

*Гавкалова Н. Л.
Шутєєва О. Ю.*

**РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ:
ОСОБЛИВОСТІ
ТА ФІНАНСОВЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ
ЙОГО ФУНКЦІОНУВАННЯ**

Монографія

Харків. ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2015

УДК 336.761
ББК 65.262.2
Г 12

Рецензенти: професор кафедри економіки підприємств міського господарства Харківського національного університету міського господарства імені О. М. Бекетова, докт. екон. наук, професор *Васильєв О. В.*; член Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, канд. екон. наук *Тарасенко О. О.*; доцент кафедри фінансових ринків ДВНЗ "Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана", канд. екон. наук, доцент *Стеценко Б. С.*

Рекомендовано до видання рішенням вченої ради Харківського національного економічного університету імені Семена Кузнеця.

Протокол № 9 від 30.03.2015 р.

Авторський колектив: докт. екон. наук, професор Гавкалова Н. Л. – вступ, п. 1.3, 2.1, 3.1; канд. екон. наук, ст. викл. Шутєєва О. Ю. – п. 1.1, 1.2, 2.2, 2.3, 3.2, 3.3.

Гавкалова Н. Л.

Г 12 Ринок цінних паперів: особливості та фінансове забезпечення його функціонування : монографія / Н. Л. Гавкалова, О. Ю. Шутєєва. – Х. : ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2015. – 184 с. (Укр. мов.)
ISBN 978-966-676-614-7

Подано комплексні науково-методичні та практичні дослідження проблем розвитку процесу фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів в Україні. Проведено аналіз сутності фінансового забезпечення ринку цінних паперів та виявлено фактори впливу. Наведено методичний та науково-методичний підходи до фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів.

Рекомендовано для науковців, аспірантів, викладачів, які викладають навчальні дисципліни "Публічні фінанси", "Організаційне забезпечення управління державними фінансами" та інші навчальні дисципліни у ВНЗ. Матеріали видання можуть бути корисними у практиці господарювання під час вирішення економічних питань.

УДК 336.761
ББК 65.262.2

ISBN 978-966-676-614-7

© Гавкалова Н. Л., Шутєєва О. Ю., 2015
© Харківський національний економічний університет імені Семена Кузнеця, 2015

Вступ

Наукове видання є результатом досліджень авторів з економічних питань, узагальненням набутого досвіду викладання навчальних дисциплін "Публічні фінанси" та "Організаційне забезпечення управління державними фінансами" у Харківському національному економічному університеті імені Семена Кузнеця. Авторами зроблено узагальнення літературних джерел стосовно досліджуваної теми, спадщини провідних дослідників, а також наведено результати міркувань та дискусій з провідними науковцями щодо практичного вирішення питань фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів.

Соціально-економічний розвиток і конкурентоспроможність держави значною мірою залежать від активності використання інструментів ринку цінних паперів, рівень капіталізації якого свідчить про наявний потенціал як підприємств певних галузей, так і економіки країни в цілому, а також про раціональний перерозподіл інвестиційних ресурсів. Тенденції 2011 – 2013 рр. продемонстрували певну нестабільність основних макроекономічних показників, разом із тим ринок цінних паперів України, навпаки, – стійкі позитивні тенденції до зростання. Розвиток ринку характеризувався, з одного боку, стабільним розвитком економіки країни, зростанням обсягів ВВП (на 21,6 % за період 2012 – 2013 рр.), промислового виробництва (на 25,5 % з 2011 по 2012 рр.), з другого боку – сприятливими зовнішніми факторами: зростанням попиту на світових ринках на продукцію основних українських експортерів, цін на продукцію металургії, а також усіх фондових індексів. Незважаючи на це за міжнародними рейтингами Україна все ще входить у двадцятку країн з найнижчими показниками рівня розвитку фінансового ринку й ефективності регулювання обороту цінних паперів. Змінити ситуацію можливо за умови зміцнення фінансової основи ринку цінних паперів, зокрема за рахунок виявлення тих його складових, які потребують удосконалення, та за умови врахування наслідків державного регулювання (правового і податкового). Зважаючи на складний стан цього ринку в Україні, який, насамперед, обумовлений браком капіталовкладень та хаотичною фондовою політикою, актуальним залишається питання створення дієвого механізму фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів. Тому дослідження проблем фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів стає пріоритетним науково-практичним завданням, що вимагає вирішення в сучасних умовах.

Головна мета наукового дослідження полягає у подальшому розвитку теоретичних положень, розроблення методичних підходів і практичних рекомендацій щодо процесу фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів.

Серед ключових завдань дослідження фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів необхідно виділити визначення понять "фінансове забезпечення функціонування ринку цінних паперів" та "інструменти ринку цінних паперів" як таких, що розглядаються в межах фінансового управління, проведення оцінювання стану й визначення особливостей функціонування ринку цінних паперів в Україні, визначення напрямів удосконалення фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів з урахуванням зарубіжного досвіду, виявлення ключових факторів впливу на фінансове забезпечення функціонування ринку цінних паперів, розроблення методичного підходу до оцінювання рівня фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів, розроблення науково-методичного підходу до формування стратегії фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів та визначення факторів впливу на прийняття населенням рішення щодо операцій з цінними паперами.

Автори висловлюють щиру вдячність рідним, друзям і колегам за цінні поради, підтримку та допомогу.

Автори не претендують на остаточність суджень, тверджень та висновків. Ураховуючи те, що дослідження продовжуються, із вдячністю приймаються зауваження та побажання читачів щодо вдосконалення наведеного матеріалу.

Розділ 1

Теоретичні аспекти функціонування ринку цінних паперів та його фінансового забезпечення

1.1. Функції та механізм функціонування ринку цінних паперів як складові фінансового ринку

Фінансовий ринок є важливою ланкою як світової, так і національної економічної системи, оскільки пов'язує між собою всі процеси, які відбуваються в економіці: торгівлю товарами та послугами, технологічний обмін, рух робочої сили та ін.

У сучасних умовах глобалізації та розвитку інтеграційних процесів відбувається перерозподіл ресурсної, технологічної та фінансової бази виробництва між окремими державами. В результаті цього процесу отримують вигоду ті країни, які зробили свою економіку привабливою для іноземних виробників та інвесторів. Світовий фінансовий ринок надає можливість залучення значних за обсягом фінансових ресурсів, що набуває особливого значення для країн, що розвиваються, в умовах нестачі внутрішніх фінансових ресурсів або недостатнього розвитку внутрішнього фінансового ринку, що обмежує його ліквідність. Створення ефективного ринкового середовища неможливе без формування фінансового ринку. Саме він забезпечує обіг фінансових ресурсів, їх перерозподіл між галузями виробничої сфери, акумулювання тимчасово вільних коштів для інвестування у виробничу діяльність. Важливим сегментом фінансового ринку є ринок цінних паперів (РЦП).

Донині немає єдиного підходу до визначення економічної категорії "фінансовий ринок", його чіткого співвідношення із взаємопов'язаними поняттями "фондовий ринок", "ринок цінних паперів", "грошовий ринок". На сьогодні ринок цінних паперів є особливою формою торгівлі фінансовими ресурсами, сутність якої полягає у випуску та обігу цінних паперів.

Серед науковців склалось декілька обґрунтованих думок щодо визначення зазначених співвідношень:

фінансовий ринок – поняття ширше, ніж ринок цінних паперів, тобто ринок цінних паперів разом із ринком банківських позик складають фінансовий ринок [1, с. 33]; ринок цінних паперів – сегмент фінансового ринку [135, с. 342];

ринок цінних паперів і ринок позичкових капіталів складають фінансовий ринок [135, с. 77];

ринок цінних паперів за змістом і функціями – це фінансовий ринок, тобто ці поняття тотожні [94, с. 59];

поняття "ринок цінних паперів" ширше, ніж поняття "фондовий ринок" [94, с. 67–69]. Ураховуючи функціональний підхід, використання термінів "ринок цінних паперів" вважається ідентичним до терміна "фондовий ринок" [13, с. 32; 163, с. 46].

Розбіжність думок щодо останнього аспекту привезли до формування в науковій літературі двох підходів до розуміння ринку цінних паперів: у вузькому сенсі – як тотожного поняттю "фондовий ринок", та у широкому – як складової фінансового ринку, що включає фондовий ринок та сферу обігу короткострокових цінних паперів.

Отже, під ринком цінних паперів (фондовим ринком) у загальному вигляді розуміють сукупність механізмів і правил, що дозволяють здійснювати купівлю-продаж цінних паперів. Він має свою специфічну інфраструктуру, тобто сукупність систем, організацій і технологій, які з одного боку, забезпечують учаснику цього ринку підвищення ефективності своєї діяльності, зниженням ризиків, пов'язаних з операціями на ринку, а з іншого – формують певні фінансові ресурси (доходи бюджету) через встановлений механізм оподаткування відповідних операцій з цінними паперами.

Згідно з таким підходом фондовий ринок як сегмент фінансового ринку підлягає класифікації за такими самими ознаками. Так, за терміном обігу цінних паперів фондовий ринок поділяють на ринок грошових та капітальних цінних паперів. На ринку грошових цінних паперів перебувають у обігу боргові зобов'язання з терміном обігу менш як один рік: короткострокові облігації, векселі, ощадні сертифікати, комерційні цінні папери тощо. На ринку капітальних цінних паперів мають обіг інструменти власності – акції, а також середньо- та довгострокові боргові зобов'язання, тобто безстрокові цінні папери та цінні папери з терміном обігу більше одного року. Залежно від ступеня розвитку фондовий ринок (ринок цінних паперів) може виступати більш чи менш ефективним механізмом акумуляції, розподілу та перерозподілу вільних фінансових ресурсів серед різних галузей економіки. Ефективне функціонування фондового ринку в багатьох країнах забезпечує ефективне використання вільних фінансових ресурсів та стійкі темпи зростання економіки цих країн.

Але все ж таки прибічників другого підходу більше. Їх обґрунтування сутності ринку цінних паперів базується на тому, що фінансові ринки –

це ринки посередників між первинними власниками грошових коштів та їх кінцевими користувачами. Але не всі цінні папери походять від грошових капіталів, тому ринок цінних паперів не може в повному обсязі бути віднесений до фінансового ринку. У тій частині, в якій цей ринок ґрунтується на грошах як капіталі, він називається фондовим ринком і в цій своїй якості є складовою частиною фінансового ринку. Отже, фондовий ринок утворює більшу частину ринку цінних паперів. Сектор ринку цінних паперів, який залишився, – це ринок інших товарних цінних паперів.

З точки зору іншого підходу, ринок цінних паперів складається з двох частин – фондового ринку та сфери обігу цінних паперів у вигляді купівлі-продажу короткострокових (до одного року) документів. Тобто, ринок цінних паперів розглядається ширшим за фондовий ринок, хоча значення останнього є величезним (саме на ньому обертаються акції та облігації). Переважну частину досліджень і теоретичних обґрунтувань закордонні й вітчизняні фахівці здійснюють стосовно фондового ринку.

Слід зауважити, що ринок цінних паперів становить доволі розгалужену сукупність суспільних відносин, включно з державним та інституційно-правовим регулюванням. Глобально він призначений для акумулювання капіталу з подальшим його перерозподілом у вигляді інвестицій у виробничу і соціальну сфери народного господарства шляхом випуску, придбання і вільного розпорядження власниками цінних паперів.

Головна відмінність ринку цінних паперів від будь-якого іншого традиційного товарного ринку в тому, що товари виробляються та продаються, тоді як цінні папери випускають в обіг. Для того щоб будь-який товар дійшов до споживача, потрібна певна організація руху товарів, а для цінних паперів вона є специфічною, наприклад біржовою чи позабіржовою. Товар продають один або кілька разів, а цінний папір може продаватися і купуватися необмежену кількість разів, причому його вартість не буде залежати від кількості перепродажу, на неї можуть впливати як ринкові (попит, пропозиція), так і неринкові фактори (психологічні тощо). Але все ж таки підґрунтям ринку цінних паперів є саме товарний ринок, гроші й грошовий капітал.

Механізм функціонування ринку цінних паперів залежить від його структури, виду, специфіки учасників і умов організації фінансових відносин в державі на певному етапі розвитку економіки.

На ринку цінних паперів (РЦП) відбувається залучення грошових коштів із різних джерел і їх вкладення в різні види реального капіталу.

Залучення грошових коштів у загальному вигляді може здійснюватися за рахунок внутрішніх і зовнішніх джерел. До внутрішніх джерел зазвичай належать амортизаційні відрахування і прибуток. Основними зовнішніми джерелами є банківські позички і кошти, отримані від випуску цінних паперів. В економіці в сучасних умовах України переважають внутрішні джерела, а зовнішні є результатом їх перерозподілу. Вільні грошові кошти можуть бути інвестовані в багато сфер: виробничу та іншу господарську діяльність, нерухомість, дорогоцінні метали, іноземну валюту, пенсійні та страхові фонди, цінні папери, віддані в позику або покладені під відсотки на банківський депозит і т. д. Таким чином, ринок цінних паперів – один із багатьох додатків вільних капіталів, і тому йому доводиться конкурувати за їх залучення.

Аналіз літературних джерел [13; 94; 135; 163] дозволяє побудувати загальну структуру фінансового ринку, об'єднавши у дві групи його складові на основі двох критеріїв: критерій часу та тип фінансових інструментів (рис. 1.1).

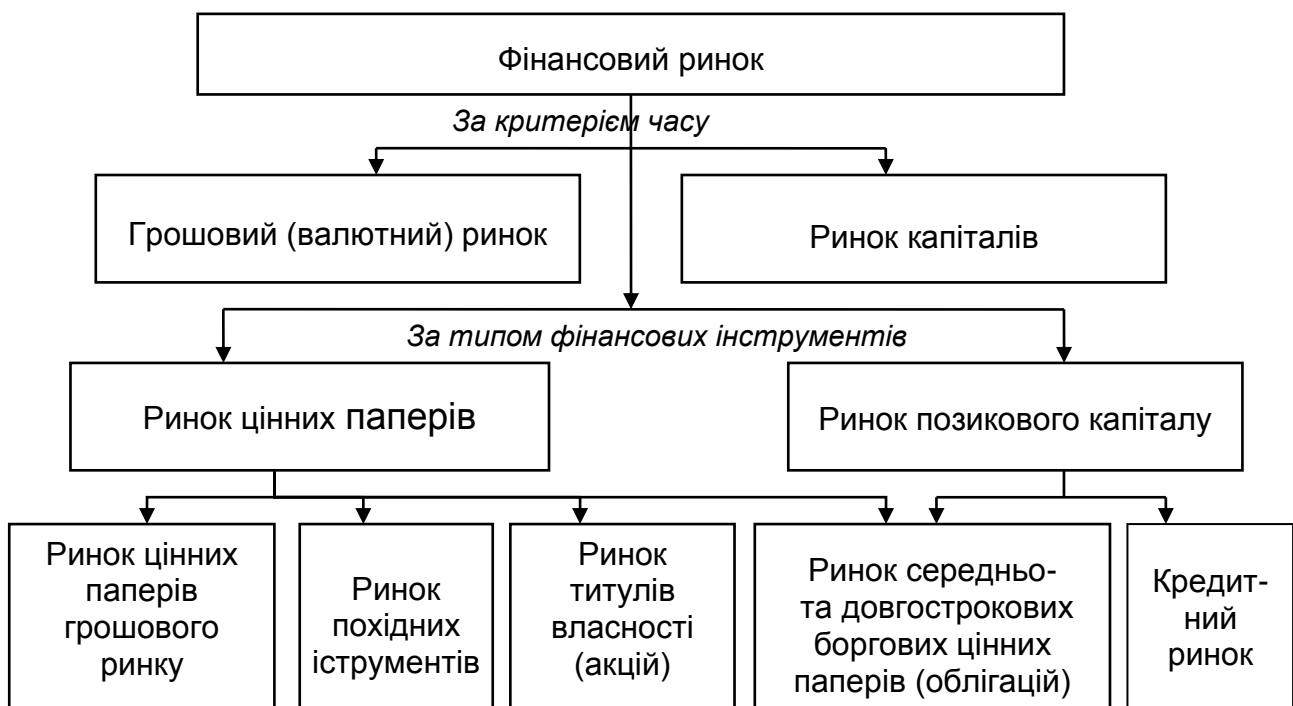


Рис. 1.1. Структура фінансового ринку

На основі дослідження основних підходів [40; 41; 94; 163] до групування видів ринків цінних паперів сформовано узагальнену класифікацію, яка наведена на рис. 1.2.

