інвестування у цінні папери, відповідно до якої певний пул осіб передає торговцю цінними паперами, в управління, цінні папери та грошові кошти призначені для інвестування.

В той же час, у разі активізації процесів участі роздрібних інвесторів в операціях на фондовому ринку, існує занепокоєння щодо недостатності підготовленості таких інвесторів до здійснення ризикових операцій.

За відсутності достатньої інформованості інвесторів та в умовах значних кредитних, цінових, розрахункових та валютних ризиків, притаманних фондовому ринку України, спрощений підхід до інвестування є неприйнятним. У зв'язку з цим, необхідним заходом щодо захисту прав роздрібних інвесторів на фондовому ринку є підвищення фінансової грамотності населення.

За традиційної парадигми державного регулювання, економіка (керований об'єкт) є пасивною системою, яка здатна приймати будь-яку форму та організацію, що нав'язується органом управління відповідно до своїх цілей та бажань.

Реформи - цілеспрямовані заходи різного масштабу, проведені за визначеними планами. Та якщо управління здійснює «неефективна» підсистема, не здатна обирати правильні рішення, то реформи (навіть найкращі) генерують потік інституційних інновацій, частина яких виявляється не здатною до розвитку у визначеній траєкторії. Наприклад, в Україні державна політика останніх 20 років була спрямована на створення майже непрацюючих ринкових інститутів. Така державна політика включила механізм організаційної деградації, оскільки система, що працює в хаотичному середовищі чи в середовищі з рівнем організації більш низьким, ніж рівень самої системи, приречена через те, що, поступово втрачаючи свою структуру, система через певний час зникне в навколишньому більш хаотичному середовищі.

Сила держави, як інституту, прямо пропорційна ступеню зрілості суспільних інститутів. Це робить державу залежною від економічної системи взагалі і від капіталу зокрема, тому що існує прямий зв'язок між змістом і механізмами суспільних інститутів та ступенем складності економіки [28, с.15]. Інституалізація певних прогресивних інститутів без відповідної економічної бази не приводить до появи ринкових інститутів.

Суспільство на певному рівні його розвитку передає права регулювання економічного стану державі, яка в особі уряду (чи адміністрації президента залежно від типу суспільного устрою) ухвалює правові акти та втручається в економічне життя.

Основною метою сучасної державної політики в Україні має стати створення не тільки ефективної економічної системи, а й ефективної політичної системи, які, взаємодіючи між собою, сформуують ефективну інституційну структуру, що буде здатною вивести країну зі стану системної, циклічної кризи в найкоротший час.

В Україні, на жаль, сформувався номенклатурно-бюрократичний тип управління, що дисонує із сучасним досвідом розвинених країн, де соціально-економічні відносини розвиваються в напрямку демократизації. Донедавна, з року в рік, зменшувалися демократичні прояви в українському суспільстві. Принцип поділу влади поки що має досить умовний характер, тому головною організаційною функцією політичної системи має стати обмеження функціональних можливостей держави, як економічного і політичного агента, шляхом легітимного тиску з боку демократично налаштованої частини електорату.

В сьогоденних умовах негативним є той факт, що сучасна демократія часто залежить не від державного устрою, а від фінансової системи. Економічну політику у світі здійснюють не уряди та парламенти, а центральні банки, що орієнтуються на потреби фінансових ринків, а не на потреби людей. Грошовий механізм за своєю суттю антидемократичний, оскільки найважливіші рішення приймає фінансова еліта, яка розділена на конкуруючі між собою блоки та має настільки високий соціальний статус, що є фактично незалежною від державної влади, а також від політичної, економічної кон'юнктури. Зміна еліт нічого, по суті, не змінює. Західна система не стає повністю авторитарною, оскільки зберігається конкуренція між кількома групами еліт. Авторитарні тенденції посилюються, весь світ вступає в епоху неоавторитаризму [55].

У наукових джерелах наведено аргументи на користь того, що авторитарна влада може сприяти економічним перетворенням лише в перші роки трансформації. Проблема полягає в тому, що перехід від авторитарної системи до демократичної неминуче призводить до послаблення державної влади у країні, у результаті чого послаблюється контроль за збиранням податків

і виконанням законів. Держава стикається з ризиком втрати загального контролю над ситуацією але не може гарантувати дотримання законів, які необхідні для функціонування нової економічної системи. Правильним варіантом було би проведення трансформації законодавства (і інститутів узагалі) авторитарним урядом, установлення нових економічних інститутів у межах старої політичної системи та подальша передача влади демократичному уряду разом із формуванням нових політичних інститутів (прикладом цього є реформи в Чилі, Тайвані, Сінгапурі). Адже при демократичному режимі виборці можуть не підтримати економічних реформ, навіть якщо вони принесуть довгострокові вигоди для більшості. Невизначеність результатів реформ призводить до того, що для окремого виборця ризики настільки високі, що він особисто може не підтримувати їх проведення, хоча для більшості населення довгостроковий результат реформ буде позитивним (у рівновазі Неша більшістю *ex ante* буде прийнято рішення голосувати проти реформ, хоча *ex post* реформа була б схвалена).

Таким чином, можна стверджувати, що демократичні суспільства більш ефективні за авторитарні, організація політичного устрою суспільної системи на багатопартійній основі більш ефективна, ніж на однопартійній.

На нашу думку, правова демократична держава має будуватися за принципом «п'яти кілець», згідно з яким держава може ефективно розвиватися лише при взаємодії п'яти незалежних гілок влади: законодавчої, виконавчої, судової, влади інформації та влади інтелекту, причому останні дві влади повинні пронизувати всі інші.

Аналізуючи ситуацію в Україні, ми можемо стверджувати, що країні потрібне компетентне, патріотичне керівництво, яке здатне оперативно й послідовно приймати необхідні рішення й забезпечувати їх виконання. Без політичної волі на найвищому рівні, вивести Україну з кризи з одночасною переорієнтацією її на новий щабель розвитку не вдасться.

Отже, для досягнення якісних змін у соціально-економічній системі України доцільно реструктуризувати політичний устрій у бік формування інститутів інтелекту та інформації.

На жаль, в Україні відбувається постійне недофінансування науки, що призводить до зменшення темпів економічного зростання в довгостроковому періоді та деградації нації. За рейтингами, які відображають людський розвиток, рівень життя Україна перебуває на нижчих щаблях і з кожним роком опускається все нижче. Під загрозу поставлене виживання мільйонів людей, відтворення нових поколінь, збереження і наступність культурних цінностей українського народу.

Серед найбільш негативних ефектів державного регулювання слід виділити бюрократію, яка до певного рівня є необхідним явищем, оскільки вона підтримує єдність країни в економічному та політичному планах [55, с. 42]. Внаслідок використання чиновниками бюрократичних процедур і правил, які часто невідомі суб'єктам бізнесу, поглиблюється інформаційна асиметрія, що створює можливості для суб'єктів влади встановлювати в односторонньому порядку специфічні норми і правила, що регулюють діяльність суб'єктів господарювання, і тим самим сприяє вилучення доходу у формі бюрократичної ренти.

Небезпека бюрократії полягає в тому, що в певний момент може відбутися підміна функції: замість того, щоб служити суспільству, бюрократія нав'язує йому свої інтереси, власні цілі видає за мету суспільства. Найбільш стійкими інтересами бюрократії є самозбереження та схильність до максимізації власних доходів. Саме підміна функції метою перетворює бюрократію (як будь-який інститут у подібному випадку) в паразитарну структуру. Тому боротися слід не з самою бюрократією, а з небезпекою підміни функції.

Чим більше в суспільстві поширена бюрократія, тим більше розповсюджена корупція, тим менше залишається реальних можливостей для зміцнення ринкових інститутів і конкурентних механізмів, тим складніше реформувати інститути в довгостроковому періоді, оскільки високий рівень

корупції призводить до розчарування в демократичних інститутах та знижує конкурентоспроможність країни. Може виникнути ситуація, коли ефективні ринкові взаємодії підмінюються суперництвом на «політичних ринках», боротьбою бюрократичних інтересів [18, с.15]. На жаль, за показниками бюрократизації влади Україна – одна з відсталих країн світу. Згідно з Індексом фінансового розвитку – Financial Development Index, найбільш слабкими місцями є корупція, неефективність законодавчої влади, нечесність судової системи, результатом чого є відсутність будь-якої довіри до представників влади (табл. 3.3) [337].

Таблиця 3.3

Дані індексу фінансового розвитку України*

Індикатор	2011 р., місце серед 60 країн	2013 р., місце серед 62 країн
Тягар державного регулювання	54	56
Ефективність законодавчого органу	58	59
Довіра до політиків	59	51
Корупція	54	60
Судова незалежність	59	58
Плата за судові рішення	59	61
Регулювання фондового ринку	60	61
Захист прав власності	59	60

*Складено за даними Всесвітнього економічного форуму [274]

Для України характерними є систематичні зміни в законодавстві, закони часто приймаються так, щоб виконувати їх було майже неможливо (дуже складно, заплутано та неузгоджено). Державні інститути майже не стежать за виконанням правил, а карають за їх порушення, тобто свідомо створюють умови для порушення правил. Наприклад, в Україні, згідно із законом, усі акції мали пройти процедуру дематеріалізації ще до 2010 р., проте сьогодні в електронній формі існує менше ніж 20% акцій. Голова НКЦПФР спокійно каже про те, що, приймаючи це

положення, регулятор знав, що норма виконуватися не буде, проте для її виконання Комісія штрафує порушників.

В таких інституційних умовах суб'єкти господарювання постійно шукають можливості для порушення правил шляхом постійного пошуку домовленості із владою. Таким чином, в Україні створюються формальні правила і неформальні правила порушення правил. І якщо перший вид правил – це чиста організація, то другий вид – це постійна самоорганізація, оскільки неможливо назавжди «домовитися» із системою про порушення правил (у владі відбувається конкуренція між чиновниками за право встановлювати правила порушення правил та володіння адміністративною рентою). Отже, Україна опинилася в інституційній пастці, коли неформальні правила порушення правил, що виникають у процесі самоорганізації, більш стійкі, а формальні правила, що виникли у процесі організації, не можуть стати повсякденною нормою (інституційною рутиною), оскільки їх виконання пов'язано з великими трансакційними витратами. Ціннісні переваги тих, хто їх дотримується, суттєво знижуються, тому відсутня суспільна необхідність виконання формальних правил. Доти, доки не буде потреби на виконання норми, тобто не сформується попит на інститут, виконання норми буде пов'язане з великими труднощами. Приватна власність, конкуренція та верховенство права приводять до високоефективного розподілу ресурсів лише в разі, коли ці інститути одночасно наявні та майже все суспільство їх дотримується [63, с.12].

Чим більше в суспільстві поширена корупція чиновників, тим менше залишається реальних можливостей для зміцнення ринкових інститутів та конкурентних механізмів.

Для того, щоб вийти з цієї пастки, потрібно зменшити роль держави в економіці за рахунок узгодженості та однозначності трактування законодавчої бази, введення жорсткого законодавства для корупціонерів, що знизить розмір адміністративної ренти, через що зменшиться зацікавленість у державних посадах. Але для цього потрібне реальне бажання, перш за все, представників вищої державної влади. Нездатність держави, як організаційного інституту, знайти

керований вихід з інституційних пасток є однією з основних причин системних криз, які спостерігаємо в низці країн, що розвиваються. Збільшення кількості органів контролю, їхній тотальний контроль за учасниками фондового ринку, не впливають на позитивні зміни показників, що характеризують їхню інвестиційну активність.

Є безліч успішних прикладів боротьби з корупцією в різних країнах – Гонконзі, де 1974 р. було засновано Незалежну комісію проти корупції, у компетенцію якої входило ведення пропаганди, виявлення хабарництва, приймання скарг від населення, вивчення схем хабарів тощо. Для чиновників було скасовано презумпцію невинності [95, с. 42]. Показовим також є приклад Грузії, яка вийшла на лідерські позиції в рейтингах ведення бізнесу. Країна, де вирішення питань неформальним шляхом було невід’ємною частиною традицій, успішно пододала корупцію завдяки податковим та регулятивним реформам. А одна з найбільш корумпованих європейських країн – Болгарія для реформування митної служби залучила британську компанію, у результаті чого доходи митниці зросли в 2,5 рази.

Використання аутсорсингу є ефективним способом боротьби з корупцією в багатьох країнах – компанія «Cotecna» (Швейцарія) надає подібні послуги в 16 країнах, у тому числі Мексиці, Перу, Індонезії. Компанія Grown Agents (Великобританія) надавала послуги при проведенні податкових реформ в Індії, Йорданії та інших країнах [95, с. 43].

На наш погляд, саме використання аутсорсингу державних послуг може стати ефективним способом боротьби з корупцією в Україні, оскільки довіра до будь-яких органів влади в нас майже ніяка. Недовіра в суспільстві до держави, відчуття, що від простої людини нічого не залежить, – усі ці фактори ризику можуть спрацювати, коли цього ніхто не сподівається.

Отже, опинившись у цій інституційній пастці, наша країна перебуває в посиленому стані невизначеності, в якому виникає велика кількість імовірних станів системи та траєкторій її розвитку, і може відбутися не тільки конфліктна зміна економічної політики, а й зміна всієї системи.

В цілях ефективного залучення громадськості у процес формування та реалізацію державної соціально-економічної політики, на нашу думку, необхідно використовувати технологію краудсорсинга (crowdsourcing (crowd – натовп; sourcing - джерело, використання ресурсів), що представляє модель бізнесу, яка ґрунтується на залученні звичайних споживачів, користувачів Інтернету до виробництва і розповсюдження товарів і послуг, акумулювання ідей і рішень. Краудсорсинг є інноваційним механізмом управління зворотним зв'язком між органами державної влади, бізнесом та суспільством. Якщо влада має абсолютний характер і як підпорядковуюча соціальна сила не враховує зворотного впливу з боку суспільства, то негативні наслідки цього неминуче збільшуються та загострюють суспільні протиріччя. За допомогою зворотного зв'язку система стає гнучкою, здатної стабільно розвиватися і функціонувати в умовах, що змінюються, оскільки саме зворотній зв'язок забезпечує конструктивну взаємодію між різними елементами. Цей висновок обов'язково потрібно враховувати при реформуванні ролі держави в Україні.

Аналізуючи стан державного регулювання, можна виділити такі характеристики інституційної структури української економіки, що впливають на нього:

- збільшення ентропії та неможливість виконувати функції різними інститутами внаслідок збільшення кількості нових інститутів за браку відповідних змін поведінки економічних агентів (невідповідність та прогалини в законодавчій базі, відсутність економічного мислення тощо);

- керівна підсистема (державний бюрократичний апарат) не змінилась і, як наслідок, підштовхує країну на старий аттрактор деградації суспільства – державний апарат до цих пір не змінив методів управління, вони залишилися адміністративними та бюрократичними;

- формальність функціонування демократичних інститутів, необхідних для ефективного функціонування;

- із зовнішнього середовища на систему впливають сильні флуктуації (глобалізаційний вплив), що в умовах диспропорцій у внутрішній інституційній системі руйнує зв'язки між елементами системи та прирікає її на загибель;

- держава не виконує своїх функцій (ані соціальних, ані економічних);

- держава намагається перевести країну на атрактор розвитку, який не відповідає соціокультурному стану системи тощо.

В сучасній системі саме державі належить основна роль у створенні та регулюванні інституційного середовища. Еволюційно політика державного регулювання пройшла тривалий шлях еволюції – від заперечення втручання держави в економіку (класична школа) до необхідності активного регулювання (кейнсіанство). У посткризовий період, після десятиліть лібералізму, знов повертаються до переконання, що необхідно посилити роль держави. «Велика двадцятка» ухвалила Декларацію про фінансові ринки і світову економіку, основою якої має стати об'єднання зусиль країн для коригування дій ринкового механізму та посилення ролі держави, оскільки чим більше ринків, тим більше потрібна держава, тим більше відповідальності лягає на державні інститути за вектор економічного та соціального розвитку.

У той же час існує думка, що причиною кризи стало саме посилення ролі держави – криза виникла не через «надлишок капіталізму», а через його «нестачу» [267, с.23]. Саме держава створила правила гри, що спровокували й підтримували «ризик безвідповідальності» та «моральний азарт» найбільших фінансових гравців (Фенні Мей, Фрейді Мак та ін). І в кризовий момент держава знову підтримала «надто великі компанії, щоб розоритися», забувши про принцип невтручання.

Криза продемонструвала необхідність активнішого державного регулювання: держава й раніше регулювала фінансові ринки, але економічна система опинилась у кризовому стані. І немає жодних підстав вважати, що та сама держава надалі краще регулюватиме фінансові ринки. Використовуючи теорію самоорганізації, узагалі некоректно протиставляти державу і ринок, оскільки ринок і держава – поняття різнопорядкові – держава є суб'єктом господарювання, а ринок – однією з форм зв'язків між суб'єктами (судження «більше держави –

менше ринку» – те саме, що «більше суб'єкта – менше зв'язку»). Адже держава діє не тільки у сфері обміну, а й є учасником усього відтворювального процесу загалом [264, с.38]. Низький рівень організованості учасників фондового ринку України, їхнє небажання самим регулювати свою діяльність, контролювати себе та державних чиновників об'єктивно сприяють упровадженню корупційних схем та зміцненню позицій державної бюрократії. Така пасивність призводить до посилення реакційних тенденцій і перешкоджає становленню цивілізованої моделі фондового ринку в Україні.

Таким чином, аналізуючи вплив держави на фондовий ринок, можна сказати, що вона являє собою каталізатор флуктуацій. З одного боку, державне втручання може зменшувати флуктуації макrorівня шляхом зниження трансакційних витрат, погашення соціальної напруженості, чіткого регламентування законодавства. З іншого - держава створює флуктуації шляхом упровадження інститутів, які не відповідають суспільним потребам та знижують ефективність функціонування системи (упровадження інститутів американської моделі фондового ринку).

Отже, держава відіграє подвійну роль в ентропійно-негентропійному процесі розвитку економічної системи. Специфіка інституційного статусу держави полягає в можливості «самоінституціоналізації», тобто додання атрибута легітимності тим правилам, що найбільше відповідають потребам усіх громадян держави. Держава, володіючи монополією на наділення того чи іншого способу дій атрибутом легітимності, може управляти темпами й етапами інституційної трансформації.