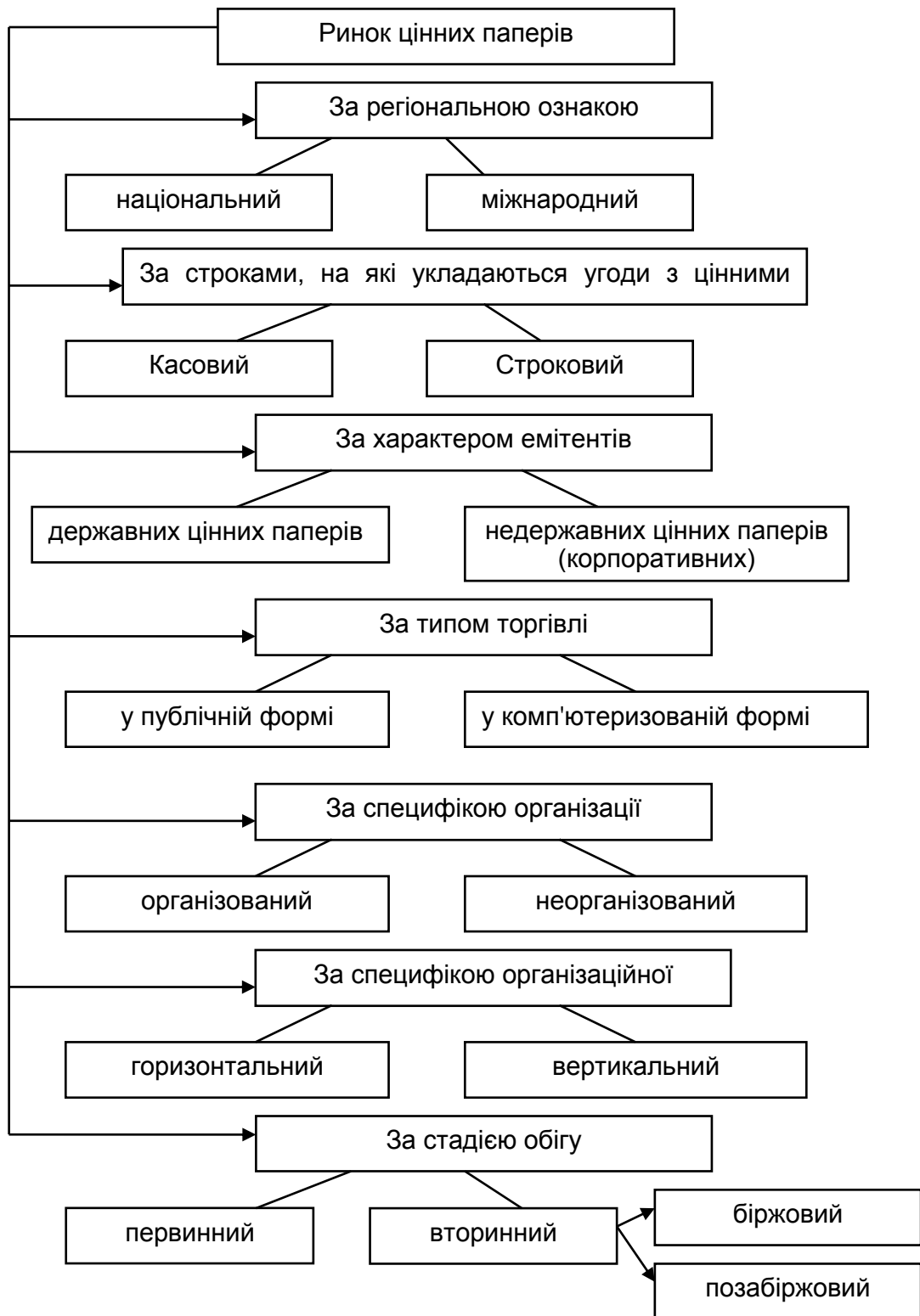


Рис. 1.2. Класифікація видів ринків цінних паперів

Отже, за регіональною ознакою ринки цінних паперів можуть бути національними й міжнародними. Національний ринок цінних паперів охоплює ринкові відносини, які встановлюються та існують на території певної країни, на яких здійснюються операції з цінними паперами, випущеними

емітентами, зареєстрованими відповідно до законодавства цієї країни. Міжнародний ринок, як правило, складається з ринків країн, на яких перебувають в обігу цінні папери, випущені іноземними емітентами, або ринків, участь у яких вільно можуть брати як національні, так й іноземні інвестори, або коли одні й ті самі цінні папери перебувають в обігу на територіях різних країн.

Залежно від строків, на які укладаються угоди з цінними паперами, ринок цінних паперів поділяється на касовий (ринок негайного виконання укладених угод, при цьому суто технічно воно може розтягуватися на строк 1 – 3 дні за вимоги поставки самого цінного папера у фізичному вигляді і строковий) та строковий ринок (з відстроченим, найчастіше на кілька місяців, виконанням угоди). Як свідчить практика, традиційні цінні папери (акції, облігації) обертаються на касовому ринку, а контракти на похідні інструменти ринку цінних паперів – на строковому.

За характером емітентів ринок цінних паперів можна розділити на ринок держаних та недержавних (корпоративних) цінних паперів. Слід зазначити, ринок недержавних паперів допомагає акумулювати фінансові ресурси для підприємницького сектору.

За такою класифікаційною ознакою, як тип торгівлі, ринок цінних паперів має дві основні форми – публічну та комп'ютеризовану. Публічний ринок є традиційною формою торгівлі цінними паперами, коли їхні продавці та покупці безпосередньо зустрічаються в певному місці і відбуваються публічні торги (як у випадку біржової торгівлі) або ведуться закриті переговори, які з тих чи інших причин не підлягають широкому розголошенню. А комп'ютеризований ринок включає різноманітні форми торгівлі цінними паперами, які базуються на використанні комп'ютерних мереж і сучасних засобів зв'язку.

З точки зору специфіки організації ринок цінних паперів може бути організованим і неорганізованим. Організований ринок цінних паперів передбачає обіг фінансових інструментів і встановлення відносини з урахуванням правил, встановлених органами управління між ліцензованими професійними посередниками – учасниками ринку за дорученням інших учасників. Неорганізований ринок – це обіг цінних паперів без дотримання єдиних для всіх учасників ринку правил.

Залежно від специфіки організаційної структури ринку розрізняють вертикальний та горизонтальний ринки. Прикладом горизонтального ринку є ринок США. На різних біржах країни котируються цінні папери різних

за своїм економічним статусом компаній. На Нью-Йоркській біржі – головній біржі США – котируються акції корпорацій групи А (найвищого рівня), на Американській – групи В та ін. При цьому цінні папери різних груп обліковуються в різних депозитаріях [132, с. 46].

Прикладом вертикальної організації ринку є Франція. Всі цінні папери котируються в системі Товариства французьких бірж, зберігаються й обліковуються в національному депозитарії. Всі папери, що є в обігу у Франції, поділяють на три групи котирування: K_1 , K_2 , K_3 . До офіційного котирування в групі K_1 потрапляють цінні папери найвищої якості, до K_2 – цінні папери, які не допущені до офіційного котирування, але мають значний економічний потенціал, до групи K_3 входять цінні папери, що не претендують на лістинг, в основному це цінні папери середніх і малих компаній [132, с. 47].

Широко аналізуються особливості здійснення операцій з цінними паперами на первинному та вторинному ринках, які розрізняються за типом торгівлі. Так, розрізняють ринки, куди можна тільки інвестувати капітал – це первинні ринки, і власне фінансові ринки, де ці капітали накопичуються і вкладаються в кінцевому рахунку в первинні ринки (вторинні ринки).

Якщо заглибитися у організаційні відмінності, то з цього приводу слід зазначити таке. Первинний ринок обслуговує випуск (емісію) і первинне розміщення цінних паперів. Учасниками на ньому завжди виступають емітенти та інвестори, взаємодія між якими може бути безпосередньою або здійснюватися через брокерів і дилерів. Головним з найважливіших завдань такого ринку є мінімізація ризиків інвестора. На це спрямовані державні законодавчі та нормативні акти, які регулюють діяльність ринку, вимоги щодо опублікування інформації про емітента, підготовки проспекту емісії, реєстрації цінних паперів та відповідних даних у фінансових органах. Первинні ринки є тимчасовими та в більшості випадків небіржовими ринками. У ході цього доходи від продажу фінансових інструментів належать саме емітенту.

Вторинним ринком є ринок, де відбувається купівля-продаж раніше випущених цінних паперів. Його головна мета – це забезпечення ліквідності фінансових інструментів, тобто створення умов для найширшої торгівлі ними. Саме такий тип торгівлі, у першу чергу, надає можливості власникові цінних паперів реалізувати їх у найкоротші строки за незначних

коливань курсів та невисоких витрат на реалізацію. На відміну від первинного, дохід від продажу цінних паперів на цьому ринку належить не емітенту, а власникам (інвесторам або дилерам), які виступають на вторинному ринку в ролі продавців.

Як показано на рис. 1.2, до вторинного ринку цінних паперів належать біржовий та позабіржовий. Перший передбачає торгівлю цінними паперами, які здійснюється на фондовій біржі. Цьому ринку притаманний найвищий рівень організації, що, з одного боку, максимально сприяє мобільності капіталу, а з іншого, та формуванню реальних ринкових цін на фінансові інструменти, які перебувають в обігу. При цьому фондові біржі від свого імені або за дорученням клієнтів (торговців цінних паперів), не купують і не продають, їх роль полягає у створенні та впровадженні організаційної та технічної систем, які б надавали можливість укласти та виконувати угоди купівлі-продажу цінних паперів за принципами швидкості, упорядкованості та ефективності.

Позабіржовий ринок становить сферу обігу цінних паперів поза біржею. Як свідчить практика, частіше на такому ринку відбувається первинне розміщення, а також перепродаж цінних паперів тих емітентів, які не бажають чи з об'єктивних причин не можуть виставити свої активи на біржу. Організовується цей ринок дилерами, які можуть бути або не бути членами фондової біржі.

Більш повно і глибоко сутність ринку цінних паперів можна розкрити через функції, які він виконує. В науковій літературі також наявні різні думки з приводу цього питання.

Простежується два підходи до розгляду змісту функцій ринку цінних паперів: системний та інституційний.

Як свідчить аналіз наукових праць [36; 41; 94; 203; 209], існує певна принципова єдність, оскільки ринок цінних паперів виконує в економіці загальні (основні, загальноринкові), тобто властиві будь-якому ринку, та специфічні функції, які відрізняють його від інших ринків. Особливості підходів до визначення складу та змісту функцій ринку цінних паперів наведено у табл. А.1 додатка А.

Як зазначено в роботах [41; 209], до загальноринкових функцій відносяться:

комерційна, пов'язана з отриманням прибутку від операцій на даному ринку;

цінова (ціноутворююча), за допомогою якої забезпечується процес формування ринкових цін, їх постійний рух та є умовою реалізації інших його функцій;

інформаційна, на основі якої ринок виробляє і повідомляє своїх учасників інформацію про об'єкти торгівлі;

регулююча, пов'язана зі створенням правил торгівлі та участі в ній, порядку вирішення спорів між учасниками, встановленням пріоритетів і освітою органів управління і контролю.

До специфічних можна віднести:

перерозподільчу, яка забезпечує перелив грошових коштів між галузями і сферами діяльності і фінансування дефіциту бюджету;

функцію страхування цінових та фінансових ризиків (хеджування), яке здійснюється на основі нового класу таких виробничих цінних паперів, як ф'ючерсні й опціонні контракти.

У роботі [94] виділено такі основні функції ринку цінних паперів:

1. Функція перерозподілу грошових коштів полягає в перерозподілі коштів між галузями та сферами діяльності; територіями та країнами; населенням та підприємствами, тобто коли заощадження громадян набувають виробничої форми; між державою та іншими юридичними й фізичними особами. Під час фінансування дефіциту державного й місцевих бюджетів за рахунок випуску облігацій внутрішньої державної та місцевих позик і їх реалізації здійснюється перерозподіл вільних фінансових ресурсів підприємств і населення на користь держави.

2. Функція перерозподілу ризиків – це використання інструментів ринку цінних паперів (передусім так званих похідних інструментів) для захисту власників будь-яких активів (товарних, валютних, фінансових) від несприятливої для них зміни цін, вартості або дохідності цих активів. Цю функцію можна назвати захисною (страхування від ризику), точніше функцією хеджування. Однак одностороннє хеджування неможливе: якщо є той, хто бажає захиститися від ризику, то повинна бути й інша сторона, яка здатна прийняти його на себе. З допомогою ринку цінних паперів можна спробувати перекласти ризик зі свого активу на спекулянта, який бажає ризикнути. Отже, суть хеджування полягає в перерозподілі ризиків. Ця функція є відносно новою для ринку цінних паперів і з'явилась у сучасному вигляді лише на початку 70-х років. Завдяки їй ринок, з одного боку, істотно збільшив свою стійкість, а з іншого, – свою значущість, оскільки функція перерозподілу ризиків, базуючись на функції перерозподілу

грошових коштів, різко прискорює й навіть спрощує переливи вільних (або вивільнених) фінансових капіталів.

3. Облікова функція полягає в обов'язковому обліку в спеціальних списках (реєстрах) усіх видів цінних паперів, що обертаються на ринку, реєстрації учасників ринку цінних паперів, а також фіксації фондових операцій, оформлених договорами купівлі-продажу, застави, трасту, конвертації тощо.

4. Контрольна функція передбачає проведення контролю за дотриманням норм законодавства учасниками ринку.

5. Функція збалансування попиту та пропозиції означає забезпечення рівноваги попиту й пропозиції на фінансовому ринку проведенням операцій із цінними паперами.

6. Стимулююча функція полягає в мотивації юридичних і фізичних осіб стати учасниками ринку цінних паперів. Наприклад, наданням прав на участь в управлінні підприємством (акції), на отримання доходу (процентів за облігаціями, дивідендів за акціями), можливості накопичення капіталу або права стати власником майна (облігації).

7. Регулююча функція означає регулювання через конкретні фондові операції різних суспільних інтересів. Наприклад, проведенням операцій із цінними паперами регулюється обсяг грошової маси в обігу. Продаж державою цінних паперів на ринку скорочує обсяг грошової маси, а їхня купівля, навпаки, збільшує його.

Слід зазначити, що, на думку авторів, вважається за доцільне розглядати облікову функцію у складі контрольної, оскільки сам ринок цінних паперів не призначений суто для здійснення обліку фінансових інструментів. Облікові процедури є обов'язковими організаційними й одночасно контрольними заходами в рамках загального механізму функціонування такого ринку.

У той же час у роботі [209] виокремлено майже такий перелік функцій ринку цінних паперів, а саме: облікова, контролю, збалансування попиту та пропозиції, стимулювальна, перерозподільна, регулююча. Відмінність полягає в об'єднанні в одну функцію, перерозподільну, перерозподілу грошових коштів і ризиків, хоча за змістом вони належать до різних процесів.

У роботі Еш С. М. зосереджено увагу також на здатності фондового ринку фінансувати дефіцит державного бюджету "на неінфляційній основі, тобто без випуску в обіг додаткових коштів" [36, с. 322].

З аналізу структури існуючих класифікацій чітко простежується єдність методологічного підходу до їх виділення, а саме системного підходу,

який розглядає ринок цінних паперів в якості елемента економічної або, більш вузької, фінансової системи.

У роботі [203] запропоновано інституціональний підхід, який дозволив підтвердити такий розподіл функцій на основі відмінностей його інституціональних характеристик як регулятивного і додаткового інституту. Доцільність такого підходу обумовлюється розглядом самого ринку цінних паперів як регулятивного інституту ринкової економіки, до яких з а своєю інституціональною природою і функціями відносяться інститути, що регулюють формування інституціональної організації суспільства, і інститути, які прямо регулюють економічну та соціальну поведінку. Було виявлено особливості реалізації загальноринкових функцій фондового ринку, а також обґрунтовано специфічні функції і їхні види на основі критеріїв "інституціональні характеристики ринку" та "ефекти, які забезпечує ринок цінних паперів", реалізуючи свій інституціональний потенціал. Так, до загальноринкових функцій РЦП віднесено ціноутворюючу, інформаційну, регулюючу та зниження витрат трансакцій. В. Нікончук також зазначає, що така структура, з одного боку, принципово погоджується із системним підходом, а з іншого, разом із тим, інституціональний підхід дозволяє виявити та обґрунтувати особливості завдань і новизну механізму їхньої реалізації, обумовлені специфікою РЦП як інституціональної інновації (створення і функціонування ринкової системи обміну правами власності, підвищення мобільності капіталу) [203]. Тим самим виявляється наступність розвитку і новий характер механізму реалізації цих загальноринкових функцій.

На основі дослідження основних положень інституційного підходу порівняно з системним, його перевагою можна назвати можливість обґрунтувати, уточнити, конкретизувати та доповнити структуру функцій ринку цінних паперів, а недоліком є те, що автономне його використання (без доповнення системним підходом), він виглядає однобічно спрямованим на організаційне, зокрема нормативно-правове, забезпечення здійснення операцій з цінними паперами.

Також у деяких наукових джерелах наголошується на важливості виділення таких специфічних функцій ринку цінних паперів: трансформаційної та інноваційної. Трансформаційна функція є важливою, оскільки дозволяє наблизити рівні потенційних інвестицій, які визначаються масштабами заощаджень на всіх рівнях (домогосподарств, підприємств і організацій, держави в цілому) – з одного боку, та до їх реального (фактичного)

рівня – з іншого [163, с. 46]. Конкретні способи трансформації визначаються специфікою інструментів ринку цінних паперів (акції, облигації), що використовуються. Її реалізація ринком цінних паперів поєднує в єдиний ланцюжок початкові (формування заощаджень) і кінцеві (здійснення інвестицій) ланки інвестиційного процесу. Що ж до інноваційної функції, то вона реалізується в результаті обігу на ринку цінних паперів найрізноманітніших корпорацій, які діють у різних секторах економіки. На основі оцінювання ступеня їх ефективності та перспективності формується відповідна система курсів їх цінних паперів. Передові підприємства отримують найвищу оцінку з боку учасників ринку, інвесторів, і таким чином мають можливість залучення додаткових інвестицій за рахунок нових випусків цінних паперів та їх розміщення на фінансових ринках [163, с. 47].

Як показав аналіз, в цілому існуючі підходи до класифікації функцій ринку цінних паперів помітно різняться за кількісним складом виділених функцій та, як наслідок, за змістом під час перетину низки позицій. Однак, у більшості випадків, такі відмінності пояснюються переважно рівнем узагальнення, обраним авторами. Спостерігається різне називання самих функцій різними авторами за умови однакового розуміння їх змісту. Найчастіше перелік функцій розширюється за рахунок деталізації механізмів або завдань, або напрямів регулювання, які реалізуються в межах загальної функції ринку, що аналізується. Чітких критеріїв розмежування функцій ринку цінних паперів у проаналізованих наукових роботах не сформульовано.

Якщо порівнювати наведені функції з функціями фінансового ринку, то можна зазначити такий недолік. Оскільки ринок цінних паперів є складовою фінансового ринку, то можна стверджувати про доцільність включення до переліку загальних функцій інтегруючої. Це вбачається доцільним, оскільки ринок цінних паперів поєднує елементи економічної системи в єдине ціле, розвиваючи систему горизонтальних і вертикальних зв'язків (підприємств, галузей, регіонів), у тому числі зовнішньоекономічних. Через встановлення таких поєднуючі зв'язків здійснюється доведення фінансових активів до споживача та отримання доходу вкладниками, що (за умов досягнення цілей і споживачем, і вкладником) приводить до формування довгострокового співробітництва між ними, створення конкурентних переваг фінансового характеру від такого співробітництва.

Для реалізації такої функції велике значення має фінансове посередництво, яке за найкоротший час може забезпечити пошук та встановлення зв'язку між продавцем та покупцем, а також мінімізацію пов'язаних із цим суспільних витрат.

Слід зазначити, що механізм реалізації функцій ринку цінних паперів в певних економічних умовах та на окремому ринку може відрізнятись у результаті впливу різноманітних факторів, наприклад, регіональних (рис. 1.3).



Рис. 1.3. Особливості формування і реалізації функцій ринку цінних паперів

Як показано на рис. 1.3, специфіка формування і реалізації функцій ринку цінних паперів на конкретному етапі розвитку, в першу чергу, залежить від функцій фондової політики держави та фінансового ринку, завдань ринку цінних паперів, а також вимог та цілей безпосередніх учасників ринку цінних паперів.

За той час, як Україна набрала самостійності, її економіка зазнала серйозних змін, пов'язаних зі зміною форм власності та формування ринкових відносин, що також вплинуло на виникнення та розвиток ринку цінних паперів у нашій країні.

Роль, яку відіграє держава у регулюванні та розвитку цього ринку, досить велика. Політика, яку веде держава стосовно фондового ринку (основної складової ринку цінних паперів), називається фондовою політикою, тобто діяльністю та застосування інструментів впливу у сфері випуску й обігу інвестиційних цінних паперів.

Фондова політика виконує такі функції:

управління, яке проявляється через нормотворчу діяльність та здійснення контролю;

участі, оскільки держава сама є учасником операцій з цінними паперами;

впливу, який пов'язаний з одностороннім встановленням державою правил поведінки на даному ринку та пріоритетів розвитку інвестиційних процесів;

регулювання, яке забезпечує оптимальний рівень впливу держави на фондовий ринок через вбудований у правовому полі інструментарій (наприклад, вимоги до емітентів).

Зміни у напрямках здійснення вказаних функцій фондової політики безпосередньо впливатимуть на особливості реалізації функцій ринку цінних паперів.

У свою чергу, фінансовий ринок виконує такі завдання: залучення капіталу; відновлення ліквідності випущених цінних паперів; встановлення цін фінансових ресурсів; інформування про фінансовий стан підприємств та ін. Головними його функціями є такі: регулююча, стимулююча, розподільча та інтегруюча.

Регулююча функція ринку забезпечує постійність зв'язків між різними галузями виробництва, попитом і споживанням, встановлення пропорцій в економіці та безперервність процесу відтворення. Через конкуренцію ринкові відносини активно впливають на рівень витрат та виробництво

будь-якого товару, науково-технічний прогрес, на задоволення платоспроможного попиту населення. Внаслідок дії закону вартості, закону попиту та пропозиції, інших законів ринкової економіки індивідуальна праця зводиться до суспільно необхідної та визначення цінності товару. Без конкуренції, еквівалентного обміну вартість не може бути визначена. Цей механізм сприяє вирівнюванню прибутків підприємців різних галузей виробництва, утворенню середньої норми прибутку, що досягається через перелив капіталів між галузями. Останнє, в свою чергу, є регулятором пропозиції в економіці, а досягнуті прибутки – потенційним джерелом вкладення в цінні папери, з одного боку, а також індикатором підвищення ринкової вартості підприємства і, як наслідок, його фінансових інструментів.

У зв'язку з тим, що створена споживна вартість перетворюється на товар лише після визнання її суспільством (після продажу), можна зробити висновок, що споживач здійснює контроль над виробником. Якщо цього немає, то в суспільстві принижується роль ринку як регулятора, що призводить до наростання диспропорцій між попитом і пропозицією товарів, виникнення дефіциту як загальноекономічного явища.

При цьому, визначаючи важливість регулюючої функції фінансового ринку, не можна її абсолютувати, бо у сучасних розвинених ринкових системах цей ринок регулюється також державою і товаровиробниками. А це означає, що методи регулювання можуть бути також державними і недержавними. До перших належать: економічні важелі – кредити, податки, ціни, які встановлює держава; адміністративні важелі – державне замовлення, державні програми, правила укладання господарських договорів. До других належать різні угоди між товаровиробниками про ринки збуту, ціни, квоти, фінансові операції, засоби розрахунків тощо. Все це накладає певний відбиток на реалізацію ринком цінних паперів як загально ринкових, так і специфічних функцій.

Стимулююча функція фінансового ринку полягає в тому, що вона сприяє заохоченню тих, хто найбільш раціонально використовує фактори виробництва та фінансові інструменти для одержання найкращих кінцевих результатів, застосовуючи найновіші досягнення науки, техніки, організації, стимулювання праці та управління. Якщо суб'єкти господарювання не прагнуть до постійного підвищення ефективності виробництва, їхні індивідуальні витрати виробництва будуть вищими, ніж суспільно необхідні, то вони будуть не конкурентоспроможними і стануть банкрутами. А це означає, що фінансовий ринок виконує і таку функцію, як **розподільча**.

У конкурентному середовищі ринкова ціна диференціює доходи товаровиробників. Для успішних створюються умови для подальшого розвитку і процвітання, а для кризових постає питання про їх існування. Відповідно відбувається і соціальне розшарування учасників фінансових відносин за доходами, а також, за можливостями користування певними фінансовими інструментами, зокрема тими, що обертаються на ринку цінних паперів.

Також фінансовий ринок поєднує економіку в єдине ціле, розвиваючи систему горизонтальних і вертикальних зв'язків (підприємств, галузей, регіонів), у тому числі зовнішньоекономічних. У цьому виявляється його **інтегруюча функція**. Будучи за своєю природою інтернаціональним, фінансовий ринок сприяє проникненню товарів у різні країни світу. Обмін товарами та розрахунки між країнами здійснюється за світовими цінами. Під час вибору форми розрахунків чи вкладення в цінні папери нерезидентами суттєве значення має діюча фондова та податкова політика.

За таких обставин можуть коригуватися заходи з виконання завдань ринку цінних паперів щодо забезпечення умов для залучення інвестицій на підприємства та доступу підприємств до більш дешевого, порівняно з банківськими кредитами, капіталу. Ефективність виконання таких завдань залежатиме від інвестиційної привабливості і рівня розвитку ринку цінних паперів та розвитку альтернативних джерел поповнення ресурсів.

Також важливим фактором формування і реалізації функцій цінних паперів виступають вимоги та цілі безпосередніх учасників ринку цінних паперів (фізичних і юридичних осіб). До комерційних відносяться бажання отримати додаткові прибутки, забезпечити платоспроможність, підвищити ринкову вартість бізнесу тощо. А до некомерційних формування позитивного іміджу та освоєння новітніх технологій на ринку цінних паперів з подальшою метою виходу на світовий простір фінансових відносин. На формування цих цілей та вимог впливають специфіка інфраструктури ринку цінних паперів, залежно від умов його функціонування, та рівень розвитку самого бізнесу.

Таким чином, на основі проведеного аналізу основних і специфічних функцій та механізму функціонування ринку цінних паперів слід зробити такі висновки.

По-перше, деякими авторами ототожнюються поняття "фінансовий ринок" і "ринок позикових капіталів". На погляд авторів, це не зовсім точно, якщо поняття "фінансовий ринок" розглядається в широкому значенні

слова. Як відомо, позиковий капітал є особливою формою капіталу, а саме – грошовим капіталом, що надається його власником – кредитором у позику позичальнику на умовах поворотності і платності (у вигляді відсотків). У цьому контексті, дійсно, ринок позикових капіталів, на якому акумулюються і обертаються грошові кошти, є важливим елементом ринку фінансових ресурсів (фінансового ринку), за допомогою якого корпорації знаходять джерела фінансування своєї діяльності. Разом із тим у структурі фінансового ринку, на погляд авторів, є видимими такі елементи, які до ринку позикових капіталів прямого відношення не мають, хоча і пов'язані з ним непрямым чином. Іншими словами, на фінансовому ринку в широкому значенні слова акумулюються і перерозподіляються не тільки грошові капітали, що надаються в позику, але також капітали, рух яких здійснюється за дещо іншими законами. Зокрема, це можна стверджувати відносно обігу акцій, держателі яких (як перші, так і подальші) ніяких позик у строгому значенні цього слова нікому (в даному прикладі – акціонерним суспільствам – емітентам) не надають, тобто фінансові взаємостосунки в останньому випадку не вкладаються у форму позикової операції. Разом із тим жодною мірою не можна заперечувати наявності тісного зв'язку і переплетення між всіма структурними елементами фінансового ринку.

По-друге, як уже згадувалося, в економічній літературі інколи отождожуються поняття "ринок цінних паперів" і "фондовий ринок", інші ж дослідники, навпаки, бачать між ними деякі відмінності. Автори вважають, що диференціація цих понять, дійсно, може мати сенс, якщо як основа для цього прийняти економічний зміст, характер інструментів, які обертаються на цих ринках з погляду їх участі в інвестиційному процесі. Слід погодитися з думкою А. Приступко [121], що фондовий ринок і ринок цінних паперів, попри всю взаємозалежність та взаємообумовленість, не є тотожними категоріями. З одного боку, ринок цінних паперів – більш широке і ємне явище, оскільки включає в себе практично все розмаїття паперів, що емітуються в рамках тієї чи іншої економіки, з іншого боку, фондовий ринок – це високоорганізована фінансово-правова система (полігон), завдяки якій ті чи інші цінні папери набувають суспільного визнання і, демонструючи перманентно зростаючу вартість, стають, таким чином, важливим різновидом фінансового капіталу.

Насправді, ринок цінних паперів сам по собі досить неоднорідний, тому доцільно виділення в його складі окремі сегменти (сектори):

ринок акцій і облігацій (фондовий ринок);

ринок товарних цінних паперів (товарні векселі, коносаменти);
ринок грошових цінних паперів (чеки, фінансові векселі).

Таким чином, у тій частині, в якій ринок цінних паперів ґрунтується на грошах як на капіталі, він є фондовим ринком і в цій своїй якості є складовою частиною фінансового ринку. Фондовий ринок – це фінансово-правова система, у рамках якої здійснюється обіг середньо- та довгострокових цінних паперів і ліквідних деривативів (похідних фінансових інструментів), здійснюються андеррайтингові послуги і, таким чином, відбувається оперативний і масштабний перерозподіл фінансового капіталу та нарощується його інвестиційний ресурс [121]. Фондовий ринок утворює значущу частину ринку цінних паперів. Частина ринку цінних паперів, що залишилася, через свої порівняно невеликі розміри не отримала спеціальної назви, тому нерідко поняття ринку цінних паперів і фондового ринку вважають синонімами. Представляється коректним підтримати в цьому контексті дослідників, які називають цю частину ринку цінних паперів ринком грошових і товарних цінних паперів, або ринком інших цінних паперів.

Так, уживання терміна "фондовий ринок" найбільш прийнятне у тому випадку, коли розглядається його інвестиційний аспект, що, власне, і простежується в економічній літературі останніх роки.

По-третє, у ході розгляду структури фінансового ринку як його невід'ємний елемент необхідно виділяти ринок цінних паперів. Фактично всі автори, як можна було спостерігати, розглядають ринок цінних паперів як елемент, складову частину системи більш високого порядку – фінансового ринку. Разом із тим на даному етапі розвитку економіки, очевидно, неповно виглядає формула, згідно з якою фінансовий ринок включає грошовий ринок і ринок капіталів, оскільки відображає одну зі сторін класифікації інструментів ринку цінних паперів – за строком залучення інвестиційного капіталу.