Системі державного управління доцільно органічно поєднувати в собі ієрархічну організацію, нормативне регулювання, контроль за новими структурами та функціями, спрямованими на сприйняття слабких сигналів і змін, стимулювання позитивних тенденцій і адаптацію до них нормативного регулювання.

Одне з найважливіших положень теорії самоорганізації, яке треба враховувати при проведенні державної політики регулювання, полягає в тому, що жодні регулятивні методи не можуть бути нав'язані системі без урахування

тенденцій розвитку й інституційних характеристик самої економічної системи. А українська практика державного регулювання характеризується сліпим запозиченням норм регулювання в розвинених країнах та досяганням своїх корисливих цілей. Державне регулювання фондового ринку характеризується інституційною перевантаженістю, яка виражається в надлишковій і заплутаній формалізації та регламентації правил господарської поведінки, що унеможливорює чи ускладнює їх виконання. Наприклад, державне регулювання фондового ринку здійснюють три органи державної влади – Національний банк України (регулювання ринку державних цінних паперів), Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (загальне регулювання діяльності на фондовому ринку) та Національна комісія з регулювання ринків фінансових послуг (регулювання діяльності інститутів спільного інвестування). В Україні діяльність небанківських фінансових установ контролюють відразу два органи, причому не зрозуміло, чому інститути спільного інвестування (чисті торговці цінними паперами, портфельні інвестори) підпадають під регулювання Комісії з регулювання ринків фінансових послуг разом зі страховими, факторинговими, лізинговими компаніями.

Таким чином, аналізуючи вплив держави на функціонування фондового ринку (як на макро-, так і мегарівні), доцільно враховувати основні принципи самоорганізації складних систем, які ґрунтуються:

- на невизначеності шляхів розвитку системи. Проте, оскільки соціально-економічна система являє собою систему з участю людини, то можна розрахувати оптимальні сценарії розвитку. Незважаючи на те, що шляхів розвитку може бути дуже багато, їх кількість не нескінченна, отже, реалізовано може бути в одній нелінійній системі далеко не все, що хотілось би суб'єктові управління. Знання обмежень, знання того, що у принципі не можна здійснити в даній системі – найважливіше для проведення регулятивної діяльності. Наприклад, для вітчизняного фондового ринку це означає припинення впроваджувати елементи американської моделі фондового ринку, оскільки вона не відповідає особливостям національної інституційної моделі;

- двоїстості процесу державного регулювання, яке являє собою одночасне регулювання і саморегулювання економіки, оскільки зв'язки і відносини між суб'єктами економіки, з одного боку, є результатом спонтанного формування інститутів та норм, а з другого – результатом організаційного впливу держави;

- урахуванні суспільних потреб економічних суб'єктів, неформальних правил при створенні формальних норм та інститутів;

- зменшенні монополізації, тінізації економічної влади, розвитку демократичних інститутів, оскільки це створює конкуренцію між різними групами (політичними, суспільними, виробничими тощо), у результаті чого відбувається ефективне впорядкування системи в напрямку її самоорганізації. Підтвердженням цього є те, що країни, де високий ступінь розвитку демократичних інститутів (право власності, економічна свобода, свобода слова тощо), мають вищий рівень соціально-економічного розвитку;

- створенні та вдосконаленні інститутів, націлених на підтримку довіри і стабільності економічної системи загалом та її елемента – фондового ринку зокрема;

- урахуванні місця системи в ієрархії систем (мега-, макро-, мікрорівень, локальний тощо) при розробці програм регулювання, оскільки у процесі розвитку систем відбувається посилення загальної і локальної нестійкості. До того ж державне регулювання є холістичним процесом, що припускає можливість регулювання економіки тільки виходячи з цілісності і єдності політичної та економічної системи;

- урахуванні при розробці державної політики факту наявності області параметрів, де фондовий ринок особливо чутливий до зовнішніх впливів, погоджених з його внутрішніми властивостями.

Отже, основне завдання державної політики – це впливати на здатність системи до самоорганізації, не перевищуючи рівня флуктуаційного впливу зовнішнього середовища.

Як показало наше дослідження, стимулювати розвиток фондового ринку, поліпшити інвестиційний клімат в цілому у нашій країні в умовах гібридної війни з Росією могла б спеціально створена система державної підтримки розвитку фондового ринку України, яка передбачала б удосконалення внутрішньої його структури (в першу чергу інституційної), а також створення зовнішніх умов функціонування ринку. Адже головним завданням державного регулювання є узгодження суперечливих інтересів всіх суб'єктів ринку шляхом прямого та непрямого втручання у їхню діяльність. Розвиток фондового ринку повинний відбуватись у єдності з розвитком всієї економіки, тобто державна політика повинна враховувати стан всіх складових економічної системи. (рис.3.3.)

Запропонована система державного регулювання фондового ринку в Україні забезпечить узгодження суперечливих інтересів всіх суб'єктів ринку шляхом прямого та непрямого регулювання їхньої діяльності.

Однією з форм державної підтримки розвитку фондового ринку в Україні в умовах дефіциту інвестицій і високих ризиків є податкове стимулювання вкладень у цінні папери. На нашу думку, доцільним є введення повного й безумовного звільнення доходів від податків, та застосування цільових податкових пільг, а саме зниження ставок за умов: володіння не менш певної суми або частки капіталу емітента (заохочення не спекулятивних інвестицій); протягом не менше 6 місяців (заохочення довгострокових інвестицій); здійснення інвестицій в цінні папери певних видів або пріоритетних підприємств та галузей; володіння паперами, що обертаються на національних фондових торговельних системах (розвиток організованого ринку).

Насичення грошовими ресурсами господарського обігу буде доцільним тоді, коли кошти через механізм фондового ринку будуть поставлятися безпосередньо в реальний сектор на відтворення основних і оборотних фондів. Для формування платоспроможного інвестиційного попиту, насамперед, необхідно, щоб процентні ставки комерційних банків по довгострокових кредитах були на рівні або нижчі рівня реальної середньо зваженої норми прибутку.

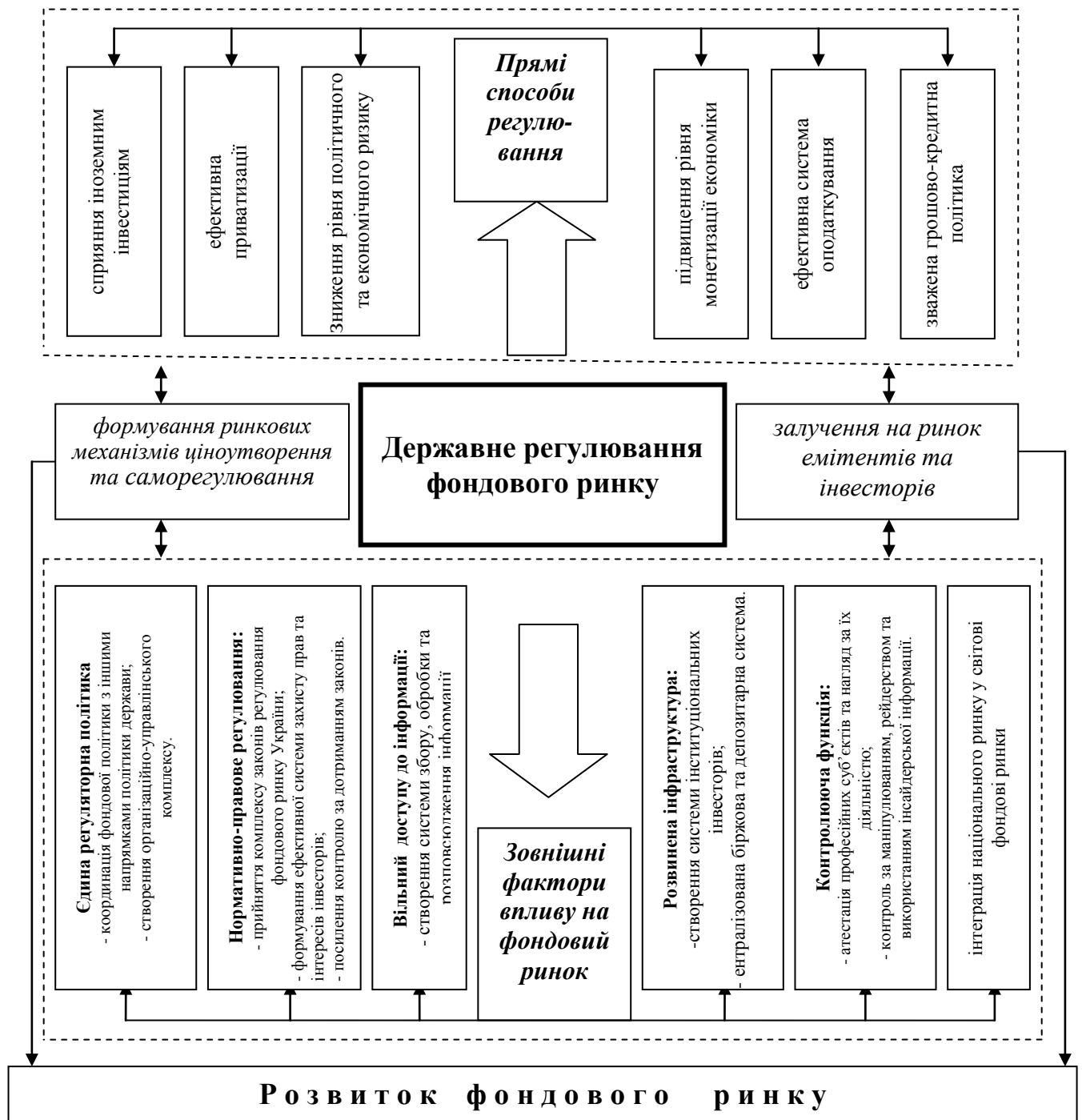


Рис. 3.3. Способи державного регулювання фондового ринку України

В якості стимулювання інвестицій дрібних національних інвесторів на нашу думку, доцільно було б використовувати механізм стимулювання портфельного інвестування, основна увага в якому зосереджувалася б на мінімізації трансактивних витрат по операціях з цінними паперами.

Фондовий ринок забезпечує рух капіталу шляхом обігу цінних паперів та їх похідних. Саме через механізми фондового ринку формуються пропозиція і

попит на інвестиційні ресурси, відбувається їх акумуляція та перерозподіл. Регулятор фондового ринку, зважаючи на потребу учасників ринку в нових ліквідних інструментах, впровадив механізм допуску іноземних цінних паперів, що перебувають в обігу на іноземних організованих майданчиках, на українські фондові біржі. Якщо говорити про роль і значення цих документів для вітчизняного ринку цінних паперів, то це насамперед створення сприятливих умов та стимулювання обігу цінних паперів іноземних емітентів і в першу чергу з економічно розвинутих країн, в Україні, що може дати імпульс українському фондовому ринку, розширивши перелік інструментів для інвестування.

І хоча очікувати стрімкого входження нових емітентів на наш ринок поки не доводиться, допуск цінних паперів іноземних емітентів на вітчизняний фондовий ринок може стати гідним інструментом для насичення ринку ліквідністю.

Доступ українських емітентів до іноземних майданчиків – не менш важливий крок у напрямку стрімкого розвитку ринку цінних паперів.

Входження на вітчизняний фондовий ринок цінних паперів іноземних емітентів та розміщення і обіг цінних паперів українських емітентів за межами України – це ще один крок до глибшої інтеграції українського фінансового ринку в міжнародні ринки.

Разом з тим, в умовах зниження інвестиційної привабливості нашої стабільним і довгостроковим ресурсом можуть стати грошові перекази й інвестиції мігрантів. Так, у 2013 р. до нашої країни тільки через банки надійшло 8,5 млрд дол. переказів — утричі більше, ніж іноземних інвестицій. 2014-го відбувся вплив інвестицій (-12,2 млрд дол.), а перекази мігрантів продовжували надходити, досягнувши 6,5 млрд дол. У 2015 р. очікуються до 2 млрд дол. іноземних інвестицій, а грошові перекази можуть перевищити 7 млрд. [353]. Це означає, що мігранти вірять у рідну країну навіть у найважчі часи. Досвід Ізраїлю, Туреччини, Ірландії, Італії, Південної Кореї підтверджує, що країна може опинитися серед розвинених держав у тому числі завдяки мігрантам і діаспорі, вмотивувавши їх інвестувати значні ресурси на

батьківщину. На сьогодні таким успішним шляхом ідуть окремі країни Південно-Східної Азії, зокрема Філіппіни.

Дослідження державної і фінансово-банківської політики щодо мігрантів на Філіппінах показало, що значною мірою завдяки грошовим переказам влада цієї країни змогла побудувати дуже стабільну економіку, яка за багатьма показниками (рівнем держборгу, золотовалютними резервами, кредитним рейтингом, депозитними ставками) повністю відповідає розвиненим країнам і навіть стала кредитором МВФ.

Водночас Україна — одна з небагатьох країн, яка має значну кількість мігрантів за кордоном (за даними Світового банку, близько 6 млн чол.) і в якій практично відсутня державна, фінансово-банківська політика залучення їх доходів і заощаджень в економіку. Через відсутність такої політики обсяги переказів через банки становлять лише майже 7 млрд дол. на рік. Ще близько 15–17 млрд надходять неофіційними каналами, оминаючи банківську систему, і не враховуються в платіжному балансі країни [353]. Унікальний досвід Філіппін свідчить, що грошові перекази можуть стати ефективним і стабілізаційним інструментом для економіки навіть під час криз, катастроф і військових конфліктів.

У 1980-х роках влада Філіппін зрозуміла, що через військово-сепаратистський конфлікт на острові Мінданао (триває з 1969 р., загинуло 160 тис. чол.) країна не спроможна залучити іноземний капітал. Паралельно зростав дефіцит платіжного балансу. Тому уряд змінив стратегію розвитку економіки, переорієнтувавши її на перекази та інвестиції філіппінських мігрантів. Уже до початку 1990-х років було реалізовано спеціальну міграційну політику, яка включала три складові: 1) здійснення підготовчо-просвітницької роботи, 2) розвиток системи фінансово-банківських послуг, 3) створення інвестиційно-страхової інфраструктури. Це дало вражаючі результати. Якщо у 1980-х роках (протягом десятиріччя) грошові перекази через фінансово-банківську систему становили 10 млрд дол., то у 1990-х — 41 млрд, у 2000-х — 131 млрд, за 2010-й р. — 250 млрд дол. Завдяки грошовим переказам Центробанк Філіппін зумів

накопичити значні золотовалютні резерви. Країна є нетто-кредитором МВФ, зокрема у 2013 р. надала фонду кредит у 1 млрд дол. для підтримки окремих країн Європи, в тому числі України [353].

Підготовчо-просвітницька робота Загалом на Філіппінах близько 30 органів влади займаються питанням мігрантів, ключові з них такі: Офіс у справах філіппінських мігрантів при президентові, Центробанк Філіппін, Адміністрація у справах працевлаштування філіппінських мігрантів за кордоном, Адміністрація з питань добробуту філіппінських мігрантів тощо. Основу їх роботи складає максимальне сприяння легальному працевлаштуванню населення за кордоном. З цією метою держава уклала 80 договорів з іншими країнами про доступ до ринку праці. При профільних державних установах створено мережу підготовчих семінарів для усіх охочих попрацювати за кордоном. Кожен бажаючий повинен пройти три етапи підготовчих семінарів. I етап — ознайомлювальний (до трьох годин): всі за і проти роботи за кордоном. II етап — підготовчий (до шести годин): особливості роботи в конкретній країні. III етап — за спеціальністю (до шести днів): особливості роботи і поведінки у роботодавця. Окремі семінари проводяться для виїжджаючих на ПМЖ, навчання тощо. Також по приїзді в країну при посольстві проводиться орієнтаційний семінар (до трьох годин). Щорічно на Філіппінах відбувається понад мільйон таких семінарів, які щороку відвідує близько 25 млн чол. Усі семінари безплатні, але відслідковується їх послідовне проходження. Тільки після останнього заходу видається Сертифікат працевлаштування за кордоном (діє на строк трудового договору), наявність і дію якого контролює прикордонна служба Філіппін. Таким чином, філіппінці не можуть виїхати за кордон по нетуристичній візі, що є ключовим стимулом для участі в семінарах.

Фінансово-банківські заходи. Політика щодо мігрантів і одержувачів переказів входить до п'ятірки пріоритетів Центробанку Філіппін. Центробанк суттєво лібералізував ринок переказів: відсутнє ліцензування платіжних систем, дозволяється їх співпраця з небанківськими фінансовими установами, спрощено

процедуру виплати переказів у сільській місцевості. Статистика збирається щотижнево, проводяться спеціальні опитування учасників ринку. Велика увага приділяється фінансовій грамотності — штат співробітників банку проводить регулярні семінари для домогосподарств мігрантів по всій країні. Банки Філіппін приділяють особливу увагу мігрантам і вважають їх віп-клієнтами. Цей напрямок вважають за честь безпосередньо координувати голови правління банків. Банки співпрацюють з 4,5 тис. іноземних установ-контрагент (з 30 тис. банків у світі), що дає змогу здешевити вартість переказів. Завдяки цьому до 90% усіх їх обсягів надходить через фінансово-банківську систему (в Україні близько 30%). Крім того, на Філіппінах працює понад 1 тис. платіжних систем (в Україні — до 30 систем). Банки виконують колосальну роботу з підвищення фінансової грамотності потенційних мігрантів. Під час усіх семінарів для виїжджаючих за кордон банки приймають активну участь — мають 30 хв. для презентації своїх послуг. Усі зацікавлені можуть відкрити рахунок прямо на семінарі. Завдяки цьому більш як 70% філіппінських мігрантів і членів діаспори мають рахунки на батьківщині.

Інвестиційно-страхова інфраструктура. З метою забезпечення додаткового припливу грошових переказів на інвестиційні цілі влада Філіппін створила Адміністрацію з питань добробуту філіппінських мігрантів, а також розширила повноваження Соціально-страхового фонду, Іпотечного фонду, Пенсійного фонду. Кожна з цих організацій має від 1 до 5 млн активних вкладників-мігрантів, які періодично роблять обов'язкові внески та можуть скористатися додатковими послугами: 1) кредитно-депозитними послугами, 2) страховими послугами, 3) стипендіями для обдарованих дітей мігрантів, 4) грантами на стажування. Регулярні платежі до цих фондів становлять від 2,5 до 12,5 дол. В управлінні Адміністрації з питань добробуту мігрантів накопичилося 0,5 млрд дол., у кожному з інших фондів — понад 1 млрд дол. коштів (активів) мігрантів. У 2014 р. іпотечний фонд видав близько 13 тис. кредитів домогосподарствам мігрантів. Особливу увагу банки приділяють залученню коштів мігрантів на ринок нерухомості і фондовий ринок. Близько 25% нерухомості будується на ці

кошти, а 20% інвестиційних переказів спрямовується на фондовий ринок (через низьку привабливість депозитних ставок у банках, у межах 1–2%). Для залучення переказів на розвиток малого і середнього бізнесу влада Філіппін створила Центр реінтеграції філіппінських мігрантів, який через держбанки видає кредити (до 40 тис. дол.) на пільгових умовах [353].