Отже, механізм функціонування ринку цінних паперів обумовлений його структурою та функціями. Доведено, що специфіка формування і реалізації функцій ринку цінних паперів на конкретному етапі розвитку, в першу чергу, залежить від функцій фондової політики держави та фінансового ринку, завдань ринку цінних паперів, а також вимог та цілей безпосередніх учасників ринку цінних паперів. Дослідження взаємозв'язку вказаних факторів показує їх сильну залежність від встановлених

законодавчих аспектів регулювання процесу здійснення операцій на цьому ринку, що й потребує подальшого аналізу.

1.2. Нормативно-правові засади фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів

Як показує світовий досвід, ефективне функціонування ринку цінних паперів неможливе без регулюючої та контролюючої діяльності державних органів. В умовах становлення ринку цінних паперів функціонування подібних структур має велике значення.

Обіг фінансових активів, у тому числі й у формі цінних паперів, потребує належного контролю з боку держави, адже в умовах безконтрольності зловживання з фінансовими ресурсами здатні скласти загрозу економічній безпеці всього суспільства, породжувати кризові явища в економіці, завдавати великих втрат державі та її громадянам.

Створювана державою система регулювання ринку цінних паперів є головним інструментом державної фінансової політики, серед основних завдань якої є нормативна політика.

На світовому ринку існує дві основні моделі організації ринку цінних паперів. Одна з них передбачає перевагу на ринку комерційних банків (Німеччина, Японія, Франція). Інша передбачає активну роль як банківських установ, так і небанківських фінансово-кредитних інститутів (США, Великобританія). У тих країнах, де на ринку переважає обмежена кількість комерційних банків, їх діяльність контролюється національним банком та іншими державними агенціями, державне регулювання більш жорстке.

Як уже зазначалося, механізм функціонування ринку цінних паперів безпосередньо залежить від нормативно-правової бази, що його регулює.

Функціонування ринку цінних паперів в Україні регламентується рядом нормативних актів, серед яких Закони України "Про цінні папери та фондовий ринок" [125], "Про господарські товариства", "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" [124], "Про депозитарну систему в Україні" [124], "Про приватизацію державного майна", "Про особливості приватизації майна в агропромисловому комплексі" та іншими чинними законодавчими та нормативними актами.

Правовою базою функціонування ринку цінних паперів є законодавчі акти загальної та спеціальної дії (рис. 1.4).



Рис. 1.4. Правова база функціонування ринку цінних паперів в Україні

Організаційне забезпечення діяльності учасників на ринку цінних паперів регламентується у Законі України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні". Зокрема встановлено, що основним органом,

який здійснюють державне регулювання цього ринку є Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

Згідно з Положенням про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) її основними завданнями є [117]:

формування та забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо розвитку і функціонування ринку цінних паперів та похідних (деривативів) в Україні, сприяння адаптації національного ринку цінних паперів до міжнародних стандартів;

здійснення державного регулювання та контролю за емісією і обігом цінних паперів та похідних (деривативів) на території України;

координація діяльності державних органів із питань функціонування в Україні ринку цінних паперів та похідних (деривативів);

захист прав інвесторів шляхом здійснення заходів щодо запобігання і припинення порушень законодавства на ринку цінних паперів та законодавства про акціонерні товариства, застосування санкцій за порушення законодавства у межах своїх повноважень;

сприяння розвитку ринку цінних паперів та похідних (деривативів);

узагальнення практики застосування законодавства України з питань емісії (випуску) та обігу цінних паперів в Україні, розроблення пропозицій щодо його вдосконалення;

здійснення державного регулювання та контролю у сфері спільного інвестування;

здійснення у межах компетенції державного регулювання та контролю у сфері накопичувального пенсійного забезпечення;

здійснення у межах компетенції заходів щодо запобігання і протидії корупції;

здійснення у межах компетенції державного регулювання і нагляду у сфері запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму;

здійснення у межах повноважень, визначених законодавством, нагляду на консолідованій та субконсолідованій основі за небанківськими фінансовими групами та їх підгрупами.

При НКЦПФР створюється Консультаційно-експертна рада, яка розробляє рекомендації щодо політики на ринку цінних паперів, бере участь у підготовці та обговоренні проектів актів законодавства, які розробляються та розглядаються НКЦПФР. Склад цієї структури та положення про неї затверджуються НКЦПФР.

Інші державні органи здійснюють контроль за діяльністю учасників ринку цінних паперів у межах своїх повноважень, визначених чинним законодавством [123]. Також зазначено, що з метою координації діяльності державних органів з питань функціонування ринку цінних паперів створюється Координаційна рада, до складу Координаційної ради входять керівники державних органів, що у межах своєї компетенції здійснюють контроль або інші функції управління щодо фондового ринку та інвестиційної діяльності в Україні.

Очолює Координаційну раду Голова Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Склад та Положення про Координаційну раду затверджуються Президентом України за поданням Голови Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

В цілому органами державного регулювання фондового ринку є: Президент України, Верховна Рада та Кабінет Міністрів, які здійснюють законодавче формування і забезпечення реалізації єдиної державної політики розвитку та функціонування ринку цінних паперів, сприяють адаптації національного ринку цінних паперів до міжнародних стандартів; Фонд державного майна, забезпечує захист майнових прав громадян України, здійснення прав розпорядження майном державних підприємств у процесі приватизації, сприяння процесу демонополізації економіки і створення умов для конкуренції виробництва; Антимонопольний комітет здійснює державний контроль за виконанням антимонопольного законодавства та захист законних інтересів підприємців та споживачів; Міністерство фінансів розробляє основні напрями державної політики, складає та забезпечує виконання державного бюджету, концентрує фінансові ресурси на пріоритетних напрямках розвитку, удосконалює фінансовий механізм та методи фінансового і бюджетного планування.

Певні державні гарантії правової основи розвитку ринку цінних паперів містяться у ст. 15 Закону [199], де прописано, що посадові особи Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за невиконання або неналежне виконання посадових обов'язків несуть відповідальність у порядку, визначеному законодавством України.

Шкода, заподіяна учасникам ринку цінних паперів неправомірними діями Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку під час здійснення контрольних та розпорядчих повноважень, підлягає відшкодуванню в повному обсязі за рахунок держави відповідно до чинного законодавства.

Позитивним напрямом у сфері державного регулювання ринку цінних паперів є виявлення недоліків існуючого правового поля з цього питання та внесення відповідних змін, які є реакцією на сучасні вимоги учасників ринку, зокрема міжнародних.

Так, 27 травня 2011 року був оприлюднений Закон України "Про внесення змін до Закону України "Про цінні папери та фондовий ринок" щодо розкриття інформації на фондовому ринку" від 21 квітня 2011 року [125]. Закон набув чинності 28 листопада 2011 року.

Зокрема, зміни стосувались можливості реєстрації емітентом цінних паперів (крім пайових) базового проспекту емісії під час здійснення відкритого (публічного) розміщення.

Як очікується, це дозволить емітенту спростити процес реєстрації наступних проспектів емісії, якщо емітент планує неодноразово здійснювати розміщення цінних паперів. Здійснивши реєстрацію базового проспекту емісії, що включає інформацію про емітента та іншу інформацію, яка не буде змінюватися з часом, емітент надає для реєстрації наступних випусків цінних паперів проспект емісії, який складається лише з інформації про цінні папери, емісію яких планується здійснити, а також інформації, яка не увійшла в базовий проспект.

Законом також введено вимогу реєстрації проспекту емісії та змін до проспекту емісії у разі закритого (приватного) розміщення цінних паперів. При цьому емітент не оприлюднює зареєстрований проспект емісії цінних паперів, а лише надає його особам, які є учасниками такого розміщення згідно з відповідним рішенням емітента. Крім того, цей закон усуває технічні недоліки системи розкриття інформації емітентами цінних паперів.

Також цікавим з огляду на предмет дослідження є аналіз особливостей оподаткування операцій на фондовому ринку та переваг і недоліків інструментарію податкового регулювання в цій сфері, що прописаний у Податковому кодексі України.

Створення ефективно діючих товарних та фінансових ринків є найважливішими завданнями реформування економіки країни.

Будь-які масштабні економічні перетворення залишаться незавершеними без створення конкурентоспроможного фінансового сектору, здатного мобілізувати, перерозподіляти та надавати реформованій економіці інвестиційні ресурси. Тому розвиток ринку цінних паперів як невід'ємної частини фінансового ринку та важливого елемента національної

економіки набуває першочергового значення. У зв'язку з цим, виникає необхідність більш дієвого механізму функціонування ринку цінних паперів, стимулювання його всебічного розвитку, підвищення його ролі в інвестиційно-інноваційному розвитку виробництва.

Умови оподаткування у сфері випуску та обігу цінних паперів регламентуються законодавством України, в тому числі і Податковим кодексом [115].

Проте у кодексі [115] не передбачено визначення терміна "цінні папери", натомість виникає питання щодо того, яким законодавчим актом керуватися під час його визначення. Так, згідно зі ст. 194 Цивільного кодексу [167] та ст. 3 Закону України "Про цінні папери та фондовий ринок" [131], цінним папером є документ встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчує грошове або інше майнове право і визначає взаємовідносини між особою, яка його розмістила (видала), і власником та передбачає виконання зобов'язань згідно з умовами його розміщення, а також можливість передачі прав, що впливають з цього документа, іншим особам.

Забезпечення розвитку ринку цінних паперів неможливе без удосконалення податкового законодавства, яке в сучасних умовах перебуває у стадії реформування. Обіг цінних паперів тією чи іншою мірою пов'язаний з такими податками, як податок на прибуток підприємства, податок на доходи фізичних осіб, а також податок на додану вартість.

Далі виявляється доцільним представити більш детально особливості оподаткування доходів від операцій з цінними паперами. На фондовому ринку брокерська діяльність провадиться в рамках цивільно-правових договорів комісії чи договорів доручення. Досить часто виникають питання про звичайні ціни та пов'язані особи у ході операцій купівлі-продажу цінних паперів через торговця за ціною, нижчою за номінальну вартість. Оскільки предметом цих договорів є цінні папери, то для цих операцій п. 153.8 ст. 153 Податкового кодексу [115] встановлено окремий порядок оподаткування. Цей порядок полягає у такому.

Платник податку відповідно до абз. 3 п. 153.8 ст. 153 Податкового кодексу України [115] веде відокремлений облік фінансових результатів операцій з цінними паперами в аспекті окремих видів цінних паперів та інших, ніж цінні папери, корпоративних прав (рис. 1.5, 1.6) [51, с. 412], у тому числі окремий облік операцій з цінними паперами, придбаними під час їх розміщення, повторного продажу емітентом чи в результаті здійснення внеску до статутного капіталу.

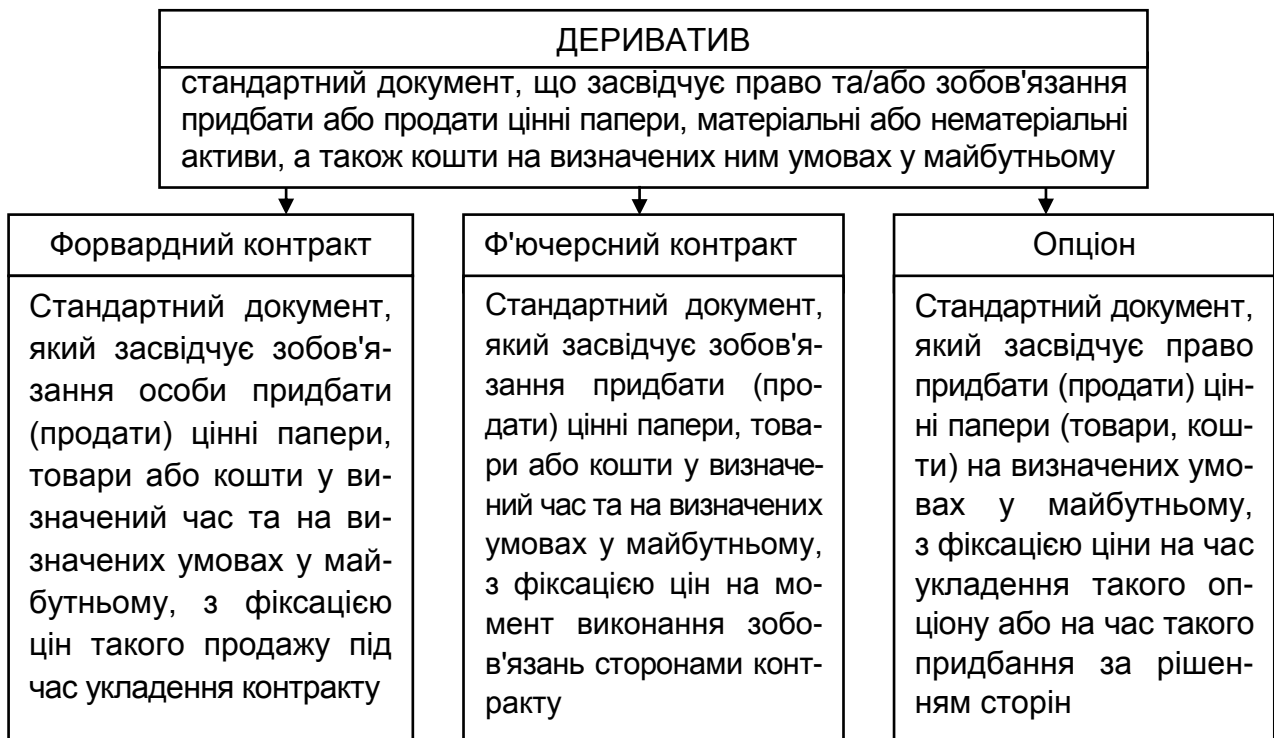


Рис. 1.5. Види деривативів

У ході цього слід акцентувати увагу на тому, що в Україні облік операцій з акціями ведеться разом з іншими, ніж цінні папери, корпоративними правами.

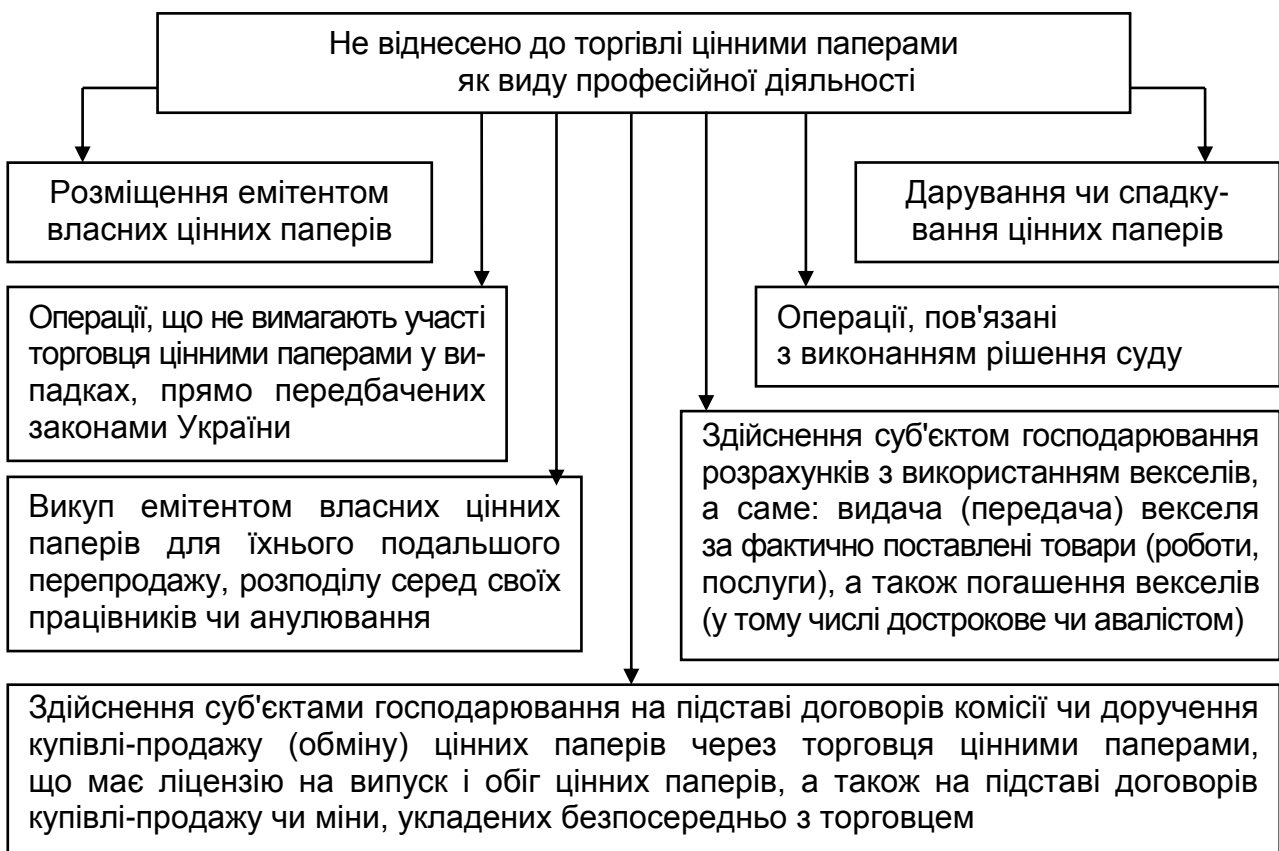


Рис. 1.6. Операції, які не віднесені до торгівлі цінними паперами як виду професійної діяльності

У табл. 1.1 (складено на основі Податкового кодексу України [115]) подано основні характеристики статусу платника податків, а також особливості оподаткування операцій з цінними паперами, що закріплені у чинному законодавстві.