Дієві заходи для України. Враховуючи значні бюджетні обмеження, ключова роль у політиці залучення грошових переказів на першому етапі має належати фінансово-банківському сектору. Фінансові установи повинні розробити послуги-мотиватори, що привернуть увагу мігрантів і отримувачів переказів до банківської системи.

Паралельно потрібно проводити роботу з розширення каналів і способів переказу коштів в Україну. Крім того, слід працювати над підвищенням фінансової грамотності цього сегмента населення із залученням фахівців профільних організацій. На другому етапі, використовуючи міжнародний досвід, необхідно розробити фінансові інструменти (облігації, депозитні сертифікати тощо), періодичне розміщення яких серед мігрантів і діаспори дозволить залучити їх заощадження на конкретні інфраструктурні та соціально важливі проекти в Україні. На третьому етапі треба підключити профільні центральні органи влади (для підготовки секторальних мотиваційних програм залучення інвестицій мігрантів), органи місцевої влади (для спрямування переказів на розвиток рідних територій мігрантів), дипломатичні служби (для популяризації державної та фінансово-банківської політики сприяння залученню переказів мігрантів). Реалізація зазначених кроків дала б можливість Україні суттєво поліпшити ситуацію з платіжним балансом, зробити його профіцитним. Надходження значних обсягів переказів через фінансово-банківську систему значно збільшить пропозицію валюти в країні, що укріпить курс національної валюти у середньо- і довгостроковій перспективі. Також це істотно підвищить кредитний рейтинг країни, що дозволить державі залучати інші ресурси під нижчі відсоткові ставки. Політика стимулювання переказів та інвестицій мігрантів дозволить нашій країні значно прискорити розвиток

економіки, вийти на новий рівень соціального розвитку і стати заможною країною.[353]

Централізація фондового ринку забезпечила б ефективне функціонування системи фіксації прав власності на цінні папери за допомогою створення єдиної національної депозитної системи. Для цього необхідно, на нашу думку, уніфікувати діяльність зберігачів і регістраторів та створити центральний депозитарій (для корпоративних паперів) на базі міжрегіонального фондового союзу шляхом поєднання його з національним депозитарієм. Також необхідно внести зміни у законодавство, щодо форми існування цінних паперів (задекларувати тільки бездокументарно), що приведе до формування нового інституту депозитарної установи, та об'єднати діяльність центрального депозитарію та депозитарію НБУ.

Орієнтація на досягнення ефективних результатів діяльності фондового ринку можлива лише за умови збалансування межі управління зверху і рівня самоорганізації знизу. При реалізації своїх функцій держава «запускає» механізми самоорганізації економіки й коригує виниклі в цьому механізмі збої, але не підміняє його адміністративним регулюванням, оскільки результатом цієї підміни нерідко виступають тоталітаризм і, як наслідок, падіння ефективності економічної системи.

Таким чином, можна сформулювати методологічний підхід до визначення змісту механізму регулювання економічної системи, який представляє собою двоїстий процес одночасного усвідомленого регулювання і стихійного саморегулювання економіки, обумовлений тим, що зв'язки і відносини між суб'єктами економіки виступають результатом, з одного боку, спонтанного формування інститутів та норм, а, з іншого, результатом організуючого впливу держави. З вказаного підходу витікає необхідність розмежування повноважень за рівнями регулювання фондового ринку (держава забезпечує ефективне інституційне середовище, а суб'єкти господарювання хаотично беруть участь у створенні інститутів), внаслідок чого сумарна (інтегративна) результативність організації та самоорганізації стає більшою, ніж їх механічна сума, що сприяє

підвищенню ефективності економічної системи, в тому числі фондового ринку країни.

Для ефективного розподілу капіталу у різні сектори економіки, забезпечення фінансування дефіциту державного бюджету, запобігання соціальних потрясінь і конфліктів, недопущення кризових явищ, а також досягнення позитивних економічних і соціальних результатів розвитку фондового ринку, на нашу думку, необхідно постійно удосконалювати механізм його регулювання. При цьому регулювання має охоплювати всіх його учасників, всі види діяльності та операції, які можуть здійснюватися на ньому.

Важливою умовою удосконалення діяльності фондового ринку України є створення достатньої інвестиційної бази за рахунок національних та іноземних інвесторів. Серед українських компаній є емітенти, цінні папери яких можуть зацікавити широке коло інвесторів, включаючи іноземних, тому ключовим завданням має бути створення необхідних умов для створення для українських компаній можливості залучати фінансування шляхом розміщення акцій на українському фондовому ринку.

Формування та забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо розвитку та функціонування ринку цінних паперів та їх похідних в Україні, має сприяти адаптації національного ринку цінних паперів до міжнародних стандартів, координувати діяльність державних органів з питань функціонування в Україні ринку цінних паперів та їх похідних, здійснювати національне регулювання та контроль за випуском і обігом цінних паперів та їх похідних на території України, а також у сфері спільного інвестування.

Забезпечувати захист прав інвесторів шляхом застосування заходів з запобігання і припинення порушень законодавства на ринку цінних паперів, застосування санкцій за порушення законодавства у межах своїх повноважень.

Здійснення національного регулювання та контролю за випуском і обігом цінних паперів та їх похідних на території України, а також у сфері спільного інвестування.

Сприяння розвитку ринку цінних паперів. Узагальнення практики застосування законодавства України з питань випуску та обігу цінних паперів в Україні, розробка пропозицій щодо їх вдосконалення.

Проводити постійне вдосконалення механізмів валютного регулювання на фондовому ринку. Не вдосконалюючи систему валютного регулювання, неможливо здійснити інтеграцію українського ринку капіталу до світового ринку. Без цього вітчизняні емітенти не зможуть ефективно реалізовувати цінні папери іноземним інвесторам, а вітчизняні інвестори - купувати іноземні цінні папери. вдосконалення механізмів валютного регулювання на фондовому ринку. Не вдосконалюючи систему валютного регулювання, неможливо здійснити інтеграцію українського ринку капіталу до світового ринку. Без цього вітчизняні емітенти не зможуть ефективно реалізовувати цінні папери іноземним інвесторам, а вітчизняні інвестори - купувати іноземні цінні папери.

Дієвими кроками на шляху забезпечення більш динамічного розвитку фондового ринку України може стати як впровадження важливих соціально-економічних реформ, спрямованих на забезпечення економічного розвитку України та зростання добробуту населення, що, у свою чергу, сприятиме збільшенню ліквідності фондового ринку, так і подальша законотворча діяльність, спрямована на вдосконалення інфраструктури фондового ринку, спрощенню доступу до нього емітентів та інвесторів, включаючи нерезидентів та фізичних осіб, забезпечення захисту прав усіх учасників торгівлі цінними паперами, зокрема міноритарних акціонерів, підвищення вимог до якості звітності емітентів та активна боротьба з будь – якими зловживаннями та порушенням законодавства на фондовому ринку України.

Одним з факторів подальшого ефективного функціонування фондового ринку України також може бути розвиток системи недержавного пенсійного забезпечення та інші заходи, які стимулюватимуть суб'єктів господарювання до розміщення своїх цінних паперів на фондовому ринку та підвищать попит на цей вид активу (акції) з боку інвесторів. Проте ключовим, на нашу думку, є

забезпечення високого рівня захисту інтересів акціонерів та підвищення довіри населення до інститутів спільного інвестування та фондового ринку в цілому.

Отже, на основі аналізу потенціалу вітчизняного фондового ринку вважаємо за необхідне:

- збільшення глибини та ліквідності ринку шляхом залучення іноземних портфельних інвесторів (покращення загальних умов ведення бізнесу та інвестиційного клімату);

- вдосконалення системи захисту прав та інтересів інвесторів,
- створення додаткових стимулів для активізації розвитку, зокрема у формі сприятливого режиму оподаткування) та формування достатньої національної інвестиційної бази завдяки загальному розвитку економіки країни (податкові стимули, пенсійна реформа,

- сприяння розвитку інститутів спільного інвестування та підвищення рівня довіри до них з боку населення);

- підвищення рівня ділової активності шляхом залучення емітентів з достатньою кількістю акцій у вільному обігу та стимулювання розвитку інструментів інвестування і диверсифікації ризиків (розвиток ринку первинних та вторинних публічних розміщень);

- проведення структурних перетворень (консолідації фондових ринків, вдосконалення системи нагляду та контролю за діяльністю ринків та їх учасників).

- використання міжнародного досвіду роботи серед мігрантів та діаспори розробка фінансових інструментів (облігації, депозитні сертифікати тощо), періодичне розміщення яких серед мігрантів і діаспори дозволить залучити їх заощадження на конкретні інфраструктурні та соціально важливі проекти в Україні.

Запропоновані рекомендації відповідають принципам збалансованого розвитку фондового ринку, на відміну від розбалансованого (наздоганяючого або випереджаючого розвитку) (див ДОДАТОК Д).

Досягнення збалансованого розвитку вітчизняного фондового ринку дозволить вийти на оптимальний для економіки країни рівень активності фондового ринку, підвищити його ефективність та створить базис для стимулювання його сталого розвитку.

Фондовий ринок повинен функціонувати як регульований елемент цілісної фінансової системи, синхронізований з банківським сектором і системою державних фінансів.

Україна має достатній економічний потенціал для розбудови національного фондового ринку, темпи зростання якого випереджатимуть динаміку росту валового внутрішнього продукту. Саме тому несистемний та різновекторний його розвиток неможливий.

Висновки до 3 розділу

Досліджуючи фондовий ринок як необхідний елемент інфраструктури ринкової економіки обґрунтовано, що розвинений фондовий ринок не тільки забезпечує фінансування секторів економіки країни, а й виступає чутливим індикатором економічних процесів, що відбуваються, що у сукупності стимулює економічний розвиток країни.

Вивчення теоретичних та прикладних аспектів проблеми показало, що за сучасних ринкових відносин відбувається універсалізація діяльності на фінансових ринках. Так, на сучасних фондових ринках поряд з основною діяльністю (торгівля цінними паперами) відбувається торгівля іншими фінансовими інструментами. Фондовий ринок займає частину фінансового ринку, що присутня в обох сегментах – на грошовому ринку, який обслуговує рух короткострокових нагромаджень, на ринку капіталів, що обслуговує рух середньо- та довгострокових фінансових ресурсів, і на ньому обертаються фінансові інструменти, що можуть бути віднесені як до грошового ринку – цінні папери зі терміном обертання до одного року, так і до ринку капіталів – цінні папери зі терміном обертання більше одного року.

Відповідно до вищесказаного, ми пропонуємо наступні розширені форми механізму регулювання сучасних фондових ринків країни: державне регулювання фондових ринків; саморегулювання фондових ринків; біржове регулювання фондових ринків; міжнародне регулювання фондових ринків; громадське регулювання фондових ринків.

Трансформація відносин власності виступає економічною основою розвитку фондового ринку України. Розвиток фондового ринку нерозривно пов'язаний з еволюцією грошей, кредиту і власності. Роль яку фондовий ринок відіграє в сучасному економічному житті обумовлена його функціями у відтворюючому процесі.

Сучасна фінансова система не обмежується розподілом і перерозподілом фінансових ресурсів - це певний інституційний пристрій, що забезпечує трансформацію заощаджень у інвестиції і вибір напрямів їх подальшого використання у продуктивному секторі економіки.

Розвиненість і ступінь регулювання фондового ринку з боку держави є найважливішими індикаторами зрілості економічного розвитку країни.

Приватизація державного майна передбачає перехід до приватної власності, а акціонування - необхідна умова трансформації державної власності.

Акціонерна форма передбачає можливість майбутнього вибору найбільш ефективного типу власності, розкриваючи переваги в одних випадках колективної, а інших випадках приватної власності. Інструментами цих перетворень виступають цінні папери, які мають обіг на фондовому ринку.

Необхідність акціонерної форми власності і, як наслідок розвиток фондового ринку обумовлюється наступними причинами:

- залучення тимчасово вільних грошових засобів дрібних інвесторів для створення нових, розширення і модернізації діючих виробництв;
- забезпечення механізму переливання капіталу із малоефективних галузей і підприємств у більш ефективні галузі і виробництва;

- при допомозі інструментів фондового ринку, в першу чергу акцій, власники капіталу, зацікавлені в його найбільш ефективному використанні, здійснюють контроль за якістю управління належних їм підприємств.

Аналіз правового регулювання та практики приватизації в Україні свідчить про необхідність комплексу правових заходів з метою усунення та запобігання правопорушенням у цій сфері. Саме тому, на нашу думку, доцільними та обґрунтованими є пропозиції:

1). Фонду державного майна України було б доцільним доопрацювати і подати на розгляд Верховної Ради України наступні проекти законів:

– "Про Фонд державного майна України" – з чітким визначенням його повноважень та підпорядкованості;

– "Про перелік об'єктів державної власності стратегічного значення" – з визначенням конкретних промислових об'єктів, що мають стратегічне значення для економіки та національної безпеки України й введенням мораторію на внесення змін до нього протягом п'яти років;

2). Фонду державного майна України необхідно забезпечити розроблення та прийняття нової Державної програми приватизації, де визначити чіткі та обґрунтовані критерії віднесення підприємств до таких, що не підлягають приватизації.

3). Важливо посилити організаційно-правову взаємодію державних органів приватизації (Фонду державного майна України та його регіональних підрозділів) з правоохоронними органами з метою законного несудового вирішення майнових та фінансово-боргових спорів, а також забезпечення виконання судових рішень.

Слід зазначити, що розробка законодавчих та нормативно-правових актів повинна бути спрямована на забезпечення сучасної стратегії процесу реформування власності, створення чіткого і прозорого механізму роздержавлення майна з метою узгодження приватизаційного законодавства з економічними реаліями та недопущення тіньової приватизації.

Механізм регулювання фондового ринку у демократичних країнах включає дві складові:

- 1) державне регулювання фондового ринку;
- 2) саморегулювання фондового ринку.

Останнє може ефективно впливати на фондовий ринок з розширенням демократії в суспільстві, при обмеженні впливу олігархів на нього, чого поки що не вдалося досягнути в Україні.

Тому на нашу думку необхідно у відповідності до розробленої моделі та сучасної концепції функціонування та розвитку фондового ринку в умовах економіки України, та застосовувати її у якості механізму ефективного перерозподілу грошових ресурсів і трансформації відносин власності.

Результати розділу опубліковані автором у наукових працях [115, 116, 117].

ВИСНОВКИ

У дисертації здійснено теоретичне узагальнення та запропоновано виконання актуального наукового завдання, що полягає в розробці концепції функціонування та розвитку фондового ринку в умовах фінансової нестабільності економіки України. Проведене дослідження дає підставу зробити висновки теоретико-методологічного й науково-прикладного характеру.

1. Науково обґрунтовано, що фондовий ринок – складна, багатоаспектна функціональна система соціально-економічних відносин, які виникають між суб'єктами господарювання стосовно руху тієї частки суспільного капіталу, що втілена у формі інвестиційних (фондових) цінних паперів. Розмежовано відтворювальний та інституціональний аспекти аналізу цієї категорії.

Відсутність єдиного підходу до з'ясування сутності фондового ринку як об'єкта пізнання зумовила теоретичне дослідження фондового ринку у двох аспектах – як економічного явища та економічної категорії.

Як економічна категорія фондовий ринок виражає економічні відносини, що виникають у процесі залучення коштів через обіг, у процесі розподілу й перерозподілу частини прибутку, отриманої функціонуючим капіталом із метою подальшого інвестування. Фондові цінності, що перебувають в обігу на фондовому ринку, представлені інвестиційними інструментами, інструментами власності та їх похідними.

2. Розроблено методику порівняльного аналізу процесів формування фондового ринку в ринковій і трансформаційній економіках, що дало змогу виявити систему внутрішніх та зовнішніх факторів, які впливають на становлення й ефективність його функціонування. Серед факторів виокремлено економічні цикли, зміни в структурі власності, економічну та фінансову політику держави, внутрішню організацію фондового ринку, регіональну приналежність ринку, його конкурентоспроможність. Це дало змогу виявити основні причини незадовільного стану фондового ринку в Україні й запропонувати комплекс засобів впливу на сукупність його

інститутів, процесів та інструментів для підвищення ефективності функціонування.

3. Доведено, що виникнення й розвиток фондового ринку в Україні тісно пов'язані з функціонуванням ринку реальних активів. Розвиток товарно-грошових відносин передбачає залучення в обіг усе більших обсягів ресурсів, що привело до появи позичкового капіталу, тобто відділення капіталу-власності від капіталу-функції.

Обґрунтовано методологічний підхід до комплексного дослідження еволюції фондового ринку України, який ґрунтується на: ієрархічній багаторівневості розвитку інститутів фондового ринку, на основі двох нерозривних процесів самоорганізації й організації (управління), загальна мета яких – цілісне впорядкування інституційної структури фондового ринку; неперервності інституційних змін (економічних, політичних, технологічних), які призводять до загострення суперечностей у системі (як між елементами системи, так і між системами різних рівнів), що вводить фондовий ринок у біфуркаційний стан та є основою для самоорганізації й розвитку системи.

4. Визначено, що протягом останнього часу національні моделі фондових ринків наближаються одна до одної, формуючи єдиний світовий фондовий ринок, проте залишаються неоднорідними внаслідок історичних, економічних, культурних особливостей формування та розвитку.

Аналіз світової системи фондових ринків засвідчив що фондовий ринок України має не лише низький рівень практичного розвитку, а й недостатньо інтегрований до світових фондових ринків.

5. Доведено, що розвиток українського фондового ринку тісно пов'язаний із процесом реформування форм власності в суспільстві. Роль, яку фондовий ринок відіграє в ринковій економіці, обумовлена його функціями у відтворювальному процесі. Трансформація відносин власності виступає економічною основою розвитку фондового ринку України. Важливу роль тут відіграє приватизація державного майна.

Аналіз правового регулювання та практики приватизації в Україні свідчить

про необхідність комплексу правових заходів задля усунення й запобігання правопорушенням у цій сфері. Саме тому, на нашу думку, важливо посилити організаційно-правову взаємодію державних органів приватизації (Фонду державного майна України та його регіональних підрозділів) із правоохоронними органами з метою законного несудового вирішення майнових і фінансово-боргових спорів, а також забезпечення виконання судових рішень.

Розробка законодавчих та нормативно-правових актів повинна спрямовуватися на забезпечення сучасної стратегії процесу реформування власності, створення чіткого й прозорого механізму роздержавлення майна задля узгодження приватизаційного законодавства з економічними реаліями та недопущення тіньової приватизації.

6. Розглянуто зарубіжний досвід функціонування фондових ринків в умовах глобалізації, який засвідчив, що забезпечення процесів інтеграції національних ринків приводить до інституційного вдосконалення інфраструктури й підвищення основних показників стану та розвитку фондових ринків з урахуванням досвіду функціонування фондових ринків розвинутих країн, розроблено авторський механізм інтеграції фондового ринку України у світовий фондовий ринок, що забезпечує його збалансований розвиток у тісному взаємозв'язку зі світовим через формування альянсів національних фондових бірж та їх участь в інтеграційних об'єднаннях.

7. Доведено, що фондовий ринок України, будучи вагомим інструментом фінансової політики держави, може забезпечити економічне зростання країни за належного його регулювання та саморегулювання. Результативність економічних перетворень в Україні значною мірою залежить від підвищення ефективності функціонування фондового ринку, який поки що не забезпечує оптимального розподілу фінансових ресурсів. Тому важливо використати досвід країн ЄС у цій сфері.

8. Обґрунтовано, що для забезпечення пріоритетних векторів розвитку фондового ринку України його інтеграційний потенціал потрібно

реалізувати за допомогою виходу національних компаній на міжнародні фондові ринки, урахуваючи основні критерії проведення первинного розміщення акцій і залучення іноземних інвесторів на фондовий ринок України. Для цього варто підвищити ліквідність ринку, розширити перелік інструментів інвестування, забезпечити уніфікацію правил торгівлі та технологічної спроможності інфраструктури, що дасть змогу забезпечити додатковий обсяг іноземних інвестицій у реальний сектор економіки України.

9. Удосконалено механізм регулювання фондового ринку України з урахуванням чинників нестабільності світового фінансового середовища, у тому числі досвіду країн із розвинутою та трансформаційною економікою, що поєднує необхідні форми й методи регулювання ринку, виходячи з основних пріоритетів соціально-економічного розвитку країни. Надійність розподілу капіталу, інформаційна прозорість ринку, антикризове управління, захист прав інвесторів та ефективність механізмів державного регулювання ринку буде забезпечено за допомогою створення надійного регулятора на основі використання сучасних інструментів і методів державного регулювання. Це поглибить міжнародне співробітництво насамперед із фондовими ринками країн – стратегічних партнерів – із метою повноправної участі в регіональних та субрегіональних інтеграційних об'єднаннях із переростанням у глобальну інтеграцію до світового фондового ринку як пріоритетного напрямку розвитку вітчизняного фондового ринку в контексті стабілізації національної економіки.

Результати дисертаційної роботи доцільно використовувати для удосконалення розвитку фондового ринку України в умовах нестабільності світового фінансового середовища з метою інтеграції фондового ринку України у світовий фондовий ринок, що забезпечить його збалансований розвиток та конкурентоспроможність економіки України в системі міжнародних економічних відносин.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України. База даних [Електронний ресурс]. – Режим доступу: URL: <http://smida.gov.ua/db>. – Назва з екрана.
2. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України. Власники крупних пакетів акцій ПрАТ «Фондова біржа ПФТС» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: URL: <http://smida.gov.ua/db/owners/21672206/2010/2>. – Назва з екрана.
3. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України. Власники крупних пакетів акцій ПАТ «УКРАЇНСЬКА БІРЖА» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: URL: <http://smida.gov.ua/db/owners/36184092/2008/4>. – Назва з екрана.
4. Азаренкова Г. М. Основні тенденції розвитку фондового ринку в посткризовий період /Г.М. Азаренкова, І. В. Шкодїна // Вісник НБУ. – 2012. – № 2. – С. 3–7.
5. Айрапетян М. С. Актуальные проблемы теории экономических циклов / М. С.Айрапетян //ТЭК. – 2003. – № 1. – С. 147–151.
6. Алехин Б. И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. – М.: Финансы и статистика, 1991. – С.6.
7. Аналитический доклад: мониторинг системного риска Российской Федерации на финансовых рынках. – М., 2011. – 293 с.
8. Андрукович П. Ф. Долгосрочная и среднесрочная динамика индекса Доу-Джонса / П. Ф.Андрукович // Проблемы прогнозирования. – 2005. – № 2. – С.46 – 62.
9. Анилионис Г. Глобальный мир: единый и разделенный. Эволюция теорий глобализации / Г. П.Анилионис, Н. А. Зотова. – М.: Международные отношения, 2005. – 680 с.
10. Артёмова Т. І. Методологічна анатомія глобальної фінансово-економічної кризи / Т. І. Артёмова // Економічна теорія. – 2011. – № 2. – С. 16–33.
11. Аскинадзи В. М. Рынок ценных бумаг: учебно-методический комплекс /

- В.М. Аскинадзи. – М.: ИЦ ЕАОИ, 2008. – 211 с.
12. Афонцев С. А. Глобальный кризис и регулирование мировых финансов / С. А. Афонцев // Международные процессы. – 2009. – № 1(19). – Т. 7. – С. 17–31.
 13. Бак И. С. Биржа на Западе и в СРСР / И. С.Бак. – Х.: Книгоспілка, 1929. – 144 с.
 14. Батаева Т. А. Рынок ценных бумаг: учеб. пособие. / Т. А. Батаева, И. И. Столяров. – М.: ИНФРА-М, 2006. – 304с.
 15. Безобразов В. П. Биржевые операции / В. П. Безобразов. – М.: 1856.
 16. Бердникова Т. Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: учеб. пособие для студентов экономических вузов / Т. Б. Бердникова – М.: ИНФРА, 2002. – 270 с.
 17. Берзон Н.И. Фондовый рынок: учебное пособие для студентов экономических вузов / Н.И. Берзон, Е.А.Буянова, М.А.Кожевников, А.В.Чаленко – М.: Вита-Пресс, 1998. – 400 с.
 18. Берзон Н. И. Фондовый рынок: учебное пособ. / Н. И. Берзон, А.Ю. Аршавский, Е.А. Буянова. – М.: Вита-Пресс, 2002. – 560 с.
 19. Берт С. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»: порівняльні коментарі до деяких положень щодо розкриття інформації на фондовому ринку та використання інсайдерської інформації [Електронний ресурс] / С. Берт // Юрид. радник. – 2006. – № 3. – С. 1–8; Режим доступу:<http://www.yurradnik.com.ua/stride/ur/?m=authors&aut=519&art=309>. – Заголовок з екрана.
 20. Биржевая деятельность: учебник / под ред.: А.Г. Грязновой, Р.В. Корняевой. – М.: Финансы и статистика. 1995.-С. 47.
 21. Биржевое дело: учебник / под ред В. А. Галаганова, А. И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 304 с.
 22. Білорус О. Г. Економічна система глобалізму: монографія / О. Г.Білорус. – К.: КНЕУ, 2003. – 380 с.

23. Білорус О. Політична економія глобалізму і проблеми структурної модернізації національної економіки / О. Білорус // Дослідження міжнародної економіки. – 2011. – № 2. – С. 3–26.
24. Біржова діяльність: навч. посіб. – К.: ЦУЛ, 2003. – 264 с.
25. Бірюк С. О. Еволюція міжнародного фондового ринку в період кризових потрясінь / С. О. Бірюк // Управління сучасним містом. – 2012. – № 1/4 (45/48). – С. 124–129.
26. Боринець С. Я. Міжнародні валютно-фінансові відносини / С. Я. Боринець. – К.: Знання, 1999. – С.291.
27. Богатирьов І. І. Діагностика фінансової стійкості на міжнародному фондовому ринку / І. І. Богатирьов, Н. О. Галенко // Управління сучасним містом. – 2011. – № 1/4 (41/44). – С. 215–221.
28. Богачев С. В. Фондовые методы развития промышленных корпораций: вопросы теории и практики: монография / С. В. Богачев; НАН Украины; Ин-т экономики пром-сти.– Донецк, 2002. – 294 с
29. Борисюк О. В. Державне регулювання лізингових відносин в умовах розвитку ринкової економіки України: монографія /О. В. Борисюк. – Луцьк: Волинська обласна друкарня, 2012 – 168с.
30. Бороздин П. Ю. Ценные бумаги и фондовый рынок: учебное пособ. / П. Ю. Бороздин. – М.: Ин-т экономики и права 1994. – С.72.
31. Вальдман Л. Новое об экономическом кризисе в Америке [Электронный ресурс]: Ч. 1 / Л.Вальдман. – Режим доступа: <http://www.polit.ru/analytics/2008/11/05/valdman.html>. – Заглавие с экрана.
32. Василькова В. В. Порядок и хаос в развитии социальных систем: Синергетика и теория социальной самоорганизации. / В. В. Василькова. – СПб.: Лань, 1999. – 480 с.
33. Высочайше утвержденное мнение Государственного Совета: Об учреждении при Департаменте Мануфактур и Внутренней Торговли Мануфактурного Совета // Полное собрание законов Российской империи: собрание второе. – Т. 3. – № 2146. – 11 июля 1828 г. – СПб.: Типография II Отделения

- Собственной Его Императорского Величества Канцелярии, 1830. – С. 683–686.
34. Высочайше утвержденное положение: О Коммерческом Совете при Министерстве Финансов учрежденном // Полное собрание законов Российской империи: собрание второе. – Т. 4. – № 3250. – 23 октября 1829 г. – СПб.: Типография II Отделения Собственной Его Императорского Величества Канцелярии, 1830. – С. 736–738.
 35. Высочайше утвержденный Устав Санкт-Петербургской биржи // Полное собрание законов Российской империи: собрание второе. – Т. VII. – № 5648. – 5 октября 1832 г. – СПб.: Типография II-го Отделения Собственной Его Императорского Величества Канцелярии, 1833. – С. 676–652.
 36. Высочайше утвержденный Устав Киевской биржи // Полное собрание законов Российской империи: собрание второе. – Т. XL. – Отд. 2. – № 42646. – 5 ноября 1865 г. – СПб: Типография II-го Отделения Собственной Е. И. В. Канцелярии, 1867. – С. 152–156.
 37. Высочайше утвержденное мнение Государственного Совета 23 ноября 1870г. // Полное собрание законов за 1871 г. № 48344.
 38. Высочайше утвержденный Устав Харьковской биржи // Полное собрание законов Российской империи: собрание второе. – Т. XLIII. – Отд. 2. – № 46310. – 4 октября 1868 г. – СПб: Типография II-го Отделения Собственной Е. И. В. Канцелярии, 1873. – С. 306–310.
 39. Вишневська Н. В. Бюджетна політика: регіональний аспект: монографія / Н. В. Вишневська. – Волин. держ. ун-т ім. Л. Українки.– Луцьк: РВВ "Вежа" ВДУ ім. Лесі Українки, 2007.– 244 с.
 40. Воблый К. Биржи в прошлом (на Западе и в России) и их современная роль в советском хозяйстве / К. Воблый. – М: Издание Бюро съездов биржевой торговли СССР, 1924. – С. 200 – 218. - (Биржи и рынки).
 41. Возьний К. З. Економічні ідеї християнства: витоки, розвиток, проблеми / К. З.Возьний // Економічна теорія. – 2010. – № 2. – С. 19–33.
 42. Галанов В. А. Рынок ценных бумаг: учебник / В. А. Галанов, А. И. Басов. –

- 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 448 с.
43. Галанов В. А. Рынок ценных бумаг: учебник / В. А. Галанов – М.: ИНФРА-М, 2007. – 379 с.
44. Гальперін В. М. Макроекономіка: ученик / В. М. Гальперін В. М., П. І. Гребенников П.І., А. І. Леусский. – СПб.: Економічна школа, 1994. – С.98
45. Гальчинський А. Начала нової парадигми політичної економії: постановка проблеми / А.Гальчинський // Економічна теорія. – 2012. – №2. – С.5–16.
46. Гальчинський А. Світова грошова криза: витоки, логіка трансформації / А.Гальчинський // Дзеркало тижня. – 2008. – №42.
47. Гармаш С. Ющенко в Донецьку: не чекали? // Дзеркало тижня. – 2005р. – № 5 (533). – С. 5.
48. Геєць В. Вихід з кризи (роздуми над актуальним у зв'язку з прочитаним) / В. М. Геєць, А. А. Гриценко // Економіка України. – 2013. – № 6. – С. 4–19.
49. Гэлбрейт Дж. К. Экономические теории и цели общества / Дж.К.Гэлбрейт.– Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1979. – 406 с.
50. Глазьев С. Ю. Экономика и политика: эпизоды борьбы / С. Ю. Глазьев. – М.: Гнозис. 1994. – С. 378.
51. Гриценко А. Глобальна криза як форма сучасної фінансово-економічної динаміки / А. Гриценко // Економіка України. – 2010. – №4. – С.37–46.
52. Гриценко А. Політична економія: актуалізація проблематики, методологічний потенціал і сполученість з інституціоналізмом / А. Гриценко // Економічна теорія. – 2012. – № 1. – С.5–20.
53. Городское уложение 1870 г. // Свод узаконенный изд. Анисимова 1873. – Т. 2. – С. 386.
54. Гужва Т. О. Роль фондового ринка в економіці України / Т. О. Гужва // Держава та регіони. – 2004. – № 3. – С. 23–27. – (Серія: Економіка підприємства).
55. Гутафель В. В. Інвестиційні потоки на світовому фондовому ринку у сучасних умовах / В. В. Гутафель // Вісник Чернівецького торговельно-

- економічного інституту: економічні науки. – 2013. – Вип. II (50). – С. 125–129.
56. Гутафель В. В. Інформатизація, як фактор розвитку фондового ринку: матеріали наук.-практ. конф. «Перспективи розвитку й шляхи вдосконалення фондового ринку» (м. Сімферополь, 17-20 листоп. 2010 р.) / В. В. Гутафель. – Сімферополь: Таврійський нац. ун-т ім. В. І. Вернадського, 2010. – С. 20–22.
57. Дворецкая А. Е. Эффективный рынок капиталов и экономический рост / А. Е. Дворецкая // Финансы. – 2007. – № 3. – С. 56–59.
58. Дегтярева Н. В. Рынок ценных бумаг: теория и практика: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Дегтярева Наталия Владимировна. — К., 1993. – 186 с.
59. Декларация саммита «Группы двадцати» по финансовым рынкам и мировой экономике [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.g20.org/g20_priorities/multilingual_content/russian_about. – Назва з екрана.
60. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]: Положення затверджене Указом Президента України від 12 черв. 1995 р. № 446/95 [зі змінами і доповненнями]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=446%2F95>. – Назва з екрана.
61. Динаміка індексу Доу-Джонса в постійних цінах [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://showrealhist.com>. – Назва з екрана.
62. Дмитриев А. Биржа, биржевые посредники и биржевые операции / А. Дмитриев. – Спб.: Тип. В. Головина, 1863. – 148 с.
63. Довгань Л. Є. Корпоративне управління: інституціональний аспект: монографія / Л. Є. Довгань, І. П. Малик; за ред. Л.Є.Довгань. – К.: ІВЦ Видво«Політехніка», 2006. – 340 с.
64. Дорошенко І. Криза на ринках фінансового капіталу / І. Дорошенко // Економіка України. – 2009. – №10. – С.41–53.
65. Загоруйко И. А. Управление современной корпорацией / И. А. Загоруйко, В. Н. Федоров. – Краснодар: Ин-т международного бизнеса, 1996. – С. 47.

66. Закон України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 № 514-VI. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/514-17>. – Назва з екрана.
67. Закон України «Про депозитарну систему України» від 06.07.2012 № 5178-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5178-17>. – Назва з екрана.
68. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 № 448/96-ВР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80>. – Назва з екрана.
69. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>. – Назва з екрана.
70. Занг В. Синергетическая экономика. Время и перемены в нелинейной экономической теории / В. Б.Занг. – М.: Мир, 1999. – 335 с.
71. Захаров А. В. Валютные и универсальные биржи XXI века как антикризисный механизм финансового рынка / А. Захаров, Д. Кириченко, Е. Челмодеева. – 2-е изд., перераб. и доп. – М., 2002. – 80 с.
72. Зиновьев А. А. На пути к сверхобществу [Электронный ресурс]: монографія: Т.1 / А. А. Зиновьев; за ред. Г. І. Башнянина – Режим доступа: [http://www.zinoviev.ru./](http://www.zinoviev.ru/). – Название с экрана;– Львів: Вид-во ЛКА, 2006. – 484 с.
73. Едророва В. Н. Рынок ценных бумаг: учеб. пособие / В. Н. Едророва, Т. Н. Новожилова. – М.: Магистр, 2010. – 684 с.
74. Энгельс Ф. Энгельс – Эдуарду Бернштейну: 8 февраля 1883 г./ Ф. Энгельс. – М., 1961. – Т.35. – С.359.
75. Еш С. М. Фінансовий ринок: навчальний посібник / С. М. Еш. – К.: ЦУЛ, 2009. – 528 с.
76. Ежегодник Министерства финансов. – СПб. – 1903. – Вып. 1902 г.