Якщо протягом звітного періоду витрати на придбання кожного з окремих видів цінних паперів, а також деривативів, понесені (нараховані) платником податку, перевищують доходи, отримані (нараховані) від продажу (відчуження) цінних паперів або деривативів такого ж виду протягом такого звітного періоду, від'ємний фінансовий результат переноситься на зменшення фінансових результатів від операцій з цінними паперами або деривативами такого ж виду майбутніх звітних періодів [51, с. 410].

Таблиця 1.1

Основні характеристика статусу платника податків

Статус платника податку	Норма ПКУ	База оподаткування	Ставка податку
1	2	3	4
Податок на прибуток підприємств			
Юридичні особи-резиденти	абз. 1 п. 153. 8	Доходи, сума коштів або вартість майна, отримана (нарахована) платником податку від продажу, обміну, викупу емітентом, погашення або інших способів відчуження цінних паперів, або інших, ніж цінні папери, корпоративних прав, а також вартість будь-яких матеріальних цінностей чи нематеріальних активів, які передаються платнику податку в зв'язку з таким продажем, обміном, викупом емітентом, погашенням або відчуженням. До складу доходів включається також сума будь-якої заборгованості платника податку, яка погашається у зв'язку з таким продажем, обміном або відчуженням	З 01.04.2010 р. по 31.12.2011 р. – 23 % З 01.01.2011 р. по 31.12.2012 р. – 21 % З 01.01.2012 р. по 31.12.2013 р. – 19 % З 01.01.2013 р. – 16 %
Юридичні особи-нерезиденти	п. 160. 1	Будь-які доходи, отримані нерезидентом із джерелом її походження з України, а саме прибуток від здійснення операцій із торгівлі цінними паперами, деривативами або іншими корпоративними правами	15 %

1	2	3	4
	п. 160. 3	Прибутки нерезидентів, отримані у вигляді доходів від безпроцентних (дисконтних) облігацій чи казначейських зобов'язань, при чому базою оподаткування є прибуток, який розраховується як різниця між номінальною вартістю безпроцентних (дисконтних) цінних паперів, сплаченою або нарахованою їх емітентом, та ціною їх придбання на первинному чи вторинному фондовому ринках	3 01.01.2011 р. по 31.12.2012 р. – 19 % 3 01.01.2013 р. – 16 %
Податок на доходи фізичних осіб			
Фізичні особи-резиденти	п. 164.2.9	Базою оподаткування виступає інвестиційний прибуток від проведення платником податку операцій з цінними паперами, деривативами та корпоративними правами, випущеними в інших, ніж цінні папери, формах	15 % 17 %
	п. 167. 2	Дохід, нарахований як дохід за іпотечними цінними паперами (іпотечними облігаціями та сертифікатами) відповідно до закону	5 %
Фізичні особи-нерезиденти	п. 163. 2	Дохід із джерелом його походження в Україні	15 % 17 %

У такому разі, якщо платник податку виступає інвестором під час первинного розміщення цінних паперів або подальшого продажу власних акцій емітентом, або у разі внесення коштів до статутного капіталу емітента, то витрати, сплачені (нараховані) таким платником податку емітенту таких цінних паперів, визнаються витратами того звітного періоду, в якому визнано доходи від відчуження таких цінних паперів [114].

Відповідно до пп. 153. 4. 1 та пп. 153. 4. 2 п. 153. 4 ст. 153 [115] не включаються в дохід та не входять до складу витрат, а отже, і не підлягають оподаткуванню розміщення або подальшого продажу боргових цінних паперів.

Згідно з пп. 153. 4. 3 п. 153. 4 ст. 153 кодексу [115] за борговими цінними паперами, емітованими платником податку, суми процентів включаються до складу його витрат у податковий період, протягом якого була здійснена або мала бути здійснена виплата таких процентів. У разі розміщення платником податку боргових цінних паперів вище/нижче номінальної вартості, прибуток/збиток від їх розміщення відноситься до складу його доходів/витрат у податковий період, протягом якого відбулося погашення/викуп таких цінних паперів.

Первинними документами для підтвердження доходів і витрат за операціями з цінними паперами та деривативами (похідними інструментами) можуть бути:

для торговців цінними паперами – учасників фондової біржі – біржовий звіт за звітний період;

для платників податку – клієнтів торговців цінними паперами – учасників фондової біржі – звіт торговця цінними паперами, який формується на підставі біржового звіту та договору з таким торговцем.

Виділена норма дозволить клієнтам торговця цінними паперами оперативно отримувати звіт про свої доходи та витрати у зручній для них формі. Крім цього, торговці автоматично вважаються податковим агентом для своїх клієнтів, тобто всі турботи про звітність за отриманими доходами клієнта лягають на плечі брокера [8].

П. 196.1 ст. 196 [115] наголошує на тому, що не є об'єктом оподаткування операції з випуску (емісії), розміщення у будь-які форми управління та продажу (погашення, викупу) за кошти цінних паперів, що випущені в обіг (емітовані) суб'єктами підприємницької діяльності, Національним банком України, Міністерством фінансів України, органами місцевого самоврядування відповідно до закону, включаючи інвестиційні та іпотечні сертифікати, сертифікати фонду операцій з нерухомістю, деривативи, а також корпоративні права, виражені в інших, ніж цінні папери, формах; обміну зазначених цінних паперів та корпоративних прав, виражених в інших, ніж цінні папери, формах, на інші цінні папери; розрахунково-клірингової, реєстраторської та депозитарної діяльності на ринку цінних паперів, а також діяльності з управління активами (у тому числі пенсійними активами, фондами банківського управління), відповідно до закону та інших видів професійної діяльності на фондовому ринку, які підлягають ліцензуванню відповідно до закону.

Не підлягають звільненню від оподаткування операції з надання благодійної допомоги у вигляді цінних паперів.

З наведеного можна зробити висновок, що оскільки законом визначено, що не є об'єктом оподаткування продаж цінних паперів за кошти, обмін цінних паперів на інші цінні папери, то обмін цінних паперів на товар є бартерною операцією, яка підлягає обкладанню податком на додану вартість.

Оподаткування доходів, одержуваних громадянами у вигляді інвестиційного прибутку, врегульовано пп. 170.2.1. п. 170. 2 ст. 170 [115]. Облік загального фінансового результату операцій з інвестиційними активами ведеться платником податку самостійно, окремо від інших доходів і витрат.

Загальний фінансовий результат операцій з інвестиційними активами визначається як сума інвестиційних прибутків, отриманих платником податку протягом звітного (податкового) року, зменшена на суму інвестиційних збитків, понесених платником податку протягом такого року.

Інвестиційний прибуток за операціями з цінними паперами чи деривативами визначається самим платником податків. У ході цього платник податку визначає інвестиційний прибуток за операціями з цінними паперами чи деривативами, що перебувають в обігу на організованому ринку цінних паперів, окремо від інвестиційного прибутку за операціями з цінними паперами чи деривативами, що не перебувають в обігу на такому ринку.

Інвестиційний прибуток розраховується як додатна різниця між доходом, отриманим платником податку від продажу окремого інвестиційного активу, і його вартістю, що розраховується виходячи із суми витрат, понесених у зв'язку з придбанням такого активу.

Платник податку, який проводить операції з інвестиційними активами з використанням послуг професійного торговця цінними паперами, включаючи банк, має право укласти договір із таким торговцем про виконання ним функцій податкового агента.

При цьому такий платник податків звільняється від обов'язку сплати податку з отриманого інвестиційного прибутку та від подачі податкової декларації.

Варто враховувати, що під час здійснення операцій з інвестиційними активами податок згідно з п. 170. 2 ст. 170 [115] стягується у випадку, якщо між продавцем та покупцем (торговцем цінними паперами) укладений договір про виконання ним функцій податкового агента.

Таким чином, проаналізувавши наведені норми, можна спостерігати, що прийнятий кодекс сприяє активізації діяльності учасників ринку цінних паперів. Перш за все, це стосується фізичних осіб, особливо нерезидентів, оподаткування доходу яких прирівнюється до оподаткування доходів резидентів.

Разом із тим фактичне впровадження податкових новацій не є вирішенням усіх існуючих проблем, досі багато питань щодо оподаткування операцій з цінними паперами залишаються невирішеними, тобто податкове законодавство потребує подальшого вдосконалення.

Узагальнюючи зазначене з огляду на необхідність удосконалення організаційних аспектів розвитку ринку цінних паперів, уточнено елементи та умови реалізації процесу фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів, що зображено на рис. 1.7.



Рис. 1.7. Місце фінансового забезпечення в системі функціонування ринку цінних паперів

У цілому дослідження організаційно-правового забезпечення функціонування ринку цінних паперів в Україні слід зазначити, що його розвиток відбувається за кількома напрямками, які передбачають: формування цінних паперів з новими властивостями та реквізитами; розвиток вторинного ринку; вдосконалення процедури та документального супроводу обігу цінних паперів; раціональний розподіл функцій між учасниками ринку цінних паперів; забезпечення конкурентного середовища; створення оптимальної інфраструктури; впорядкування обліку та звітності на підставі репродукування стандартів світового ринку цінних паперів; спрощення процесу оформлення документів на всіх стадіях емісії та обігу цінних паперів; впровадження електронних інформаційних систем; зниження ризику інвестицій у цінні папери; запобігання порушенням правил і норм; узгодження фондового законодавства з іншими (суміжними) державними актами, зокрема господарськими та податковими.

Перешкодами такому розвитку залишаються:

кризові явища (на світовому, мікро-, мезо-, макрорівнях), саме вони, з одного боку, послаблюють фінансовий потенціал як потенційних інвесторів, так і об'єктів інвестування, а з іншого, – посилюють недовіру до цінних паперів та операцій з ними в наслідок невизначеності;

інформаційні та комунікативні перешкоди, які ускладнюють прискорення проведення операцій на ринку цінних паперів та сам доступ до інформації на ньому;

суб'єктивні фактори (криза довіри, консерватизм тощо) в Україні ще відіграють значну роль. Це стосується і підприємств, які не бажають ризикувати, проводячи такі операції, так і населення, які в період масштабної приватизації отримали в багатьох випадках негативний досвід володіння цінними паперами промислових підприємств;

неефективність державної фінансової політики стримує іноземні та вітчизняні інвестиції, зокрема ті, які реалізуються через інструменти ринку цінних паперів;

низька конкурентоспроможність та інвестиційна привабливість – про таку проблему доцільно говорити і на мікро- і на макрорівні.

Так, створюючи певні законодавчі умови держава може формувати конкурентні переваги стосовно проведення операцій з цінними паперами (зокрема у певних галузях), у той час, як недостатня привабливість підприємств для інвесторів є стримуючим фактором, оскільки не забезпечує високу дохідність цінних паперів.

Найбільш складними і актуальними питаннями серед вимог до учасників ринку цінних паперів є ті, що стосуються професійних учасників фондового ринку.

Так, Президентом України було підписано Закон "Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення вимог до професійних учасників фондового ринку" № 2393-VI [51]. Цим Законом внесено зміни до цілої низки законодавчих актів, серед яких: Закон України "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні" [129], Закон України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" [128], Закон України "Про недержавне пенсійне забезпечення" [130] та Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" [131].

На рис. 1.8 наведено особливості встановлення вимог до професійних учасників фондового ринку.



Рис. 1.8. **Вимоги до професійних учасників фондового ринку**

Аналіз організаційно-правового забезпечення в цьому контексті дозволив виділити такі групи вимог: до мінімального розміру статутного капіталу,

до співвідношення власного та статутного капіталу, до звітності та, зокрема, до переліку подання адміністративних даних та інформації основними учасниками фондового ринку.

З прийняттям змін до фондового законодавства суттєвого збільшення набула величина мінімального розміру статутного капіталу (фонду) основних учасників фондового ринку.

Порівняльна характеристика цих розмірів у старому та новому законодавстві наведена у табл. 1.2.

Таблиця 1.2

Порівняльна характеристика мінімальних розмірів статутного капіталу основних учасників фондового ринку

Учасник фондового ринку	Мінімальний розмір статутного капіталу	
	до прийняття змін	закон 2393-VI [123]
Торговці цінними паперами:		
• дилерська діяльність	120 тис. грн	500 тис. грн
• брокерська діяльність	300 тис. грн	1 млн грн
• діяльність з управління цінними паперами	300 тис. грн	7 млн грн
• андеррайтинг	600 тис. грн	7 млн грн
Зберігач цінних паперів	1 млн грн	7 млн грн
Реєстратор	60 тис. грн	100 тис. грн
Депозитарій	2 млн грн	15 млн грн
Кліринговий депозитарій	3,5 млн грн	25 млн грн
Компанія з управління активами	300 тис. євро	7 млн грн
Фондова біржа	3 млн грн	15 млн грн
Фондова біржа, яка здійснює кліринг та розрахунки	6 млн грн	25 млн грн

Отже, законодавчі вимоги до мінімальних розмірів статутного капіталу професійних учасників фондового ринку стали більш жорсткими, що спрямовано на посилення фінансової дієздатності самих учасників та захищеності тих, хто користується їх послугами.

З метою визначення напрямів розвитку ринку цінних паперів поряд з нормативно-правовим забезпеченням слід розглянути теоретичні основи формування фінансового забезпечення його функціонування.

Аналіз теорії фінансового управління та, зокрема, розвитку ринку цінних паперів показав, що окремому визначенню поняття фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів не було приділено уваги, що доводить актуальність цього питання. Система фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів має власний понятійний апарат, в якому головними є такі поняття: "фінансове забезпечення" та "функціонування".

Дослідженню поняття "фінансового забезпечення" присвячено чимало наукових праць. Але в економічній літературі немає єдиного підходу щодо його визначення (табл. Б.1 додатка Б).

Думки науковців розходяться у процесі виокремлення елементів і форм фінансового забезпечення. Можна виділити відповідні ключові ознаки тлумачення сутності поняття "фінансове забезпечення":

функція інвестування через фінансові форми;

елемент фінансового механізму;

основний метод фінансового впливу на розвиток ринку цінних паперів через систему фінансування;

сукупність економічних відносин (система фінансових відносин), що діють через сукупність форм і методів створення, мобілізації і використання фондів фінансових ресурсів;

процес організації фінансування на основі відповідної системи фінансування;

процес реалізації безперервного характеру відтворювальних процесів за рахунок власних та залучених фінансових ресурсів.

Тобто виокремлюються вузький та широкий підходи під час визначення змісту досліджуваного поняття.