77. Ежегодник России 1906 г. / [Центральный статистический комитет МВД]. – СПб.: Типография Т-ва Андерсена и Лойдянского, 1907. – 370, СІХ с.
78. Ежегодник Министерства финансов. – СПб., 1912. – Вып. 1912 г.
79. Ежегодник Министерства финансов. – Петербург, 1915. – Вып. 1915 г.
80. Єрмошенко М. М. Нова парадигма економічної науки в контексті розвитку в умовах України інформаційної економіки / М. М. Єрмошенко // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – № 1. – С. 14–20.
81. Иванов А. Н. Акционерное общество: управление капиталом и дивидентная політика / А. Н. Иванов. – М.: ИНФРА, 1996. – С.22.
82. Интернет портал Yahoo Finance. Dow Jones Industrial Average (^DJI) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: URL: <http://finance.yahoo.com/q?s=^dji>. – Назва з екрана.
83. Интернет портал Yahoo Finance. Index DAX (^GDAXI). [Електронний ресурс]. – Режим доступу: URL: <http://finance.yahoo.com/q?s=^gdaxi>. – Назва з екрана.
84. Интернет портал Yahoo Finance. Index FTSE 100 (^FTSE) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: URL. – Назва з екрана.
85. Интернет портал Yahoo Finance. Index NASDAQ Composite (^IXIC) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: URL: <http://finance.yahoo.com/q?s=^ixic>. – Назва з екрана.
86. Интернет портал Yahoo Finance. Index NIKKEI 225 (^N225) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: URL: <http://finance.yahoo.com/q?s=^n225>. – Назва з екрана.
87. Интернет портал Yahoo Finance. SZSE COMPOSITE INDEX (399106.SZ). [Електронний ресурс]. – Режим доступу: URL: <http://finance.yahoo.com/q?s=399106.SZ&q1=1>. – Назва з екрана.
88. Инглхарт Р. Модернизация, культурные изменения и демократия: Последовательность человеческого развития / Р. Инглхарт, К. Вельцель. – М.: Новое изд-во, 2011. – 464 с.

89. Индекс інвестиційної привабливості України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.eba.com.ua/ua/news/2012/7/6/1140>. – Назва з екрана.
90. Иноземцев В. Л. За пределами экономического общества: Постиндустриальные теории и постэкономические тенденции в современном мире / В. Л. Иноземцев. – М.: Academia: Наука, 1998. – 639 с.
91. Иноземцев В. Л. На рубеже эпох. Экономические тенденции и их неэкономические следствия / В. Л. Иноземцев. – М.: ЗАО Изд-во «Экономика», 2003. – 776 с.
92. Інституційні чинники розвитку фінансового сектору економіки в умовах ринкової трансформації: монографія / за заг. ред. В. М.Соболева. – К.: УБС НБУ, 2010. – 350 с.
93. История экономических учений: учеб. пособие / под ред. В. Автономова, О. Ананьина, Н. Макашевой. – М.: МНФРА-М, 2002. – 784с.
94. Калач Г. М. Вплив фінансової глобалізації на фондовий ринок України / Г. М. Калач // Фінанси України. – 2009. – № 1. – С. 115–121.
95. Калина А. В. Рынок ценных бумаг (теория и практика): учеб. пособие / А. В. Калина, В. В. Корнеев, А. А. Кошечев. – К.: МАУП, 1999. – 256 с.
96. Каминка А. И. Вопросы вексельного права в решениях правительственного сената / А. И. Каминка // Право. – 1911. – № 19. – С. 52–73.
97. Карлін М. І. Фінанси зарубіжних країн / М. І. Карлін. – Київ: Кондор, 2009. – 384 с.
98. Карлін М. І. Фінанси країн Європейського Союзу: навч. посіб. / М. І. Карлін. – К.: Знання, 2011. – 639 с.
99. Кваснюк Б. Є. Інституційні засади політики економічного зростання // Економіка і управління. – 2001. – №1. – С.16.
100. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс. – М.: Гелиос АРВ, 2002. – 352 с. – (Серия: Классики экономической науки – XX век).
101. Кеймс Дж. М. Общая теория ценности процента и денег / Дж. М. Кейнс. – Пер. с англ. – М.: Прогресс. – 1978. – С.215.

102. Кейнс Дж. М. Трактат о денежной реформе / Дж. М. Кейнс. – М., 1993. – 83с.
103. Колесник В. В. Введение в рынок ценных бумаг / В. В. Колесник. – К.: А.Л.Д., 1995. – С.14.
104. Колесников В. И. Ценные бумаги: учебник / под ред.: В. И. Колесникова, В.С. Торкановского. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 448с.
105. Колодко Г. В. Мир в движении / Г. В. Колодко; пер. с пол. Ю.Чайникова. – М.: Магистр, 2009. – 575 с.
106. Коляда Т. Про ефективність використання коштів від приватизації державного майна / Т. Коляда // Економіка України. – 2002. – № 7. – С. 42-47.
107. Кондратьев Н. Д. Проблемы экономической динамики / Н. Д. Кондратьев. – М.: Экономика, 1989. – 536 с.
108. Кондрашихин А.Б. Фондовый рынок: учеб. пособие для студентов экономических вузов / А.Б. Кондрашихин, В.Г. Романов, Т.В. Пепа, В.А. Федорова – К.: ЦУЛ, 2008. – 376 с.
109. Конституція України: Закони України: у 12 т.: Т. 10. / ред. В. Ф. Опришко [та ін.]; Верховна Рада України; Ін-ут законодавства. – К., 1996. – 1997. – С. 5–40.
110. Константинов Ю. Коммерческие банки: становление и развитие / Ю. Константинов // Вопросы экономики. –1992. – № 4-6. – С. 113.
111. Корнеєв В. В. Управління кредитними та інвестиційними потоками капіталу: автореф. дис. ... д.е.н.: 08.04.01 / В. В. Корнеєв; Ін-т екон. прогнозування НАН України. – К., 2004. – 39 с.
112. Костіна Н. І. Проблеми формування фондового ринку в Україні / Н. І. Костіна, К. С. Марахов // Фінанси України. – 2000. – №2. – С. 36.
113. Котлер Ф. Управление маркетингом / Ф. Котлер. – М.: Экономика, 1980. – С.18.
114. Кохен Д. Психология фондового рынка. Страх, алчность и паника / Д.Кохен. – М.: Интернет-трейдинг, 2004. – 364с.

115. Кравченко Ю. Я. Фондовый рынок: учеб. пособие для студентов экономических вузов / Ю. Я. Кравченко – К.: Дакор, КНТ, 2008. – 733 с.
116. Кузнецова Н. С. Ринок цінних паперів в Україні і правові основи формування та функціонування / Н. С. Кузнецова, І. Р. Назарчук. – К.: Юрінком, 1998. – 528 с.
117. Кутузова М. М. Інвестиційна діяльність транснаціональних корпорацій в економіці регіону / М. М. Кутузова // Регіональна бізнес-економіка та управління: наук. виробничо-практ. журн. Вінницький фінансово-економічний ун-т. – 2010. – №3 (27). – С.57-63.
118. Кутузова М. М. Необхідність та проблеми використання хедж-фондів в Україні / М. М. Кутузова // Наук. вісн. СХУ імені Лесі Українки. – 2014. – № 10– С.133-139.– (Серія: Економічні науки)
119. Кутузова М. М. Трансформація фондового ринку як фактор росту економіки України [Електронний ресурс] / М. М. Кутузова // Економічний форум. – 2014. – № 4. – С. 230–236; – Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/j-pdf/esfor_2014_4_38.pdf. – Заголовок з екрана.
120. Кутузова М. М. Особливості становлення і розвитку ринку цінних паперів в Україні / М. М. Кутузова // Наук. вісн. Херсон. держ. ун-ту. – 2014. – Вип.8. – Ч.5. – С.165-169. – (Серія: Економічні науки).
121. Кутузова М. М. Проблеми формування та регулювання фондового ринку України / М. М. Кутузова // Наук. вісн. Чернів.нац.ун-ту ім.Ю.Федьковича.– 2015. – Вип. 750. – С. 107–111. – (Серія: Економічні науки).
122. Кутузова М. М. Фондовый рынок у системі стабілізації економічного розвитку України / М. М. Кутузова //Наук. вісн. Херсон. держ. ун-ту. – 2014. – Вип.9. – С. 158-162. – (Серія: Економічні науки).
123. Лаверычев В. Я. Крупная буржуазия в пореформенной России (1861 – 1900) / В. Я. Лаверычев. – М.: Мысль, 1974. – С. 90 – 91.
124. Левин И. И. Рост Петроградской фондовой биржи / И. И. Левин // Банковая энциклопедия [под общ. ред. Л. Н. Яснопольского]. – Т. 2. – К, 1916. – С. 221 – 234.

125. Лісовий В. П. Торгівля цінними паперами: навч. посіб. / В. П. Лісовий, К. Г. Отченаш, В. В. Токар. – К.: КНЕУ, 2010. – 407 с.
126. Ломтатидзе О. В. Базовый курс по рынку ценных бумаг: учебное пособие / О. В. Ломтатидзе, М. И. Львова, А. В. Болотин. – М.: КНОРУС, 2010. – 448 с.
127. Лохвицкий А. Курс русского уголовного права /А. Лохвицкий. – Спб.: Тип. Ю.О. Шлейера, 1871. – 704 с.
128. Лук'яненко Д. Г. Міжнародна інвестиційна діяльність: підручник / Д. Г. Лук'яненко, Б. В. Губський, О. М. Мозговий. – К.: КНЕУ, 2002. – 485 с.
129. Лютий І. О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки / І. О.Лютий. – К.: Атіка, 1999. – С.221.
130. Лютий І. О.Фінансово-економічна криза 2008–2010 рр.: деякі чинники та уроки / І. О. Лютий, О. К. Юрчук //Вісник НБУ. – 2011. – № 1. – С. 10–16.
131. Магазин вартістю... 42 гривні // Голос України. –1998. – 24 берез. – № 9.
132. Макконнелл Кэмбэлл Р., Брю Стэнли Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика / Р. Макконнелл Кэмбэлл, Л. Брю Стэнли. – Пер. с англ. – М.: Республика, 1992. – С.62.
133. Мальцев Д. М. Фондовые рынки и фондовые операции: учеб. пособие / Д. М. Мальцев, А. А. Голубев. – СПб.: СПб ГУИТМО, 2009. – 100 с.
134. Маренков Н. Л. Ценные бумаги / Н. Л. Маренков. – Изд. 2-е. – М.: Московский экономико-финансовый ин-т; Ростов н/Д.: Феникс, 2005. – 602 с.
135. Марков А. П. Местные финансы: очерки по вопросам финансового законодательства / А. П. Марков. – Вып. 1. – Х.: Изд-во “Союз” Харьковского Кредитного Союза Кооперативов, 1918. – 164 с.
136. Маркс К. Капитал // К. Маркс, Ф. Энгельс. Соч.: в 50-т.: Т. 23. – 2-е изд. – 907 с.
137. Мартен Д. Метаморфози світу: соціологія глобалізації / Домінік Мартен, Жан-Люк Мецжер, Філіп П'єр; – Пер. з фр. Є. Марічева. – К.: ВД «КМ Академія», 2005. – 302 с.

138. Меркель А. Ответом на кризис станут новые рыночные механизмы «Deutscher Welle» [Электронный ресурс] / А. Меркель— Режим доступа: www.dw-world/dw/article/0,2144,3697329,00.html.— Заглавие с экрана.
139. Международные финансовые рынки / сост. П. Н.Тесля. – Новосибирск: ЭКОР, 1995. – С.131.
140. Міжнародні валютно-кредитні відносини / за ред. А. С.Філіпенка. – К.: Либідь, 1997. – С.196.
141. Миркин Я. М. Традиционные ценности населения и фондовый рынок / Я. М. Миркин // Рынок ценных бумаг. – 2000. – №7. – С.33–36.
142. Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок: профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ / Я. М. Миркин. – М.: Перспектива, 1995. – 536 с.
143. Михайлов М. П. Уголовная ответственность за нарушение правил о валютных операциях и спекуляцию валютными ценностями по советскому уголовному праву / М. П. Михайлов. – М.: Юрид. лит., 1964. – С.19.
144. Михайлова Е. В. Финансовый рынок в Российской Федерации: опыт и проблемы становления / Е. В. Михайлова. – СПб.: Изд-во Санкт-петербургского ин-та экономики и финансов. – 1992. – С. 52.
145. Мишарев А. А. Рынок ценных бумаг: учеб. пособие / А. А. Мишарев. – СПб.: Питер, 2007. – 256 с.
146. Мозговий О. М. Фондовый рынок: навч. посіб. для студ. / О. М. Мозговий. – К.: КНЕУ, 1999. — 316 с.
147. Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы / С. З. Мошенский. – М.: Экономика, 2011. – 240 с.
148. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Про затвердження Положення про саморегулювні організації професійних учасників фондового ринку (Із змінами, внесеними згідно з Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку N 1609 (z1350-11) від 08.11.2011) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http:// zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0458-09](http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0458-09). – Назва з екрана.

149. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. 2011 Український фондовий ринок: впевненість, стійкість та зростання. [Електронний ресурс]. - Режим доступу: URL: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1340015412.pdf. – Назва з екрана.
150. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Відомості про фондовий ринок України. [Електронний ресурс]. - Режим доступу: URL: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/info>. – Назва з екрана.
151. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Положення «Про Раду керівників державних органів з регулювання ринків цінних паперів держав-учасниць СНД». [Електронний ресурс]. – Режим доступу: URL: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/81/1304087894.doc.. – Назва з екрана.
152. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Реєстри учасників фондового ринку. Біржі. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: URL: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/registers/exchange>. – Назва з екрана.
153. Невзоров А. С. Русские биржи: Отчет о командировке во внутренние губернии России на летние месяцы 1896 года. – Вып. 1; Сводный устав русских бирж. – Вып. 2 / А. С. Невзоров. – Юрьев: Тип. К. Маттисена, 1897 – 512 с.
154. Невзоров А. С. Русские биржи: сводная инструкция о порядке определения и увольнения и о правах и обязанностях биржевых маклеров, гоф-маклеров, нотариусов, корабельных маклеров, аукционистов, диспашеров и экспертов / А. С. Невзоров. – Юрьев: Тип. К. Маттисена, 1899. – Вып. 3. – 410 с.
155. Невзоров А. С. Русские биржи: свод торговых обычаев и правил русских бирж / А. С. Невзоров. – Юрьев: Тип. К. Маттисена, 1900. – 588 с.
156. Неволин К. Г. История российских гражданских законов / К. Г. Неволин. – 2-е изд. – Спб., 1857. – Т. 3. – Вып. 4. – 879 с.
157. Нерсесов Н. О. О бумагах на предъявителя с точки зрения гражданского права / Н. О. Нерсесов. – Спб, 1889. – 492 с.

158. Несветаилова А. Экономическое наследие Хаймана Мински / А. Несветаилова // Вопросы экономики. – 2005. – № 3. – С. 99–117.
159. Никифорова В. Д. Рынок ценных бумаг: учебное пособие / В. Д. Никифорова. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2010. – 160 с.
160. Ниселович А. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры / А. Ниселович. – СПб., 1879. – 196 с.
161. Новий курс: реформи в Україні: 2010–2015: нац. доп. / за заг. ред. В. М. Гейця [та ін.]. – К.: НВЦ НБУВ, 2010. – 232 с.
162. Новиков В. А. Толковый словарь: термины рыночной экономики / В. А. Новиков. – М.: Наука 1994. С.204-205.
163. Об утверждении Положения о ценных бумагах: Постановление Совета Министров СССР от 15 окт. 1988г. № 1195 // СП СССР. – 1988. – Отдел 1. – № 35. – Ст. 100; 96.
164. Озеров И. Х. Основы финансовой науки: Бюджет. Формы взимания. Местные финансы. Государственный кредит / И. Х. Озеров. – [Изд. 2-е, дополненное]. – М.: Типография Т-ва И.Д. Сытина, 1908. – Вып.2. – 336 с.
165. Оліфер В. Перспективи світової економіки / В. Оліфер // Економіст. – 2009. – № 6. – С. 33–35.
166. Осипова О.И. Финансовый рынок и особенности его развития в России// Финансы. – 1996. – №1. – С.17.
167. Офіційний сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс] // Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>. – Назва з екрана.
168. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.nssmc.gov.ua. – Назва з екрана.
169. Офіційний сайт Світового банку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.worldbank.org>. – Назва з екрана.
170. Офіційний сайт Українського бізнес-ресурс [Електронний ресурс] // Режим доступу: www.ubr.ua. – Назва з екрана.

171. Офіційний сайт Фонду державного майна України [Електронний ресурс] // Режим доступу: <http://www.spfu.gov.ua>. – Назва з екрана.
172. Павлов В. І. Цінні папери в Україні: навч. посіб. / В. І. Павлов, І. І. Пилипенко, І. В. Кривов'язюк. – Вид. 2-ге, допов. – К.: Кондор, 2009. – 400 с.
173. Питу А. Экономическая теория благосостояния / А. Питу. – М.: Прогресс, 1987. – С. 112.
174. Положення про розкриття інформації емітентами акцій та облігацій підприємств, які знаходяться у лістингу організатора торгівлі: Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 22.06 2010 року № 981 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: URL: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0707-10>. – Назва з екрана.
175. Положення про функціонування фондових бірж. Рішення ДКЦПФР від 19.12.2006р № 1542 (Рішення втратило чинність на підставі Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку N 1688 від 22.11.2012) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: URL: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0035-07>. – Назва з екрана.
176. Правові аспекти приватизації в Україні. У II-х т. Т. 2. Практичний посібник з питань приватизації / за заг. ред. Ю. І Єханурова. – К.: 1996 р. – 404 с.
177. Про господарські товариства [Електронний ресурс]: Закон України від 19 вересня 1991 р. № 1576-ХІІ. – Режим доступу: URL: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1576-12>. – Назва з екрана.
178. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні. [Електронний ресурс]: Закон України від 30.10.1996 № 448/96-ВР – Режим доступу: URL: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/448/96-вр>. – Назва з екрана.
179. Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]: Указ Президента України від 12.06.1995 № 446/95. – Режим доступу: URL: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/446/95>. – Назва з екрана.
180. Про затвердження Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів. Рішення ДКЦПФР від 19.12.2006 № 1591 [Електронний ресурс]. –

Режим доступу: URL: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0097-07>. – Назва з екрана.

181. Про заходи щодо забезпечення прав громадян на використання приватизаційних майнових сертифікатів [Електронний ресурс]: Указ Президента України від 26.11.1994 № 699/94. – Режим доступу: URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/699/94>. – Назва з екрана.
182. Про Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України [Електронний ресурс]: Постанова ВРУ від 22.09.1995 № 342/95-ВР – Режим доступу: URL: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/342/95-вр>. – Назва з екрана.
183. Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні [Електронний ресурс]: Закон України від 10.12.1997 № 710/97-ВР. – Режим доступу: URL: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/710/97-вр>. – Назва з екрана.
184. Про участь Української фондової біржі в приватизаційних процесах [Електронний ресурс]: Указ Президента України від 27.02.1995 № 146/95. – Режим доступу: URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/146/95>. – Назва з екрана.
185. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг [Електронний ресурс]: Закон від 12.07.2001 № 2664-III. – Режим доступу: URL: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2664-14>. – Назва з екрана.
186. Про цінні папери і фондову біржу [Електронний ресурс]: Закон України від 18 черв. 1991 р. № 1201-XII: Закон втратив чинність на підставі Закону № 3480-IV від 23.02.2006 р.) – Режим доступу: URL: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1201-12>. – Назва з екрана.
187. Про цінні папери та фондовий ринок [Електронний ресурс]: Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV зі змін. та допов. – Режим доступу: URL. – Назва з екрана.
188. Победоносцев К. Курс гражданского права / К. Победоносцев. – 2-е изд. – Спб., 1890. – Ч. III. – 591с.

189. Послання Президента України до Верховної Ради України 6 березня 2001 р. « соціально-економічного розвитку України у 2000 р. та завдання на 2001 р.» [Електронний ресурс] – Режим доступу: WEB сторінка Президента України. – Назва з екрана.
190. Посткризовий розвиток фондового ринку: світові тенденції і національні особливості: монографія / авт.кол.: Г.М.Азаренкова, І.В.Шкодїна та ін. – К.: УБС НБУ, 2013. – 278 с.
191. Редреева Т. О. Правовое регулирование рынка ценных бумаг: учеб. пособие / Т. О. Редреева, К.И. Карабанова. – Волгоград: Изд-во Волгоградского государственного ун0та, 2001. – 120 с.
192. Реприватизация – это новый грабёж // Бизнес. – 2003. – № 52. – С. 145.
193. Річна звітність: звіти ДКЦПФР: Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: URL: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>. – Назва з екрана.
194. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты: учеб. пособие // под. ред. В. С.Торквановского. – СПб.: АО «Комплект», 1994. – С.9.
195. Рынок ценных бумаг. – СПб.: Изд-во СПб УЄФ, 1992. – С.94–95.
196. Рынок ценных бумаг. – СПб.: Изд-во.СПб УЕФ,1997. – С.9–10.
197. Рынок ценных бумаг: учеб. для студентов / под ред. Е. Ф. Жукова. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009. – 567 с.
198. Резнікова О. Світова фінансово-економічна криза та міжнародна безпека: між Карлом Марксом і Адамом Смітом / О. Резникова, А. Єрмолаєв // Дзеркало тижня. – 2011. – № 15.
199. Решетило В. П. Біфуркаційний характер інституційних змін соціально-економічних систем перехідного типу / В. П.Решетило // Економічна теорія. – 2007. – №4. – С. 49–58.
200. Решетило В. П. Синергетика потенційного і актуального в становленні і розвитку інституційних систем / В. П.Решетило // Економічна теорія. – 2006. – №1. – С.25–39.23Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках. Про банк [Електронний ресурс]. – Режим доступу:

URL:http://www.ausd.com.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=7&Itemid=34. – Назва з екрана.

201. Розмаинский И. В. «Инвестиционная близорукость» в посткейнсианской теории и в российской экономике / И. В.Розмаинский // Вопросы экономики. – 2006. – №9. – С.71–82.
202. Романенко О. Р. Фінанси: навч.-метод. посіб. / О.Р. Романенко. – К.: КНЕУ, 2003. – 291 с.
203. Ромашко О. Ю. Роль державного регулювання фондового ринку в подоланні кризових явищ в економіці / О. Ю. Ромашко // Моніторинг. – 1998. – №3. – С.9–13.
204. Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки: учеб. пособие для вузов / Б. Б. Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.
205. Самуельсон П. Економіка: підручник / П.Самуельсон. – Львів: Світ, 1996. – 493 с.
206. Сборник документов по истории уголовного законодательства СССР и РСФСР 1917 – 1952 гг. / ред. И. Т. Голякова. – М., 1953. – 464 с., С.20.
207. Свод Законов Российской Империи. –Спб., 1857. – Т. X. – Ч. 1. – 2160 с
208. Систематизированный текст общесоюзных уголовных законов и уголовных кодексов союзных республик. – М.: Юрид. изд-во Минюста СССР, 1948. – 543 с., С. 199.
209. Селезнев А. Еще раз о формах собственности / А. Селезнев // Плановое хозяйство. – 1991. – №6. – С.48.
210. Семенюк В. Десятирічний процес приватизації та його наслідки / В. Семенюк // Голос України. – 2003. – 12 берез. – № 45-46. – С. 176.
211. Семенюк В. П. Процес приватизації в Україні та економічна безпека держави [Електронний ресурс]. – Режим доступу: офіційний веб-сайт Кабінету Міністрів України // <http://www/kmu.gov.ua>. – Заголовок з екрана.

212. Сич Є. М. Ринок фінансових послуг: навч. посіб. / Є. М. Сич, В. П. Ільчук, Н. І. Гавриленко. – К.: ЦУЛ, 2012. – 428 с.
213. Скоробогатов А. Фондовый рынок, институциональная структура и проблема стабильности капиталистической экономики / А. Скоробогатов // Вопросы экономики. – 2006. – №12. – С. 80–97.
214. Словар терменов современного предпринимательства / под ред. В. Морковкина. – М.: Радиус, 1995.– С. 206.
215. Словар-справочник рыночной экономики. – М.: Изд – во МГУ, 2009. – С.114.
216. Смагін В. Проблеми регулювання фінансового ринку в контексті структурних трансформацій / В. Смагін // Ринок цінних паперів України. – 2008. – № 7/8. – С. 45–50.
217. Справочник по хлебной торговле / [Изд. Отдела торговли Министерства торговли и промышленности]. – Ч.І: Законоположения и административные распоряжения, относящиеся к хлебной торговле. – Спб.: Типография В. О. Киршбаума, 1911 – XVIII. – 454 с.
218. Советское уголовное право: часть особенная / под ред. Н. И. Загородникова. – М.: Юридическая лит., 1965. – 488с., С. 87–88.
219. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма: открытое общество в опасности [Электронный ресурс] / Дж. Сорос. – Режим доступа: <http://vuzlib.org/beta3/html/1/4132/4177>. – Заглавие с экрана.
220. Сохацька О. М. Біржова справа: підручник / О. М.Сохацька. – 2-ге вид., змін. і допов. – Тернопіль: Карт-бланш; К.: Кондор, 2008. – 632 с.
221. Стародубцева Е. Б. Рынок ценных бумаг: учебник / Е. Б. Стародубцева. – М.: ИД «Форум»: ИНФРА-М, 2006. – 176 с.
222. Стельмах В. С. Грошово-кредитна політика в Україні / В. С. Стельмах, А. О. Єпіфанов, Н. І. Гребеник, В. І. Міщенко. – К.: Знання, 2000. – С.49.
223. Столбов М. И. Финансовый рынок и экономический рост: контуры проблемы: монография / М. И. Столбов. – М.: Науч. кн., 2008. – 201 с.

224. Стратегія економічного та соціального розвитку України на 2004–2015 роки «Шляхом європейської інтеграції» / А. С. Гальчинський, В. М. Геєць, С. Г. Бабенко [та ін.]. – К.: ІВЦ Держкомстату України, 2004. – 416 с.
225. Судейкин В. Биржа и биржевые операции / В. Судейкин. – СПб., 1892. – 185с.
226. Твердохлебов В. Местные финансы / В. Твердохлебов. – Одесса: Книгоиздательство А. А. Иваненко, 1919. – 304 с.
227. Твид Л. Психология финансов / Л. Твид. – М.: ИК «Аналитика» 2002. – 376 с.
228. Тимошенко Ю. В. Аналітична оцінка перебудови відносин власності в Україні // Економіка України. – 2003.– № 8. – С. 20–26.
229. Тертышный С. А. Рынок ценных бумаг и методы его анализа / С. А. Тертышный. – СПб.: Питер, 2004. – 220 с.
230. Топсахалова Ф. М.-Г. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: монография / Ф. М.-Г. Топсахалова. – М.: Академия Естествознания, 2011. – 651 с.
231. Тоффлер Э. Третья волна / Э. Тоффлер. – М.: ООО «Фирма изд-во АСТ», 1999.– 776 с.
232. Траверсе О. О. Встановлення валютного курсу національної грошової одиниці / О. О. Траверсе // Фінанси України. – 1999. – №9. – С. 36.
233. Труба В. І. Правове регулювання цінних паперів в Україні: автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.03 / В. І. Труба; Ін-т держави і права ім. В. М. Корецького Нац. акад. наук України. – К., 1999. – 19 с.
234. Тьюлз Р. Фондовый рынок: унив. учеб. / Р. Тьюлз, Э. Бредли, Т. Тьюлз. – 6-е изд. – М.: ИНФРА, 2000. – 648 с.
235. Тьюлз Ричард Дж. Фондовый рынок / Р. Дж. Тьюлз и др. – М., 1997. – 648 с.
236. Уложения о наказаниях уголовных и исправительных 1885г. – Изд. восемнадцатое, пересмотренное и дополненное. – СПб., 1915. – 1285с., С. 679.
237. Уголовное Уложение Высочайше утвержденное 22 марта 1903 года. – СПб.: Издание Государственной Канцелярии, 1903. – 284с., С. 130–134.

238. Українська біржа [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.ux.ua. – Назва з екрана.
239. Управление инвестициями: в 2 т. / В. В. Шеремет, В. М. Павлюченко, В. Д. Шапиро [и др.]. – М.: Высш. шк., 1998. – Т. 1. – 416 с.
240. Урядовий портал Кабінету Міністрів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.kmu.gov.ua. – Назва з екрана.
241. Фалью И. Г. Макроэкономика / И. Г. Фалью. – Пер. с англ. со 2-го год. – М., 1994. – С. 63.
242. Фалью И. Г. Макроэкономика / И. Г. Фалью. – Пер. с англ. со 2-го изд. – М., 1994. – С. 65. О создании финансового рынка // Финансы СССР. – 1990. – №7. – С.18.
243. Фатеева И. В. Акционерные общества: корпоративные отношения / И. В. Фатеева. – Х., 1998. – С. 49–109.
244. Федоров А.Ф. История векселя: ист.-юридическое исслед. / А. Ф. Федоров. – Одесса, 1895. – 602 с.
245. Федоров А.Ф. Вексельное право / А. Ф. Федоров. – Одесса, 1906. – 391с., С.128.
246. Филипов Ю. Д. Биржа. Ее история, современная организация и функции / Ю. Д. Филипов. – СПб., 1912. – 202 с., С. 168.
247. Философский энциклопедический словарь / ред.: Л. Ф. Ильичёв, П. Н. Федосеев, С. М. Ковалёв, В. Г. Панов. – М.: Сов. энцикл., 1983. – 836 с.
248. Финансовая архитектура посткризисного мира: эффективность решений [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.postcrisisworld.org/research/podrobnee/002>. – Название с экрана.
249. Філософський словник/ за ред.В. І.Шинкарука. – 2-ге вид., перероб. і допов. – К.: УРЕ, 1986. – 800 с.
250. Фишер С. Экономика / С. Фишер и др. – Пер. с англ.. – М.: Дело ЛТТ. - 1993. – С. 54.

251. Фондовый рынок: навч. посіб. / В. М. Діденко, М. М. Свердан, В. П. Булат, О. М. Грубляк; за ред. В. М. Діденка; Буков. держ. фін. акад. – Чернівці: Наші книги, 2010. – 619 с.
252. Фондовый рынок Украины: навч. посіб. / за ред. В. В. Оскольського. – К.: Скарбниця, 1994. – 512 с.
253. Фондові індекси 2014 [Електронний ресурс]: Finance.ua – Режим доступу: <http://finance.ua/ru/stock>. – Назва з екрана.
254. Фондовый рынок: учеб. пособие / А. Кондрашихин, В. Рожманов, Т. Пепа, В. Федорова. – К.: ЦУЛ, 2008. – 376 с.
255. Фостер Р. Стэнли. Искусство слияний и поглощений / Рид Стэнли Фостер. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 958 с.
256. Хайек Ф. А. Конкуренция как процедура открытия / Ф. А. Хайек // Международная экономика и международные отношения. – 1989. – № 12. – С. 6–14.
257. Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал / Р. Дж. Хикс; общая ред. и вступ. ст. Р. М. Энтова. – Пер. с англ. – М.: Прогресс Унйверс, 1993. – 448с.
258. Хиценко В. Е. Самоорганизация. Элементы теории и социальных приложений / В. Е. Хиценко. – М.: Дом-книга, 2005. – 224 с.
259. Хрестоматія з історії держави і права України.: навч. посіб. для юрид. вищ. навч. закл. і фак.: у 2т / В. Д. Гончаренко, А. Й. Рогожин, О. Д. Святоцький; за ред. В. Д. Гончаренка. – К.: Ін Юре, 1997. – Т. 2. – 1996. – 800с., С. 268.
260. Худокормов А. Г. Экономическая теория: новейшие течения Запада: учеб. пособие / А. Г.Худокормов. – М.: ИНФРА-М, 2009.– 416 с.
261. Царихин К. С. Фондовый рынок и мир / К. С. Царихин. – М., 2008. – 896 с.
262. Ценные бумаги: ученик / под ред.: В. И. Колесникова, В. С. Торкановского. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 416с.
263. Цінні папери України // Газета НКЦПФР. – 2005–2013 р.
264. Чесноков В. Л. Фінансові інструменти: навч. посіб. / В. Л. Чесноков. – К.: ЦНЛ, 2008. – 288 с.

265. Чесноков В. Л. Біржові операції: навч. посіб. / В. Л. Чесноков. – К.: ЦНЛ, 2008. – 192 с.
266. Чесноков А. С. Инвестиционная стратегия и финансовые игры / А. С. Чесноков. – М.: ПАИМС, 1994. – С.3.
267. Чечетов М. Управління державною власністю в контексті економічної стратегії держави // Дзеркало тижня. – 2003. – № 17 (442). – С. 8.
268. Шакун В. І. Зовнішні чинники, що впливають на вчинення службових злочинів у сфері господарської діяльності / В. І. Шакун // Проблеми запобігання службовим злочинам у сфері господарської діяльності: матеріали наук.-практ. семінару. [Харків, 9 листоп. 2004 р.] / редкол.: В.В. Сташис (голов. ред.) та ін. – К.: Юрінком Інтер, 2005. –184 с., С.24.
269. Шершеневич Г. Ф. Учебник торгового права / Г. Ф. Шершеневич. – М., 1910. – 335 с.
270. Шепелев М. А. Глобалистика: у 2 ч. / М. А.Шепелев. –Днепропетровск: ДНУ, 2001. – Ч. 1. – 144 с.
271. Шиханов Р. Б. Біржі Південної України 1886 – 1914 рр.: дис. ... канд. іст. наук: 07.00.01 / Р. Б. Шиханов; [Запорізький держ. ун-т]. – Запоріжжя, 1999. – 236 с., С. 119–135.
272. Шкодiна І. В. Самоорганізація фондового ринку в умовах глобальної невизначеності: монографія / І. В. Шкодiна. – К.: УБС НБУ, 2013. – 406 с.
273. Шкодiна І. В. Стратегія сталого розвитку національної економіки / І. В. Шкодiна. // Вісн. Ун-ту банківської справи Національного банку України. – 2009. – №2. – С.17–21.
274. Шульженко Ф. П. Юридична відповідальність за правопорушення у сфері економіки: навч. посіб. / Ф. П. Шульженко, Є. В. Невмержицький. – К.: КНЕУ, 2003. – 171 с., С. 23.
275. Ющенко В. Гроші: розвиток попиту та пропозиції в Україні / В. Ющенко, В. Лисицький. – К.: Скарби, 1998. – С.282.
276. Яременко О. Л. Переходные процессы в экономике Украины: институциональный аспект / О. Л.Яременко. – Х.: Основа,1997. – 182 с.

277. Яськова Н., Жукова Е., Ценные бумаги в экономике зарубежных стран / Н. Яськова, Е. Жукова // Экономика строительства. – 1990. – №3. – С. 110.
- 264 234Berglof E. The Great Divide and Beyond: Financial Architecture in Transition / E. Berglof, P. Bolton // William Davidson Working Paper – № 414.– December 2001. – 55 p. – Заголовок з экрана.
278. Cecchetti S. Reassessing the impact of finance on growth / S. Cecchetti, E. Kharroubi // BIS Working Papers No 381. – July 2012. – 31 p.
279. Deutsche B?rse Group. About Deutsche B?rse / [Electronic Resource]. Mode of access: URL: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/s/586434FBE9252B15D84FB15B2648797A/en/kir/gdb_navigation_other_languages/ru/about_us– Заголовок з экрана.
280. Di Giorgio, G. Financial Market Regulation: The Case of Italy and a Proposal for the Euro Area / G. Di Giorgio, C. Di Noia, L. Piatti. - The Wharton School. University of Pennsylvania. [Electronic Resource]. - Mode of access: URL: <http://ideas.repec.org/p/wop/pennin/00-24.html>. – Заголовок з экрана.
281. Farrell H. Trust and political economy Institutions and the Sources of Interfirm Cooperation / H.Farrell. – Cambridge: Cambridge University Press // COMPARATIVE POLITICAL STUDIES, Vol. 38 No. 5, June 2005. – P. 459-483 [Electronic resource]. – Available from: <http://www.henryfarrell.net/cps.pdf>. – Заголовок з экрана.
282. Ferguson N. The Ascent of Money: A Financial History of the World / N.Ferguson. – L.: The Penguin Press, 2012. – 448 p.
283. Financial globalization: Retreat or reset? Report McKinsey Global Institute / S. Lund, T. Daruvala, R. Dobbs, Ph. H?rle, Ju-Hon Kwek, R. Falc?n / [Electronic resource]. – Available from: http://www.mckinsey.com/insights/mgi/research/financial_markets/financial_globalization.
284. Fourth Progress Report on the Implementation of the G-20 Data Gaps Initiative / Prepared by the Staff of the IMF and the FSB Secretariat / [Electronic resource]. – Available from: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_131014.pdf. – Назва з экрана.