Розгляд фінансового забезпечення через фінансові відносини автори вважають більш широким підходом, комплексним, оскільки саме система таких відносин стосовно ринку цінних паперів відобразить економічні зв'язки, взаємодію та відносини у грошовій формі.

Як було вказано, також додаткового дослідження потребує процес функціонування. Згідно з визначенням Великого тлумачного словника української мови одним із значень терміна "функція" є "напрям діяльності відповідно до призначення якої-небудь організації, установи" [3, с. 1 436]. У цьому ж словникові термін "функціонувати" розглядається як "виконувати свої функції, бути в дії, робити" [3, с. 1 435]. У теорії антикризового управління функціонування вказує на те, що розвиток системи тісно

пов'язаний з процесом її функціонування, який включає підтримку життєдіяльності, збереження функцій, що визначає цілісність організації, якісну визначеність, суттєві характеристики [156, с. 19].

Отже, головним у ході розгляду процесу функціонування стає певний набір функцій досліджуваного об'єкта.

Таким чином, шляхом узагальнення значень понять "фінансове забезпечення" та "функціонування" з урахуванням специфіки досліджуваного ринку сформовано визначення фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів (рис. 1.9).



Рис. 1.9. Схема узагальнення визначення поняття "фінансове забезпечення функціонування ринку цінних паперів"

На практиці процес фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів реалізується за допомогою основних елементів системи фінансового забезпечення. Основними складовими системи такого забезпечення є такі (див. рис. 1.9):

- об'єкти ринку цінних паперів;
- фінансові методи;
- фінансові важелі впливу.

До інструментів ринку цінних паперів відносяться, перш за все, цінні папери (види та сутність яких докладно розглянуті у підрозділі 1.3 наукового видання). Фінансові методи слід розглядати як способи формування та використання фондів грошових коштів. У їх структурі особливе місце займає фінансове регулювання, яке, в першу чергу, відбувається через податкові важелі. Фінансові важелі впливу – це такі фінансові засоби (податки, обов'язкові платежі, норми використання коштів у державних установах,

відсотки за депозитами, кредитами, законодавчо встановлені фінансові вимоги до професійних учасників фондового ринку тощо), через які можна впливати на процеси формування фінансових ресурсів та прийняття фізичними та юридичними особами рішень щодо участі в інвестуванні у цінні папери.

Взагалі, відмінність визначення полягає у комплексності розгляду фінансових методів, інструментів та важелів впливу в процесі створення умов для ефективного виконання ринком цінних паперів своїх функцій з метою реалізації процесу інвестування (рис. 1.10).

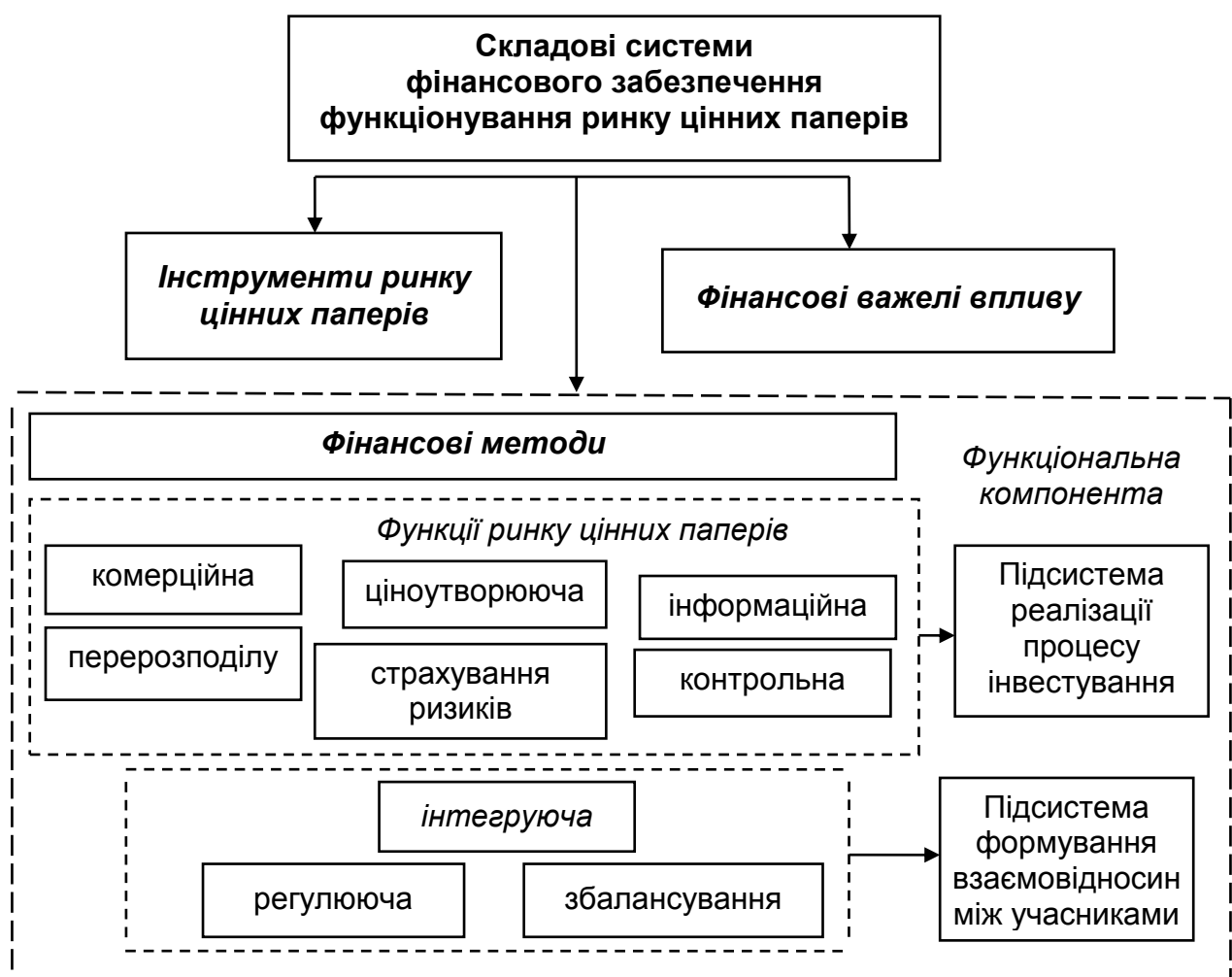


Рис. 1.10. Структура фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів

Конкретний рівень ефективності фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів залежить від таких основних факторів впливу: акумуляція коштів населення та підприємств (заощаджень, нагромаджень, тимчасово вільного капіталу) створює загальні передумови

функціонування ринку цінних паперів, оскільки формує фінансовий потенціал для операцій на цьому ринку. Це залежить як від стану економіки, прибутковості підприємств, довіри фізичних осіб до цінних паперів, так і застосовуваних інструментів державного регулювання, зокрема податкового характеру, рівня життя та добробуту населення;

щодо концентрації коштів та створення умов для формування великого капіталу, здатного вирішувати складні економічні завдання, що в цілому на цей процес впливає інвестиційна політика держави та правовий захист інтересів інвесторів, зокрема нерезидентів;

успішність залучення вітчизняного та іноземного капіталу в економіку України обумовлюється загальним рівнем розвитку національної економіки та, як показує сучасна практика, політичним кліматом у країні;

оптимізація галузевої, виробничої та регіональної структур необхідна для забезпечення досягнення цілей та пріоритетів розвитку економіки через інвестиції, зокрема у цінні папери;

досягнення балансу попиту і пропозиції капіталу, виробництва та споживання матеріальних цінностей створює умови для рівномірного розвитку фінансових потоків та самого ринку цінних паперів;

узгодження майнових державних, інституціональних та індивідуальних інтересів у процесі обігу цінних паперів у правовому полі має величезне значення. Причому воно має здійснюватись з високим рівнем використання юридичної техніки як у правотворчій, так і в правозастосовній діяльності;

виникнення господарських інститутів, формування інституту власників і менеджерів, що відповідають новим економічним відносинам. Безпосередньо ці процеси в сучасних умовах пов'язані з, хоч і вже не масштабною, але все ще актуальною приватизацією.

макроекономічний стан країни та курсу національної валюти, з одного боку, впливає, а з іншого, – є відображенням стану фінансової системи та, зокрема, ефективності операцій на ринку цінних паперів;

ефективність конкуренції, зокрема податкової та банківської, є основою фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів, оскільки сприяє для переливу капіталу та інвестування, особливо в міжнародному аспекті. Це створює умови залучення економічних суб'єктів у країни через певні стимули (наприклад, більш прийнятні механізми оподаткування);

економія суспільних витрат обігу, поліпшення системи взаєморозрахунків підприємств, особливо за наявності довіри до цінних паперів;

належна організація здійснення операцій з фінансовим інструментами сприяє підвищенню рівня технологічної складової механізму забезпечення функціонування ринку цінних паперів.

Отже, розглянуті вимоги до учасників та визначені фактори впливу є обов'язковими для дотримання, а також аналізу під час оцінювання умов та складових механізму фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів.

1.3. Фінансовий інструментарій забезпечення функціонування ринку цінних паперів

Об'єктом ринку цінних паперів є специфічні фінансові інструменти – цінні папери різних видів. Цінні папери, що є предметом торгів на фондовому ринку – це документи, що засвідчують, з дотриманням встановленої форми й обов'язкових реквізитів, майнові права, здійснення або передача яких можливі тільки у разі їх пред'явлення.

Як уже зазначалось, головна мета ринку цінних паперів полягає в акумулюванні фінансових ресурсів та забезпеченні можливостей їх перерозподілу шляхом здійснення різноманітних операцій з цінними паперами, тобто у посередництві в переміщенні тимчасово вільних грошових коштів від інвесторів до емітентів цінних паперів [8, с. 7]. Ринок цінних паперів, будучи складовою частиною фінансового ринку, відрізняється від інших його складових, насамперед, специфічним характером товарів, які на ньому обертаються – цінними паперами [94]. Цінний папір – це товар, що не маючи власної вартості, особливо в бездокументарній формі, може продаватися за високу ринкову ціну [102, с. 142].

Під час з'ясування економічної сутності цінних паперів важливо звернути увагу на їх головну особливість: принесення доходу власнику, що в кінцевому результаті й зробило папери цінними. Цінний папір – це особлива форма існування капіталу разом із грошовою, виробничою та товарною формами. За У. Шарпом, "цінний папір", перш за все, є своєрідною угодою, між емітентом та інвестором, що надає останньому певні права в майбутньому" [170, с. 374].

Російські економісти В. Галанов та А. Басов характеризують цінний папір як форму існування капіталу, що відрізняється від його товарної, виробничої та грошової форм, яка може передаватися замість нього самого, обертатися на ринку як товар та приносити прибуток [23]. Звідси

впливає, що під час випуску цінних паперів відбувається своєрідне роздвоєння капіталу: у власника цінного папера сам капітал відсутній, але є всі права на нього, які зафіксовані у формі цінного папера. Залежно від виду, цінний папір може виражати відношення власності, боргове зобов'язання, право отримувати чи сплачувати дохід.

Слід зазначити, що особливість цінного паперу полягає у тому, що він:

служує предметом купівлі-продажу на ринку цінних паперів;

свідчить про право власності на капітал (акція);

характеризує відносини позики між інвестором і емітентом (облігація, вексель);

дає право на участь в управлінні акціонерним товариством (акція);

дає право на отримання певного доходу від емітента;

засвідчують право на отримання частки в майні підприємства-емітента у разі його ліквідації.

Цінні папери можуть самостійно обертатися на ринку і бути об'єктом купівлі-продажу й інших операцій, слугують джерелом отримання регулярного або разового доходу.

Таким чином, цінні папери виступають різновидом грошового капіталу, рух якого опосередкує подальший розподіл матеріальних цінностей. У минулому цінні папери існували виключно у фізично відчутній, паперовій формі і друкувалися друкарськими способами на спеціальних паперових бланках. Вони, як правило, виготовляються з достатньо високим ступенем захисту від можливих підробок.

Останнім часом у зв'язку зі значним збільшенням обороту цінних паперів багато їх оформлені у вигляді записів у книгах обліку, а також на різних носіях інформації, тобто перейшли у фізично невідчутну, бездокументарну (безпаперову) форму. Перехід до такої форми пов'язаний з тим, що:

по-перше, кількість обігу цінних паперів, насамперед, акцій та облігацій, постійно зростає;

по-друге, багато прав, закріплених за власниками цінного паперу, можуть бути реалізовані безвідносно до її форми, тобто його купівля-продаж може здійснюватись без наявності фінансового інструмента в якості матеріального носія цих прав;

по-третє, бездокументарна форма прискорює, спрощує і здешевлює обіг цінного папера в частині розрахунків, передачі від одного власника до іншого, зберігання, обліку та оподаткування;

по-четверте, така форма тісно пов'язана зі структурними змінами на ринку цінних паперів та відповідає сучасним вимогам світового фінансового ринку (зокрема, зі збільшенням числа іменних цінних паперів і зниженням частки пред'явних).

Тому на сучасному ринку цінних паперів випускаються, звертаються і погашаються як власне цінні папери, так і їх замітники.

Об'єкти операцій на ринку цінних паперів також називають інструментами ринку цінних паперів, фондами (в значенні "грошові фонди") або фондovими цінностями.

У випадку, якщо цінні папери не існують у фізично відчутній формі або якщо їх паперові бланки поміщаються в спеціальні сховища, власнику цінного папера видається документ, що засвідчує його право власності на ту або іншу фондovу цінність. Цей документ називається сертифікатом цінного папера.

У Законі України "Про цінні папери та фондovий ринок", прийнятому Верховною Радою України 23 лютого 2006 року [131], подано визначення поняття "цінні папери", їх класифікацію, зазначено, як регулюються відносини, що виникають під час розміщення й обігу цінних паперів.

Цінні папери є документами встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчують грошові або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, яка їх розмістила (видала), і власника, та передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їх розміщення, а також можливість передачі прав, що впливають із цих документів, іншим особам.

Як показує аналіз теоретичних основ функціонування ринку цінних паперів, кожен вид цінних паперів є певною сукупністю, для якої всі ознаки, властиві цінних паперів, є спільними. Так, для цінного папера характерний певний набір основних ознак:

форма існування – документарна або бездокументарна;

форма випуску – емісійна (випускається окремими серіями, усередині яких всі цінні папери абсолютно однакові за своїми характеристиками) або неемісійна (індивідуальна);

термін існування цінного папера – час випуску в обіг, на який період обігу або безстроково;

порядок володіння – цінний папір на пред'явника або на конкретну особу (юридичну, фізичну);

національна приналежність – вітчизняний чи іноземний фінансовий інструмент;

територіальна приналежність – регіон країни, в якому випущений даний цінний папір;

тип активу, що лежить в основі цінного папера, або її вихідна основа (товари, гроші, сукупні активи та інші);

форма власності;

економічна сутність – розглядається з точки зору виду прав, які надає цінний папір;

рівень ризику – високий, середній, низький. Оцінюючи саме рівень ризику, особа може визначити доцільність вкладення, зважаючи на прийнятність ризику в конкретній ситуації;

наявність доходу – характеризує дохідність цінного папера як інструмента інвестування;

форма вкладення коштів – інвестує кошти в борг або для придбання прав власності;

характер обіговості – вільно обертається на ринку або з обмеженнями.

Згідно з Законом України "Про цінні папери та фондовий ринок" в Україні у цивільному обороті можуть бути такі групи цінних паперів, які відображено на рис. 1.11.