285. Goldsmith R. Financial Structure and Development. – New Haven, Yale University Press, 1969. – P. 128. – Заголовок з екрана.
286. Greenwood R. The Growth of Finance / R. Greenwood D. Scharfstein // Journal of Economic Perspectives –Volume 27, Number 2 – Spring 2013 – Pages 3 – 28.
287. High Frequency Trading. — Way of access: <http://www.highfrequencytraders.com>, с.65. – Заголовок з екрана.
288. Kelly K. Twelve principles network economy / Kevin Kelly [Electronic resource]. –Available from: http://www.valuebasedmanagement.net/methods_kelly_twelve_principles_network_economy.html. – Заголовок з екрана.
289. Kindleberger C. Manias, Panics and Crashes / C.Kindleberger. – Macmillan, 2005. – 355 p.
290. King R. Finance and growth. Schumpeter might be right. / R. King, R. Levine // Policy Research Working Paper 1083. – World Bank, 1993. – 49 p.
291. Klapper L. F. Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets / Leora F. Klapper, I. Love [Electronic resource]. –Available from: http://www1.fee.uva.nl/fm/Conference/Budapest%20Corporate%20Governance/1_multipart_xF8FF_2_CLSA_final.pdf. – Заголовок з екрана.
292. Kose M. Ayhan. Global business cycles:convergence or decoupling? National bureau of economic research / M. Ayhan Kose, Ch. Otro, E. Prasad // Cambridge, MA 02138. – October 2008. – 53 p. [Electronic resource]. – Available from: <http://www.nber.org/papers/w14292>. – Заголовок з екрана.
293. Kregel J. The Natural Instability of Financial Markets / J. Kregel // The IDEAs Working Papers Series. – 2009. – № 4. – 24 p.
294. Krugman P. The international finance multiplier [Electronic resource]. – Available from: www.krugman.blogs.nytimes.com/2008/10/05/the-international-finance-multiplier. – Заголовок з екрана.
295. Levine Sheen S. The Institutional Nature of Price Bubbles / Sheen S.Levine, Edward J.Zajac [Electronic resource]. – Available from: <http://ssrn.com/abstract=960178>. – Заголовок з екрана.

296. Lietaer B.A. The Future of Money: Creating New Wealth, Work and Wiser World / B.A.Lietar. – London: Centure, 2001. – 384 p.
297. Lipsky Finance and Economic Growth / Remarks at the Bank of Mexico Conference, «Challenges and Strategies for Promoting Economic Growth» Mexico City, Mexico, October 19, 2009. [Electronic Resource]. – Mode of access: URL: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2009/101909.htm>. – Назва з екрана.
298. Lori Richards. Speech by SEC Staff: Self-Regulation in the New Era / L. Richards [Electronic resource]. – Available from: <http://www.sec.gov/news/speech/spch398.htm>. – Заголовок з екрана.
299. Mathews K. M. Why study the complexity sciences in the social science / K. M.Mathews, M. C.White, R. G.Long // Human relations. – 1999. – № 52.- vol. 52 no. 4. – P. 439-462 [Electronic resource]. – Available from: <http://hum.sagepub.com/content/52/4/439.short>. – Заголовок з екрана.
300. Lamfalussy A. Alexandre Lamfalussy's comments to the Press / A. Lamafalussy. - 2000. – Thursday 15. [Electronic Resource]. - Mode of access: URL: http://ec.europa.eu/internal_market/secmities/docs/lamfalussy/wisemen/lamfalussy-comments_en.pdf. – Заголовок з екрана.
301. Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence / R. Levine // NBER Working Paper No. 10766. September 2004. – 118 p.
302. Levine R. More on Finance and Growth: More Finance, More Growth? / R. Levine // Federal Reserve bank of St. Louis. – 2003. – № 07/08. – P.36
303. Lone J. H. The stock market Theories and praktiks / J. H. Lone, M. Hamilton. – Holliwood. Arwin, 1973, XIII, 34p.
304. Levine R. Stock Markets, Banks, and Economic Growth / R. Levine, S.Zervos // American Economic Review. – 1998. – Vol. 88 (3). – P.537–558.
305. McKinsey & Company [Electronic resource]. – Available from: <http://www.mckinsey.com/insights>. – Назва з екрана.

306. Meirelles Y. Bretton Woods II – on its way out?: Speech at the 18th Frankfurt European Banking Congress, Frankfurt am Main, 21 November 2008 [Electronic resource]. – Available from: <http://www.bis.org>. – Заголовок з екрана.
307. Miller M. Financial Markets and Economic Growth / M. Miller // Journal of Applied Corporate Finance. 1998. – Vol. 11(3). P.14.
308. Minsky H. Stabilizing an Unstable Economy / H. Minsky. – New York: McGraw-Hill, 2008. – 350 p.
309. Minsky H. The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and An Alternative to «Standard» Theory / H. Minsky // Nebraska Journal of Economics and Business. – 1977. – Vol. 16. – No 1. – P. 5–16.
310. Monetary Policy report / Chairman Ben S. Bernanke / Report to the Congress Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington, D.C. / July 17, 2013 / [Electronic resource]. – Available from: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_default.htm. – Назва з екрана.
311. MSCI [Electronic resource]. – Available from: <http://www.msci.com/#>
<http://www.msci.com>. – Назва з екрана.
312. Muller-Benedict V. Chaos und Selbstorganisation: Neue theoretische Ans?tze in den Sozial Wissenschaften / V. Muller-Benedict // Historical Social Research 1. – 1996. – S. 6–93.
313. NYSE Euronext. European Equities. Listings. [Electronic Resource]. - Mode of access: URL: <https://europeanequities.nyx.com/listings>. – Назва з екрана.
314. Pagano M. Financial Markets and Growth / M. Pagano // European Economic Review. – 1993. – Vol. 37. – No 2/3.
315. Palley T. I. Post Keynesian Economics: Debt, Distribution and the Macro Economy / Thomas Palley. – L.: Macmillan, 1996. – 239 p.
316. Prasad Eswar S. Role Reversal / Eswar S. Prasad // Finance & Development / December 2011. – Vol. 48. – No. 4 [Electronic resource]. – Available from: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2011/12/prasad.htm>. – Заголовок з екрана.

317. Program Report: The Changing Focus of Public Economics Research, 1980-2010 [Electronic resource]. – Available from: <http://www.nber.org/reporter>. – Назва з екрана.
318. Recommendations to the European Council. Europe and the global information society [Electronic resource]. – Available from: <http://www.ispo.cec.be/infosoc>.
319. Robinson J. The Generalization of the General Theory / J. Robinson // The Rate of Interest and Other Essays. L.: MacMillan, 1952. – P.82. – Назва з екрана.
320. Rousseau P. Emerging Financial Markets and Early U.S. Growth / P. Rousseau, R. Sylla // NBER Working Paper No. 7448.
321. Rousseau P. Historical Perspectives on Financial Development and Economic Growth / P. Rousseau // NBER Working Paper 9333. – 2002. – 49 p.
322. Sachs Jeffrey D. Institutions Matter, but Not for Everything The role of geography and resource endowments in development shouldn't be underestimated / J. D. Sachs // Finance & Development. – 2003. – June. – C.38–41.
323. Schoenmaker D. Paper Prepared For CFS-IMF Conference “A Financial Stability Framework For Europe: Managing Financial Soundness In An Integrating Market” / D.Schoenmaker. – Frankfurt, 2008. – 26 Sept.
324. Schroeder S. Defining and detecting financial fragility: New Zealand's experience / S. Schroeder // International Journal of Social Economics. – 2009. – Vol.36. – № 3. – P. 287–307.
325. Shkodina I. Up-to-Date Stock Market Trends of Ukraine // Developmental challenges of contemporary economies: Management – finance – restructuring / Edited by Ryszard Borowiecki, Tomasz Rojek/ - Cracow, 2011. – 582 p. – P.77 – 83.
326. Sonin K. Why the Rich May Favor Poor Protection of Property Rights / K. Sonin // Journal of Comparative Economics. – 2003. – Vol. 31. – No.4. – P.715–731.
327. Standard&Poor's [Electronic resource]. – available from: <http://www.standardandpoors.com>. – Назва з екрана.
328. Stark D. Ambiguous Assets for Uncertain Environments: Heterarchy in Postsocialist Firms / D. Stark [Electronic resource]. – Available from:

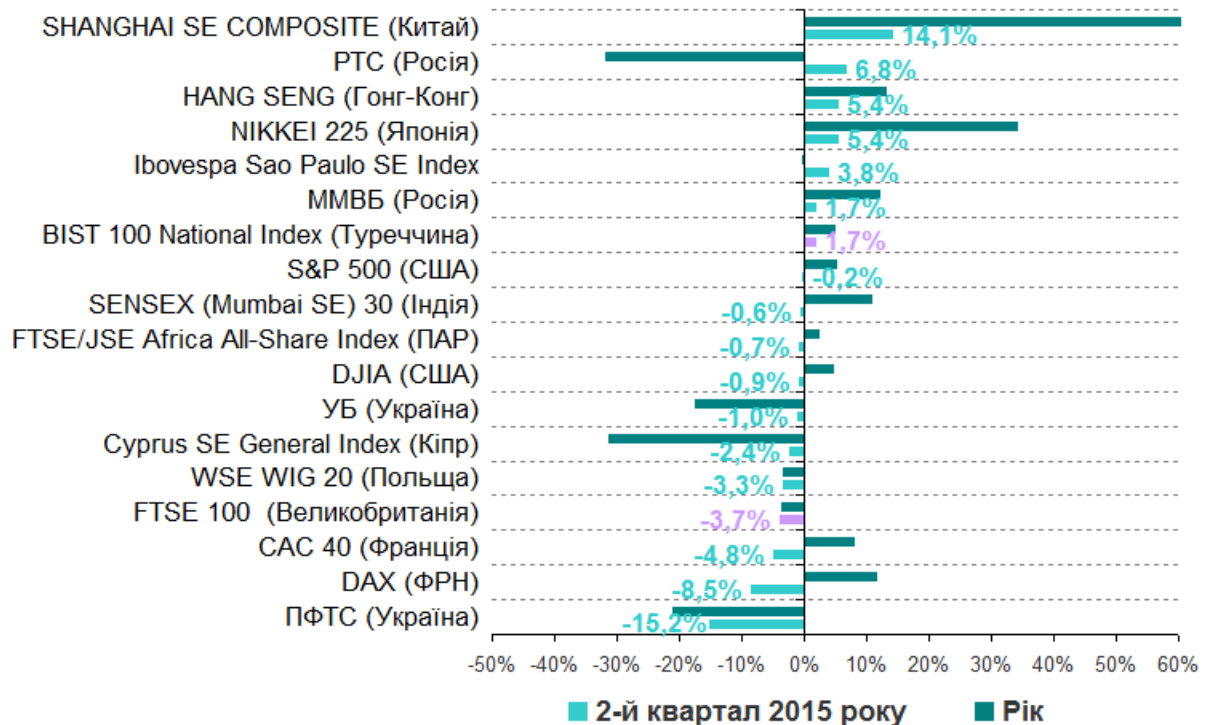
- www.ecsoc.msses.ru. – Заголовок з екрана.
329. Stiglitz J. Credit rationing in markets with imperfect information / J. Stiglitz, A. Weiss // *American Economic Review*. – 1981. – Vol. 71. – № 3. – P. 393–410.
330. TABB Group [Electronic resource]. – Available from: <http://www.tabbgroup.com>. – Назва з екрана.
331. The Financial Development Report 2012// World Economic Forum Geneva, Switzerland World Economic Forum USA Inc., New York, USA. – 424 p. [Electronic resource]. – Available from: http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2012.pdf. – Назва з екрана.
332. The Heritage Foundation [Electronic resource]. – Available from: www.heritage.org/Index. – Назва з екрана.
333. Tentori D. Il Sudamerica e l'orizzonte di un nuovo ordine mondiale / D. Tentori [Electronic resource]. – Available from: <http://temi.repubblica.it/limes/il-sudamerica-e-l%E2%80%99orizzonte-di-un-nuovo-ordine-mondiale/30904>. – Заголовок з екрана.
334. The world in 2050. Beyond the BRICs: A broader look at emerging market growth prospects [Electronic resource]. – Available from: <http://www.pwc.com/gx/en/world-2050/beyond-the-brics.jhtml>. – Назва з екрана.
335. Wall Street's Biggest Geniuses Reveal Their Favorite Charts Of 2012 [Electronic resource]. – Available from: <http://www.businessinsider.com/the-most-important-charts-of-2012-2012-12?op=1>. – Назва з екрана.
336. WFE 2013 Market Highlights [Electronic resource]. – Available from: <http://www.world-exchanges.org/insight/reports/2013-wfe-market-highlights>
337. World Economic Forum [Electronic resource]. – Available from: <http://www.weforum.org>. – Назва з екрана.
338. http://dt.ua/ECONOMICS/u-2014-roci-derzhava-prodovzhit-masshtabniy-rozprodazh-oblenergo-136674_.html
339. http://gazeta.zn.ua/energy_market/energoprivatizaciya-dogryz-_.html
340. http://newsradio.com.ua/2014_01_16/Ekspert-rozpov-v-shho-cheka-fondovij-rinok-Ukra-ni-v-2014-roc/

341. http://newsradio.com.ua/2014_01_16/Ekspert-rozpov-v-shho-cheka-fondovij-rinok-Ukra-ni-v-2014-roc/
342. <http://economics.unian.ua/stockmarket/1031482-minfin-znovu-ne-zmig-rozmistiti-ovdp-na-planovomu-auktsioni.html>
343. Интернет портал Yahoo Finance. Index NASDAQ Composite (^IXIC) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <http://finance.yahoo.com/q?s=^ixic>
344. http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=14727048
345. http://gazeta.dt.ua/macrolevel/klyuchove-pitannya-ekonomichnih-reform-_.html
346. http://gazeta.dt.ua/macrolevel/valyutne-regulyuvannya-torzhestvo-nesvobodi-_.html
347. http://gazeta.dt.ua/macrolevel/yevrointegraciyniy-kurs-ukrayini-problemi-protirichchya-perspektivi-_.html
348. http://dt.ua/ECONOMICS/kitayska-fondova-birzha-obvalilasya-vtrati-sklali-blizko-troh-trilyoni-dolariv-ft-178155_.html
349. http://dt.ua/ECONOMICS/kitay-zupiniv-rekordniy-za-20-rokiv-obval-fondovogo-rinku-178339_.html
350. http://dt.ua/ECONOMICS/kitay-povinen-zrobiti-visnovki-z-obvalu-fondovoyi-birzhi-wsj-178356_.html
351. http://dt.ua/columnists/kitayskiy-zhuravel-yakiy-v-pav-i-bagata-lishe-dumkoyu-ukrayinska-sinicya-178879_.html
352. http://gazeta.dt.ua/macrolevel/privatizaciya-2015-pilgoviy-rozprodazh-chi-rozdacha-gumanitarki-dlya-obranih-_.html
353. http://gazeta.dt.ua/finances/z-tretogo-svitu-v-pershiy-zavdyaki-groshovim-perekazam-migrantiv-_.html

ДОДАТОК А

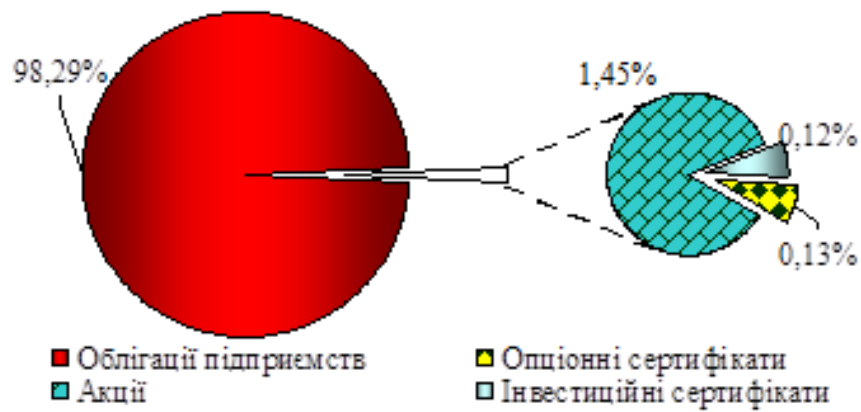
Фондові індекси світу та України

Індекси	31.03.2015	30.06.2015	2-й квартал 2015 року	Рік
SHANGHAI SE COMPOSITE (Китай)	3 747,90	4 277,22	14,1%	110,0%
PTC (Росія)	880,42	939,93	6,8%	-31,9%
HANG SENG (Гонг-Конг)	24 900,89	26 250,03	5,42%	13,0%
NIKKEI 225 (Японія)	19 206,99	20 235,73	5,36%	34,1%
Ibovespa Sao Paulo SE Index (Бразилія)	51 150,16	53 080,88	3,8%	-0,1%
ММВБ (Росія)	1 626,18	1 654,55	1,7%	12,0%
BIST 100 National Index (Туреччина)	80 846,03	82 249,53	1,7%	4,8%
S&P 500 (США)	2 067,89	2 063,11	-0,2%	5,2%
SENSEX (Mumbai SE) 30 (Індія)	27 957,49	27 780,83	-0,6%	10,7%
FTSE/JSE Africa All-Share Index (ПАР)	52 181,95	51 806,95	-0,7%	2,3%
DJIA (США)	17 776,12	17 619,51	-0,9%	4,6%
УБ (Україна)	1 022,82	1 012,20	-1,0%	-17,5%
Cyprus SE General Index (Кіпр)	79,88	78,00	-2,4%	-31,4%
WSE WIG 20 (Польща)	2 395,94	2 317,84	-3,3%	-3,4%
FTSE 100 (Великобританія)	6 773,04	6 520,98	-3,7%	-3,5%
CAC 40 (Франція)	5 033,64	4 790,20	-4,8%	8,0%
DAX (ФРН)	11 966,17	10 944,97	-8,5%	11,5%
ПФТС (Україна)	413,84	350,84	-15,2%	-21,0%

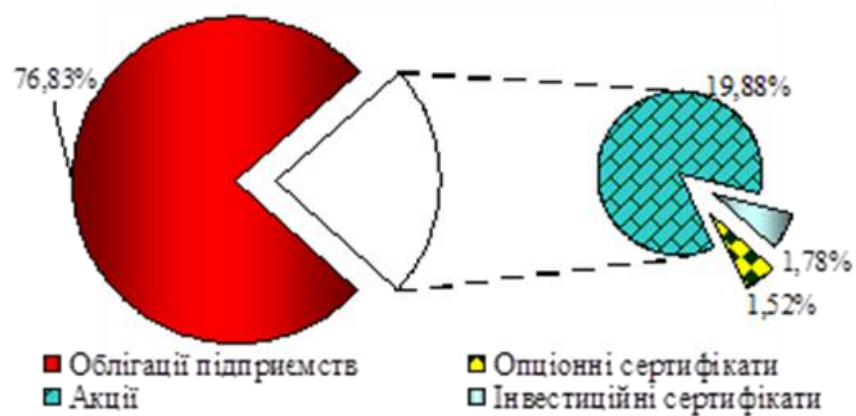


* За даними бірж та агентства Bloomberg

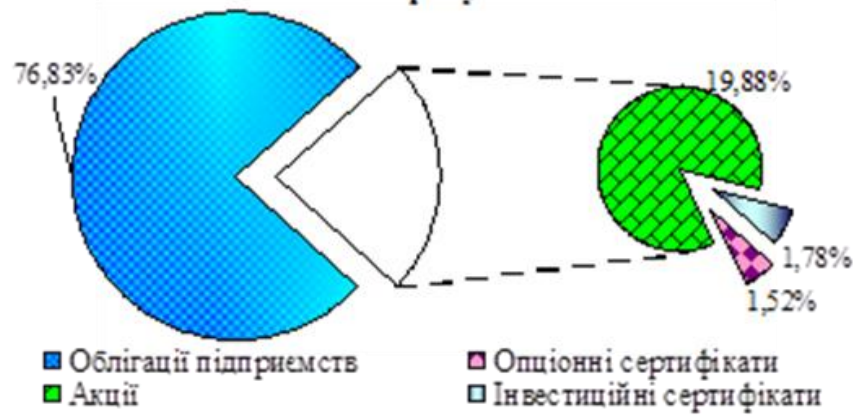
Структура торгівлі фінансовими інструментами на УФБ у 1 півріччі 2015 року



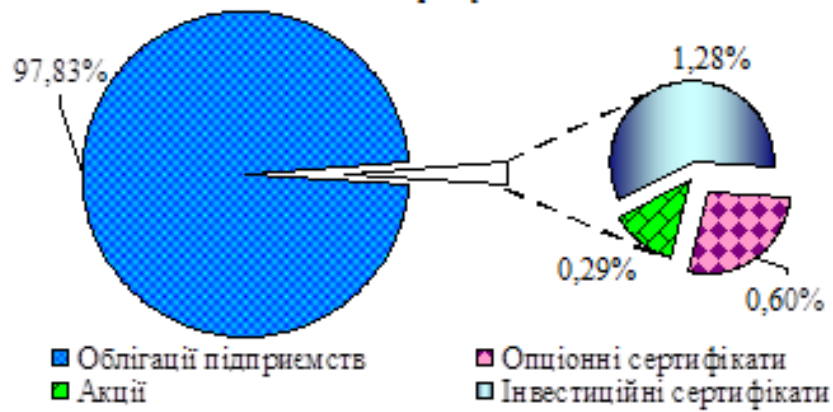
Структура торгівлі фінансовими інструментами на УФБ у 1 півріччі 2014 року

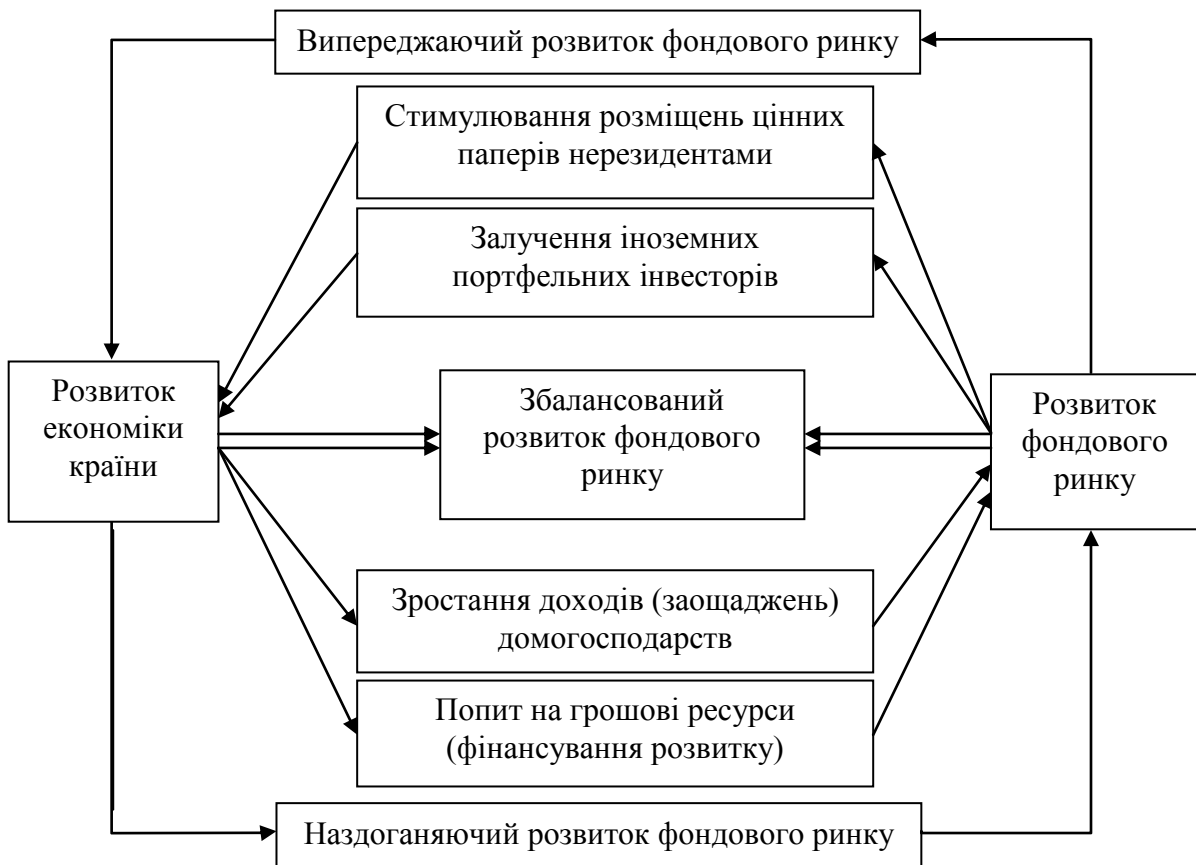


Структура торгівлі фінансовими інструментами на УФБ у 1 півріччі 2014 року

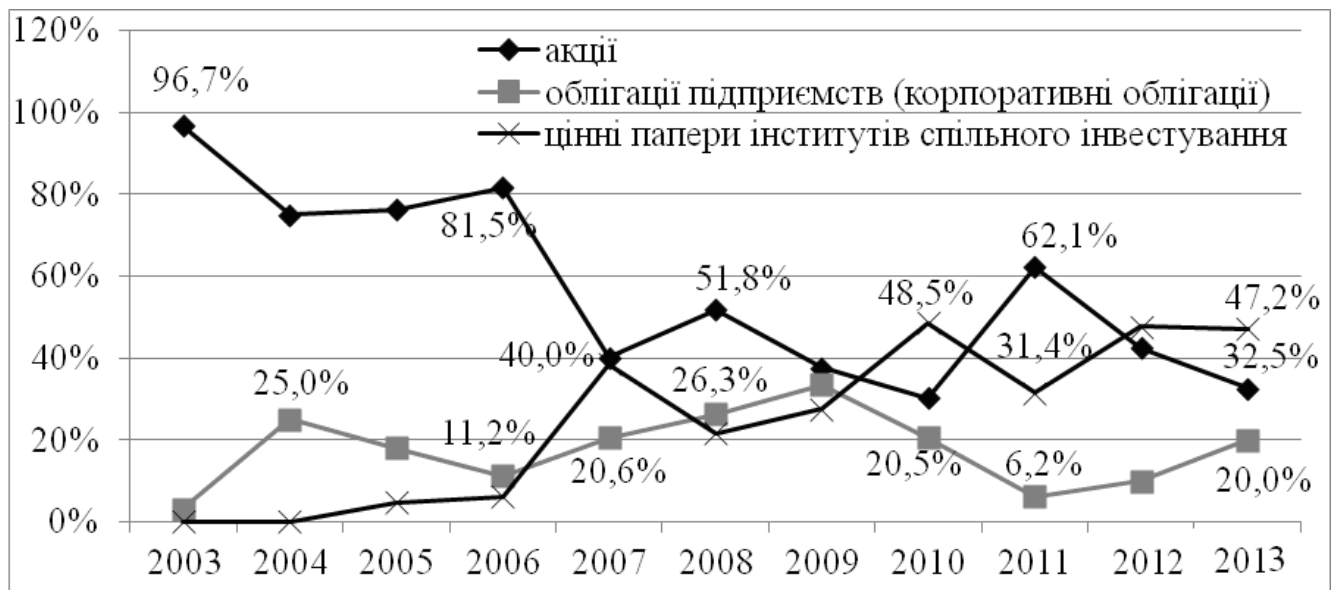


Структура торгівлі фінансовими інструментами на УФБ у 1 півріччі 2013 року



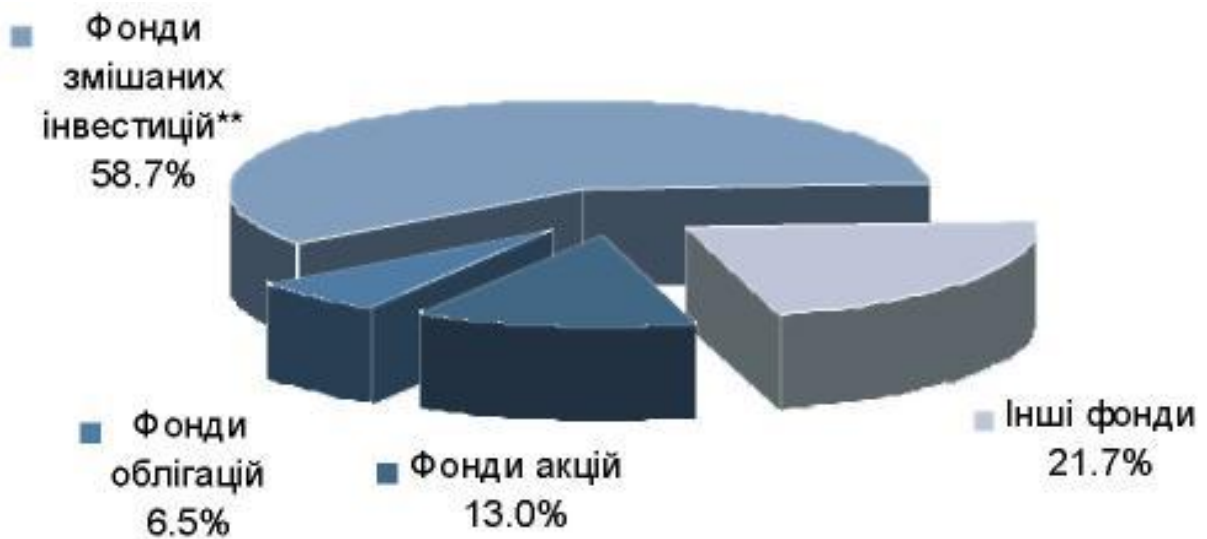


Схематична модель збалансованого розвитку фондового ринку країни



Частки різних видів цінних паперів у загальному обсязі зареєстрованих НКЦПФР випусків, 2003 – 2013 рр.

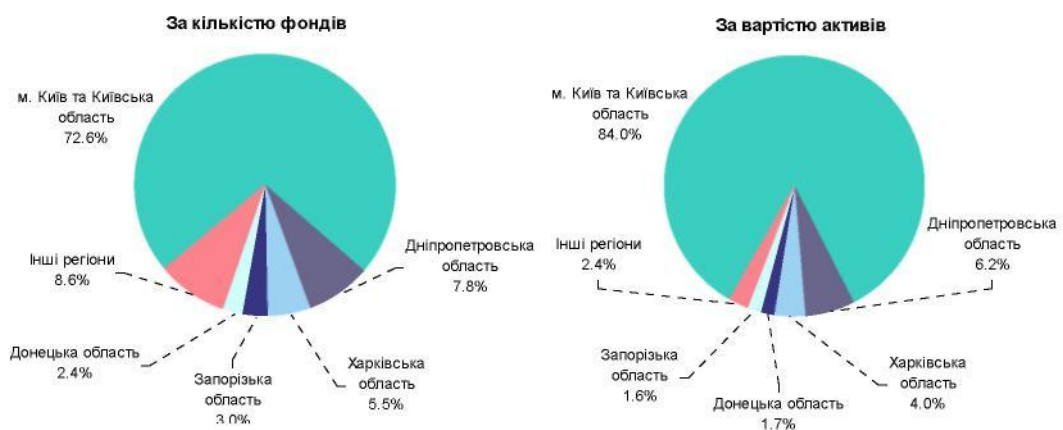
ДОДАТОК Е



* Фонди, що подали звітність.

** Мають і акції, і облігації, і грошові кошти у своїх портфелях.

Диверсифіковані ІСІ з публічною емісією за класами фондів станом на 31.12.2014



Регіональний розподіл ІСІ за кількістю та вартістю їхніх активів в управлінні станом на 31.12.2014 р.

ДОДАТОК Ж

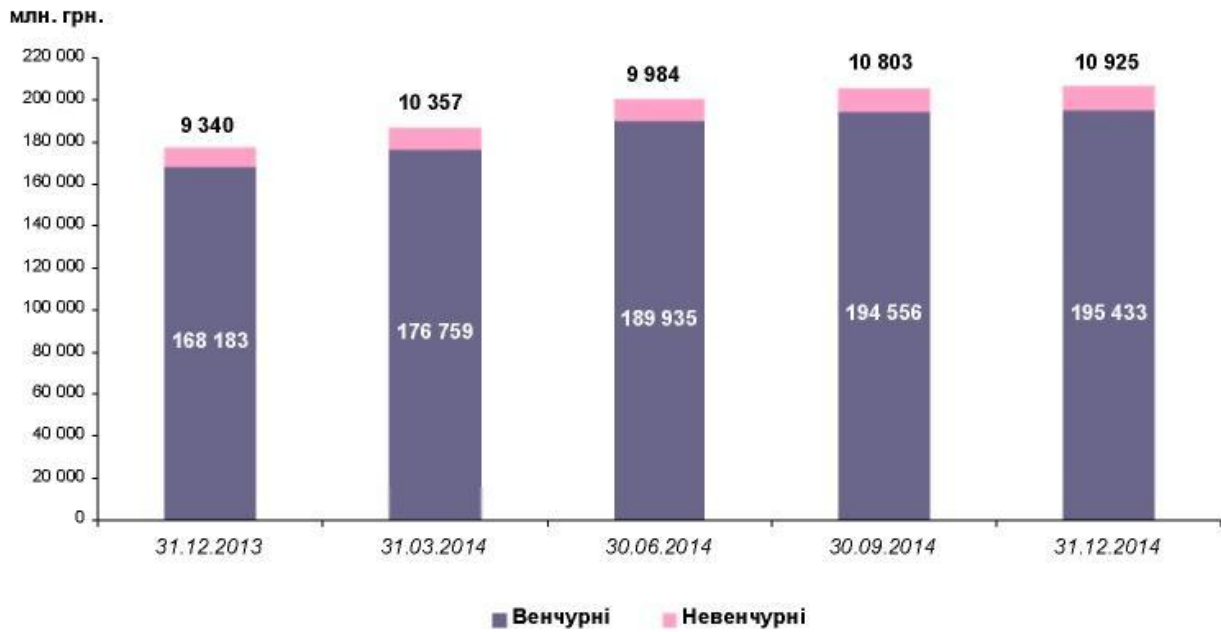


Динаміка ринку управління активами ІСІ у 2004-2014 рр.

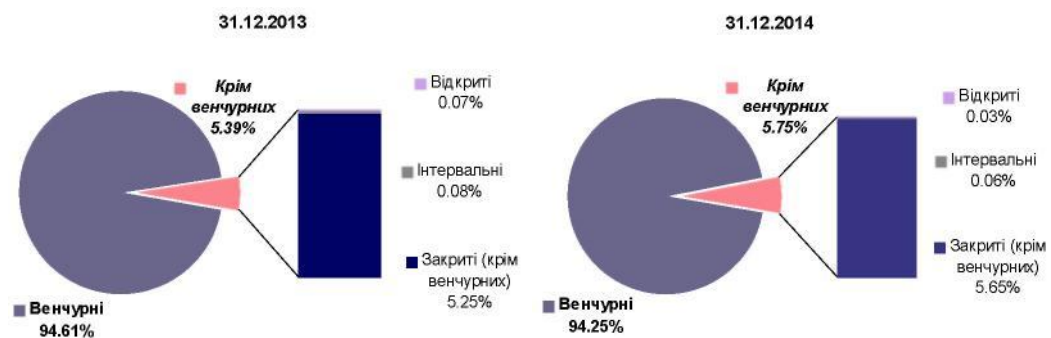


ІСІ на тлі ВВП та банківського сектору України

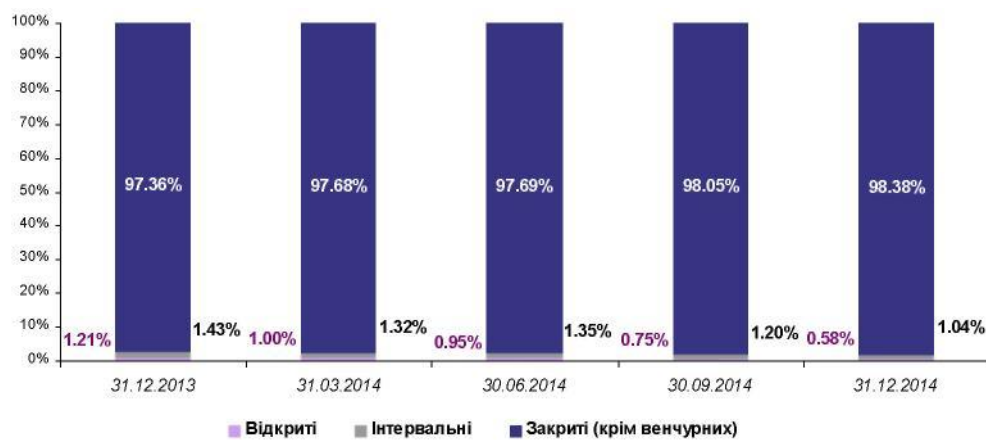
ДОДАТОК 3



Динаміка вартості активів ІСІ у 4 кв. 2014 р. та у 2014 році



Розподіл ВЧА ІСІ за типами фондів на початок та кінець 2014 року



Динаміка розподілу ВЧА невенчурних ІСІ за типами фондів у 4 кв. 2014 р. та у 2014 році