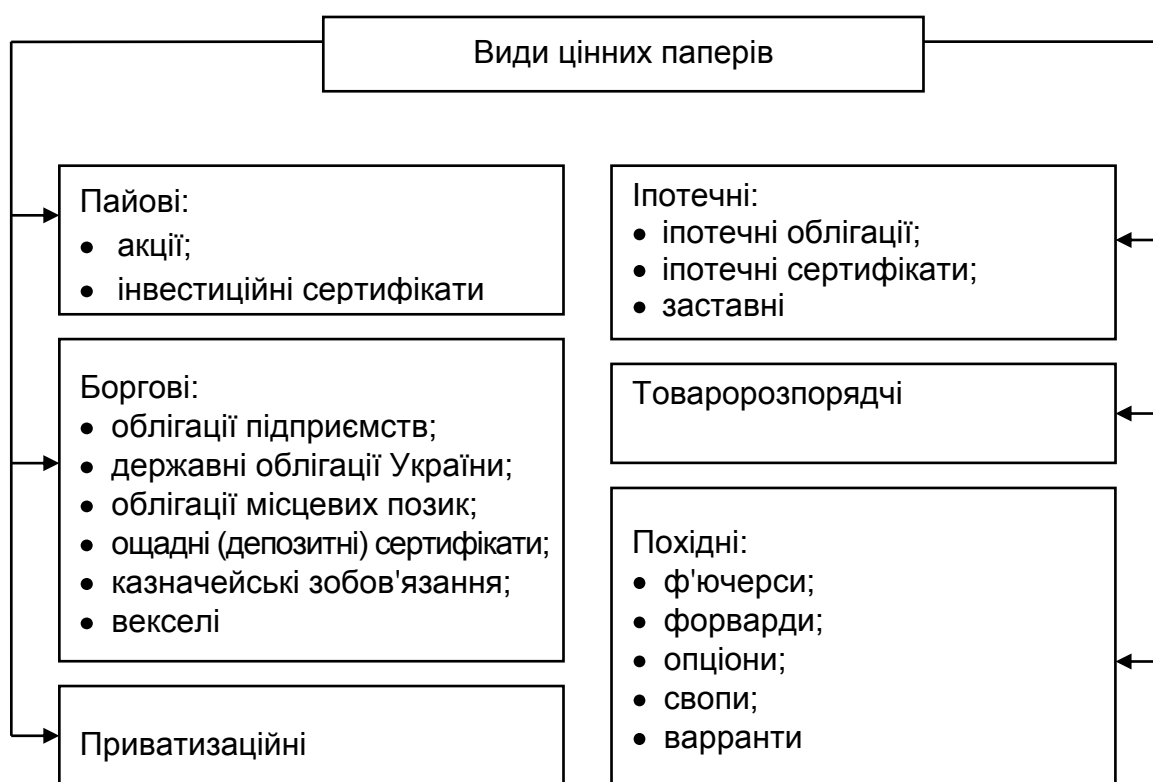


Рис. 1.11. Класифікація цінних паперів, які перебувають в обігу в Україні

Поширене використання мають такі групи цінних паперів:

пайові, за якими емітент не несе зобов'язання повернути грошові засоби, інвестовані в його діяльність, але які свідчать про участь у статутному фонді, надають їх власникам право на участь в управлінні справами емітента й отримання частини прибутку в вигляді дивідендів і частини майна у випадку ліквідації емітента;

боргові, за якими емітент несе зобов'язання повернути у визначений термін засоби, інвестовані в його діяльність, але які не надають їх власникам права на участь в управлінні справами емітента;

похідні, механізм обігу яких пов'язаний з пайовими, борговими цінними паперами, іншими фінансовими інструментами або правами у відношенні до них.

Для з'ясування особливостей використання цінних паперів та їх ролі у фінансовому забезпеченні розвитку ринку цінних паперів доцільно визначити сутність основних видів цінних паперів.

Акції є одними з основних видів цінних паперів. Акція виражає відношення власності, співволодіння підприємством, яке перебуває в акціонерній формі. Призначення ринку акцій полягає в тому, щоб зібрати воедино заощадження і відносно дрібні капітали для формування великого грошового капіталу та фінансування виробництва, що дає прибуток. Дохід за акціями виплачується у вигляді дивіденду, який може отримати акціонер за рахунок частини чистого прибутку поточного року акціонерного товариства, що розподіляється між власниками акцій у вигляді певної частки від їх номінальної вартості. Тим самим акція – це емісійний цінний папір, що закріплює права власника на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів, на участь в управлінні та на частину майна, що залишилося після ліквідації.

У початковий період функціонування акціонерного товариства вартість його майна дорівнює величині статутного капіталу. У ході фінансової діяльності вартість майна підприємства змінюється під дією різноманітних факторів: реінвестування прибутку; переоцінки основних фондів; використання позикових коштів; розміщення додаткової емісії акцій за цінами вище номінальної вартості.

Облігація засвідчує внесення її власниками грошових коштів і підтверджує зобов'язання відшкодувати йому номінальну вартість цього цінного папера в передбачений термін зі сплатою фіксованого відсотка (якщо інше не передбачено умовами випуску). Облігації всіх видів можуть

поширюватися серед підприємств і громадян тільки на добровільній основі. Принципова відмінність облігації від акції полягає в тому, що власники облігацій є не співвласниками акціонерного товариства, а його кредиторами. Саме ця обставина у цілому знижує ризикованість цього роду інвестицій, тому що держатель облігації має право першочерговості в одержанні доходів або поверненні своїх основних коштів у випадку зменшення прибутку підприємства, її нестачі для задоволення всіх законних вимог і кредиторів, і акціонерів-співвласників, а також у разі банкрутства.

Порівняно з акціями облігації становлять значно більш складний фінансовий інструмент через наявність різноманітних моделей купонних виплат, диференційованих механізмів погашення та конвертації, індексацій, дефолтних недовмівлянь та ін. [208].

Облігації як інструменти ринку цінних паперів, можуть розглядатися у широкому та вузькому сенсі. С. Котелкін, наприклад, вважає облігації "борговими паперами, точніше, довгостроковими простими векселями різних емітентів" [75, с. 256]. До облігацій в широкому значенні також належать ноти (*notes*) – середньострокові боргові цінні папери, які, як правило, мають "плаваючу" ставку купону. Однак різниця між довго- та середньостроковими облігаціями (*bonds* та *notes*) досить умовна: вони часто не відрізняються навіть за строками та способом виплати доходу [182].

Російський дослідник А. Саркісянц розрізняє два види боргових цінних паперів: облігації (з фіксованою і "плаваючою" ставками) та короткострокові боргові папери (комерційні папери, євроноти, депозитні сертифікати, середньострокові боргові папери). При цьому боргові цінні папери дослідник визначає як "інструменти, що випускаються зазвичай в формі письмового свідоцтва (сертифіката), який засвідчує контрактне зобов'язання здійснити виплату відсотків та виплати за основним боргом у зафіксовані дати в майбутньому" [140, с. 309–310]. Тобто визначення А. Саркісянца боргових цінних паперів за змістом відповідає наведеному визначенню облігацій у широкому сенсі.

Поточна ціна облігації є вартістю очікуваного грошового потоку, приведеного до поточного моменту часу. Грошовий потік складається з двох елементів: процентних виплат за купоном і номіналом облігації, яка виплачується під час її погашення.

Вексель є важливим цінним папером. У даний час фінансові ринки оперують з двома основними видами векселів: простими і перекладними. Простий вексель (соло-вексель) є безумовним борговим зобов'язанням

встановленої форми, що виражає зобов'язання векселедавця сплатити певну грошову суму в певному місці. Простий вексель випикується позичальником. Перекладний вексель (тратта) є письмовим наказом векселедавця (трасанта) трасату (платнику) про сплату останнім певної грошової суми третій особі.

Депозитні й ощадні сертифікати – це ще один вид цінних паперів, які становлять письмове свідоцтво банку-емітента про внесок грошових коштів, яке засвідчує право вкладника (бенефіціара) або правонаступника на отримання після закінчення встановленого строку суми депозиту (вкладу) та відсотків за ним.

Емітентами депозитних і ощадних сертифікатів можуть виступати лише банки. Депозитні сертифікати призначені виключно для юридичних осіб, у той час коли ощадні – тільки для фізичних. Сертифікати повинні бути строковими. Строки звернення сертифікатів: депозитних (із дня видачі сертифіката до дня, коли власник сертифіката отримує право запитання вкладу) – один рік, ощадних – три роки.

До найпоширеніших похідних цінних паперів відносяться такі: варрант, ф'ючерс, опціон.

Варрант – додаткове свідчення, що видається разом із цінним папером і дає право на спеціальні пільги власнику цінного папера після закінчення певного терміну (наприклад, на придбання нових цінних паперів).

Ф'ючерс – документ, який передбачає тверде зобов'язання купити або продати цінні папери після закінчення певного терміну за заздалегідь обумовленою ціною. Ф'ючерс є одним з фінансових інструментів обліку майбутньої вартості цінних паперів. Інвестор, який одержує ф'ючерсний контракт, погоджується купити акції в майбутньому, причому день покупки фіксується в контракті. Продавець контракту погоджується продати цінні папери після обумовленого в контракті періоду часу за сьогоднішньою ціною. Таким чином, особа, яка планує придбати цінні папери в майбутньому, може уникнути ризику, пов'язаного з тим, що ціна на них зросте. Однак якщо ціна на них впаде, покупець втрачає можливість придбати ці цінні папери за низькими цінами.

Опціон – двосторонній договір про передачу права на купівлю (продаж) цінних паперів за заздалегідь зафіксованою ціною у визначений час. Якщо ціна цього цінного папера підвищується, покупець використовує укладений опціонний контракт і купує цінний папір за ціною нижче ринкової. Якщо ціна впаде, покупець може опціон не виконувати. Таким чином, купуючи опціон, інвестор отримує право купити у продавця опціону

або продати йому обумовлену кількість цінних паперів за погодженою ціною або відмовитися від свого права. За надану інвестору можливість вибору він платить продавцю опціону премію – ціну опціону, виплачувану покупцем продавцю проти виписки опціонного контракту.

Державні цінні папери випускаються центральним урядом, місцевими органами влади з метою розміщення позик та мобілізації грошових ресурсів. Тобто це боргові цінні папери, емітентом яких виступає держава. Вони займають важливе місце на ринку. За своєю економічною суттю всі їх види – це боргові цінні папери. На практиці кожний самостійний папір отримує свою власну назву, що дозволяє відрізнити її від інших видів: облігації, казначейський вексель, сертифікат та ін.

Випуск в обіг державних цінних паперів може використовуватися для вирішення таких основних завдань:

фінансування дефіциту держбюджету на неінфляційній основі, тобто без додаткового випуску грошей в обіг;

фінансування цільових держпрограм в області житлового будівництва, інфраструктури, соціального забезпечення і т. д.;

регулювання економічної активності: грошової маси в обігу, дії на ціни й інфляцію, на витрати і напрями інвестування, економічне зростання тощо.

Муніципальні цінні папери випускаються за рішенням органів місцевої влади.

Емітентами корпоративних цінних паперів можуть бути корпорації, фінансові інститути, інші дієздатні юридичні особи.

Ринковими цінними паперами є такі, що приймають участь в обігу, з ними дозволяється здійснювати операції купівлі-продажу, що призводить до зміни власника цінного паперу.

До неринкових цінних паперів відносяться ощадні облігації, облігації пенсійних фондів та інші, що за умовами випуску закріплені за визначеними фізичними та юридичними особами без права їх передачі.

Як показує аналіз наукової літератури [40; 94; 209], для цінних паперів характерні такі властивості, як ринковість, ліквідність, дохідність, спекулятивність, ризикованість і стандартність.

Ринковість – здатність цінних паперів купуватися та продаватися на ринку, бути самостійним платіжним засобом, а також об'єктом інших цивільних відносин (позики, спадщини, дарування, гарантії тощо).

Дохідність – властивість цінних паперів бути засобом збереження і нагромадження багатства. Так, шляхом операцій на первинному ринку забезпечується взаємодія суб'єктів попиту і пропозиції грошового капіталу,

внаслідок якого відбувається перетікання фінансових ресурсів. Цінні папери приносять їх власникам доходи або надають майнові і немайнові права, і прагнення до отримання цих доходів чи прав спонукає власників заощаджень вкладати кошти в купівлю цінних паперів, і врешті-решт – інвестувати у виробничий процес. Мобілізовані емітентом фінансові кошти в подальшому використовуються на придбання засобів виробництва. В результаті, з одного боку, забезпечується дохід заощаджувальників через участь у прибутках підприємців, а з другого – задовольняється попит підприємців на капітал. Таким чином, ринок цінних паперів виконує функцію акумуляції, мобілізації вільних грошових коштів інвесторів.

Оскільки йдеться про дохідність, про неї можна судити, знаючи ціну, що може змінюватись під впливом різноманітних факторів. Отже, цінні папери мають певну вартість:

номінальну, що встановлюється емітентом довільно за емісії;

балансову, яка є бухгалтерським відображенням забезпеченості цінних паперів капіталом емітента;

ринкову – вартість цінних паперів на фондовому ринку;

розрахункову, що визначається за допомогою фінансових розрахунків.

Ліквідність – здатність цінних паперів швидко перетворюватися на гроші без великих втрат для власника.

Стандартність, тобто, по-перше, це відповідність зовнішнього оформлення цінних паперів до єдиних законодавчо визначених вимог (вони можуть існувати як у документарній, так і бездокументарній формах, як записи на рахунках); а по-друге, регламентовані однакові правові наслідки для суб'єктів ринку щодо операцій з цінними паперами окремих груп і видів.

Ризикованість – властивість цінних паперів завдати власникам грошових втрат зменшення дохідності під впливом різних факторів.

Спекулятивність – можливість цінних паперів бути об'єктом спекуляцій. Вторинний ринок цінних паперів значною мірою забезпечує відсікання неефективних виробників. Коливання курсової вартості цінних паперів автоматично призводять до відповідних змін у вартісній оцінці майна фірми. У зв'язку із цим багато дослідників вказують на спекулятивний елемент операцій з цінними паперами, який дійсно має місце, оскільки "знецінення або зростання вартості цих паперів не пов'язано зі зміною вартості реального капіталу, який вони представляють" [40, с. 13].

Водночас слід зазначити, що зміна вартості цінних паперів відбувається не сама собою, а внаслідок дії різноспрямованих факторів (об'єктивних і суб'єктивних, спекулятивних і неспекулятивних) характер і ступінь їх впливу

змінюється залежно від конкретних умов і часу [209, с. 46]. Загалом, якщо на короткострокових часових інтервалах перевагу можуть мати спекулятивні елементи, зазначає М. Маковецький, то на довгострокових пріоритет належить об'єктивним факторам, які визначають ефективність функціонування реального капіталу [89, с. 83]. За інших рівних умов пріоритет на ринку матимуть цінні папери ефективно функціонуючих фірм, які дозволяють збільшувати рівень доходності їх власників. Отже, ринком цінних паперів виконується функція розподілу і перерозподілу капіталу між галузями і сферами економіки.

Основними інвесторами залежно від виду цінних паперів, які випускаються, є: населення, пенсійні і страхові компанії і фонди, банки, інвестиційні компанії і фонди.

Отже, кожен із розглянутих характеристик та підходів до визначення інструментарію ринку цінних паперів розкриває окремі складові поняття "цінний папір" в Україні, акцентує увагу на певних її проявах, принципах, функціях, напрямках удосконалення тощо. Для практичного ефективного використання цього поняття в управлінні його функціонування та розвитком необхідним є цілісне сприйняття, що може бути реалізоване у рамках теорії фінансового управління (рис. 1.12).

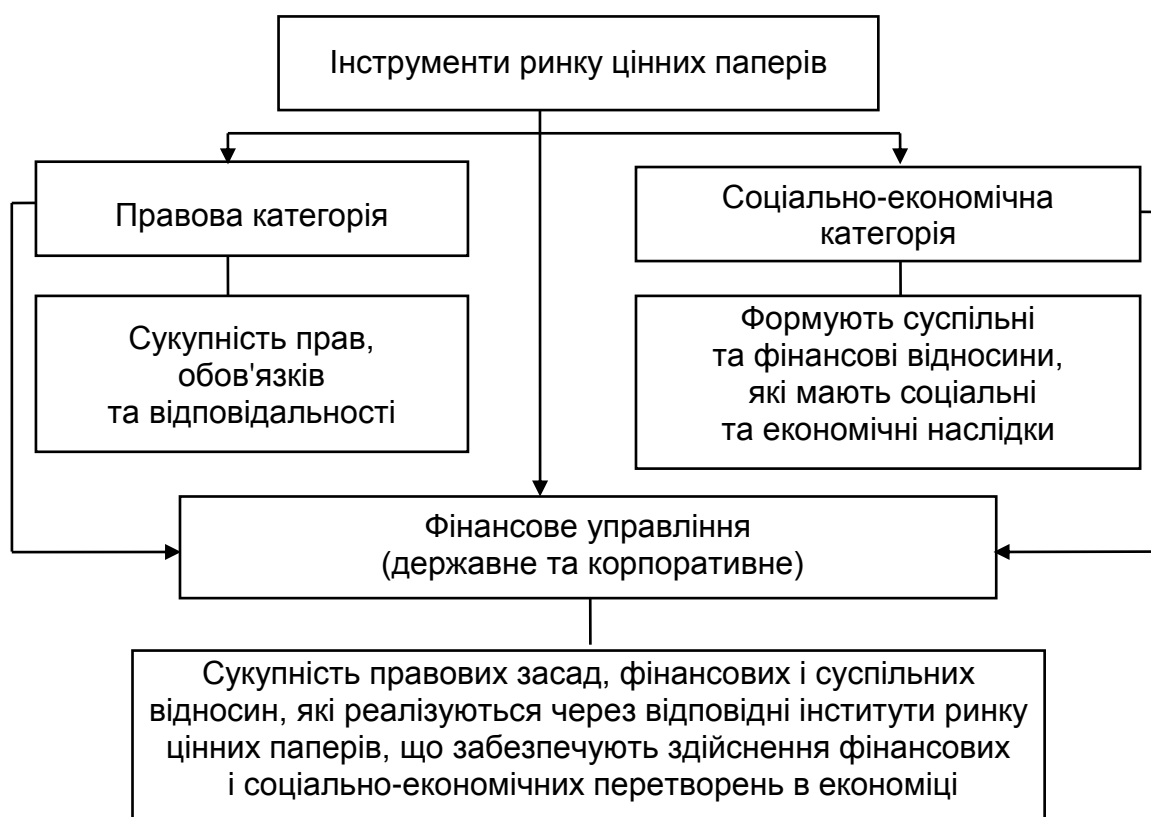


Рис. 1.12. Узагальнення визначення поняття "інструменти ринку цінних паперів"

Таким чином, незважаючи на різноманітність видів цінних паперів, всіх їх об'єднує те, що вони як інструменти ринку цінних паперів за своєю суттю є сукупністю правових засад, фінансових та суспільних відносин, які реалізуються через відповідні інститути ринку цінних паперів, що забезпечують здійснення фінансових і соціально-економічних перетворень в економіці. Саме таке їх розуміння відображає їх правову та соціально-економічну природу.

Зважаючи на мету дослідження, науковий інтерес становить визначення ролі цінних паперів та механізму їх взаємозв'язку з іншими фінансовими інструментами.

Особливості участі цінних паперів у системі фінансового інструментарію забезпечення функціонування ринку цінних паперів зазначено на рис. 1.13.

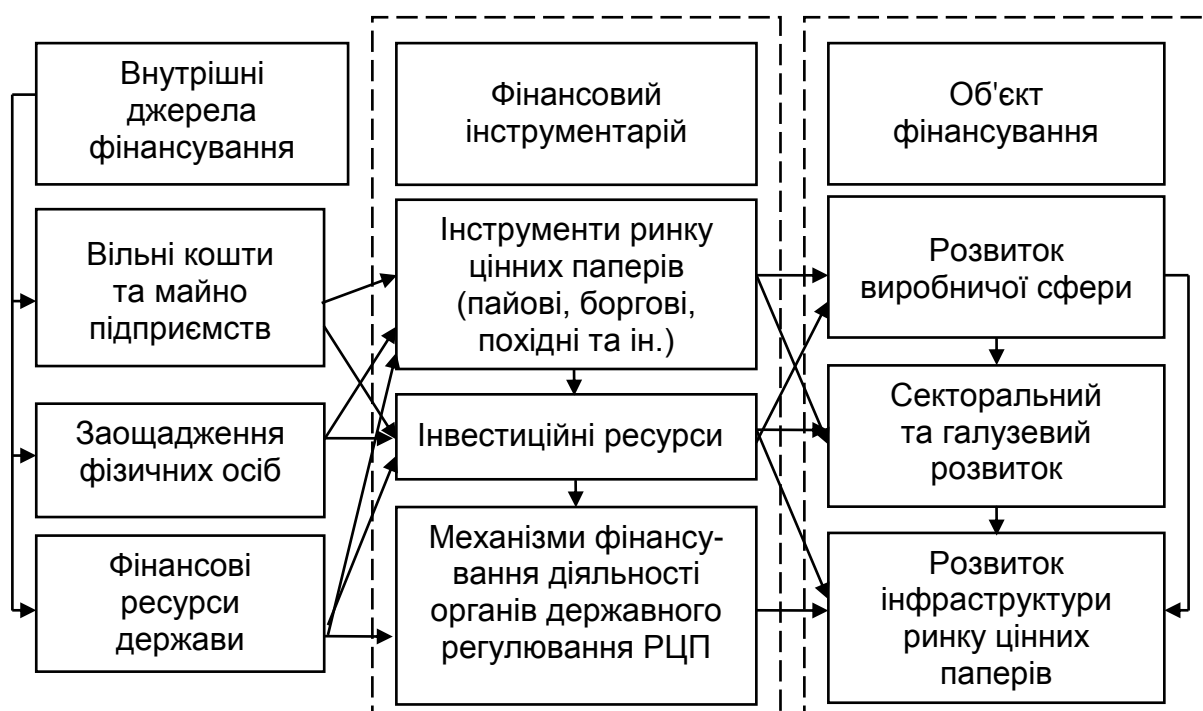


Рис. 1.13. Участь інструментів ринку цінних паперів у системі фінансового забезпечення

Отже, як указано на рис. 1.13, основними джерелами фінансування є кошти підприємств, заощадження фізичних осіб та фінансові ресурси держави. Процес фінансування відбувається через такий основний інструментарій:

інструменти ринку цінних паперів (пайові, боргові, похідні та ін.), власниками яких можуть бути підприємства (наприклад, під час здійснення операцій злиття/поглинання), фізичні особи (приймаючи рішення про вкладення

коштів чи майна у статутний капітал підприємства) та держава (наприклад, стаючи співвласником підприємства, зокрема який входить до холдингу);

інвестиційні ресурси, що можуть надходити як від юридичних, фізичних осіб, так і держави, від резидентів чи нерезидентів;

механізми фінансування діяльності органів державного регулювання РЦП, які є законодавчо закріпленими та залежать від фондової політики, яку проводить держава на певному етапі розвитку.

Так у ст. 18 Закону [193] зазначено, що фінансування Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку та органів, які нею утворюються відповідно до мети діяльності, здійснюється за рахунок коштів Державного бюджету України. Цей факт підтверджує вагому роль держави фінансовому та матеріальному забезпеченні органів державного регулювання РЦП та, як наслідок, у розвитку інфраструктури ринку цінних паперів.

Об'єктами фінансування, як правило, стають:

розвиток виробничої сфери, що відбувається за рахунок випуску та обігу інструментів ринку цінних паперів як джерела формування фінансових ресурсів виробничих підприємств, так і отримання додаткового прибутку;

секторальний та галузевий розвиток має місце, коли, залежно від інтересів бізнесу і держави, створюються умови для вливання капіталу та його перерозподілу між відповідними галузями, регіонами чи підприємствами різних видів (наприклад, малим, середнім та великим бізнесом) через будь-які фінансові інструменти, у тому числі цінними паперами. Слід зазначити, що такий розвиток у наступних періодах дає зворотний ефект – підприємства формують потенціал для наступних інвестицій, частіше стаючи учасником ринку цінних паперів;

розвиток інфраструктури ринку цінних паперів є одним із найскладніших об'єктом фінансування. Це пояснюється його залежністю як від створеного державою організаційно-правового забезпечення, так і від рівня та специфіки розвитку виробничої сфери, галузевого та секторального розвитку.

Подальший розвиток ринку цінних паперів має здійснюватися на принципах і засадах взаємодії держави та системи учасників цього ринку:

законність і правова регламентація діяльності державних органів та їх працівників, запобігання проявам суб'єктивізму і недопущення порушень установленого порядку прийняття рішень, зокрема у процесі здійснення контролю, і надання послуг;

дотримання учасниками ринку цінних паперів вимог законодавства, належне виконання обов'язків та повноцінна реалізація прав;

демократизація та прозорість системи моніторингу та контролю на ринку цінних паперів;

професіоналізм у підготовці управлінських рішень з фондової політики і наданні державних послуг;

прозорість процедури прийняття державними органами рішень щодо змін організаційних умов здійснення операцій з цінними паперами, забезпечення участі громадян у процесі їх підготовки;

об'єктивність інформування громадян України про діяльність державних органів у сфері контролю фондового ринку;

захищеність посадових осіб контролюючих органів від втручання в їх діяльність ззовні;

підвищення якості фахової підготовки спеціалістів з фондового ринку з урахуванням позитивного іноземного досвіду;

посилення технологічної складової забезпечення функціонування ринку цінних паперів;

повноцінний захист прав учасників ринку цінних паперів, у тому числі закордонних;

створення умов для інтенсифікації участі інвесторів, у тому числі іноземних, у фінансуванні розвитку економічної сфери із застосуванням інструментарію ринку цінних паперів.

Таким чином, із наведеного випливає, що умови функціонування та розвитку ринку цінних паперів в Україні потребують подальшого вдосконалення його фінансового забезпечення з урахуванням особливостей реалізації державної фондової та інвестиційної політики.

Розділ 2

Оцінювання сучасного стану функціонування ринку цінних паперів та його фінансового забезпечення

2.1. Атрибутивне оцінювання розвитку ринку цінних паперів в Україні

Ефективний фінансовий сектор дає можливість розміщення ресурсів, зекономлених громадянами країни або інвестованих іншими країнами, там, де ці ресурси використовуються найбільш продуктивно. Розвинений фінансовий сектор спрямовує ресурси не тим, хто має політичні зв'язки, а найбільш ефективним підприємцям або інвестиційним проектам з найбільшим очікуваним прибутком, що передбачає ретельне оцінювання ризиків. Функціонуючи належним чином, фінансовий ринок створює продукти та методи відповідно до їхніх потреб з таких джерел, як позики, ринок цінних паперів та венчурний капітал. Зважаючи на це, можна зробити висновок, що в умовах ринкових відносин велике значення для регулювання національної економіки та раціонального перерозподілу інвестиційних ресурсів має розвиток ринку цінних паперів країни, який значною мірою залежить від соціально-економічних змін у країні як передумов для розширення його послуг.

Протягом 2013 року основні макроекономічні показники характеризувалися певною нестабільністю, але ринок цінних паперів України навпаки показав стійкі позитивні тенденції до зростання. Найважливішим джерелом залучення фінансових ресурсів на ринку цінних паперів виступали такі види цінних паперів, як акції, облігації підприємств та інвестиційні сертифікати.

Про місце ринку цінних паперів у сучасних макроекономічних процесах України можна судити за даними, наведеними на рис. 2.1 (складено за даними НКЦПФР та Держкомстату України [198; 206; 207]), де зіставляється обсяг торгів на РЦП з діловою активністю промисловості та ВВП в цілому.

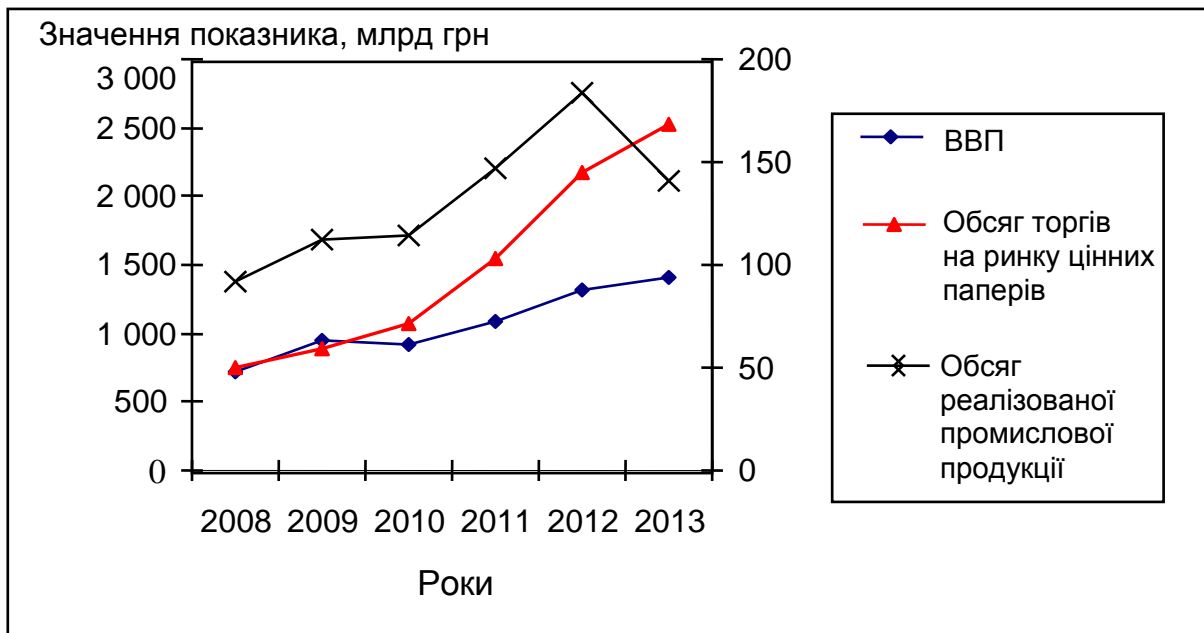


Рис 2.1. Порівняльні дані ВВП, обсягів торгів на ринку цінних паперів та реалізованої промислової продукції (робіт, послуг), млрд грн

Обсяг торгівлі цінними паперами на фондовому ринку у 2011 році перевищив обсяги у основних сферах промисловості (характер динаміки показників майже ідентичний), така ж тенденція збереглася і у 2012 році. Причому темпи зростання обсягів торгів (40,8 %) за досліджуваний період значно перевищили зростання обсягів реалізованої промислової продукції (25,5 %). У 2013 році тенденція була зворотною: обсяги торгів збільшувались, а обсяги реалізованої промислової продукції зменшувались (особливо за рахунок машинобудування).

Розвиток ринку характеризувався, з одного боку, стабільним розвитком економіки країни, зростанням обсягів ВВП (на 21,6 %), промислового виробництва (на 25,5 %), з другого – сприятливими зовнішніми факторами: зростанням попиту на світових ринках на продукцію основних українських експортерів, зростанням цін на продукцію металургії, а також усіх фондових індексів. Криза 2008 року продемонструвала, який значний вплив ринок цінних паперів може мати на стійкість не тільки фінансової, але й економічної системи в цілому. Економічні дослідження та практика показують, що в дохідності фінансових інструментів та податках на операції з ними закладено великий потенціал впливу на фінансовий сектор, зокрема на інвестиційну активність населення.

Згідно зі звітом Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2012 рік обсяги торгів на ринку цінних паперів перевищили обсяг ВВП країни на 854,5 млрд грн (у 2010 році на 458,18 млрд грн). У 2013 році таке перевищення склало рекордним за досліджуваний період значенням, а саме 1 121,98 млрд грн. Це свідчить про розвиток економіки держави в цілому та розвиток ринку цінних паперів зокрема, а також швидкі темпи цього спрямування. Також така динаміка показників обсягу торгів цінних паперів свідчить про значний фінансовий, зокрема податковий, потенціал цього сегменту фінансового ринку.

2012 рік завершив черговий етап розвитку ринку цінних паперів України, що розпочався у 2005 році і впродовж якого вітчизняний ринок привернув увагу широкого кола іноземних та вітчизняних інвесторів, виконуючи тим самим головне завдання ринку цінних паперів – забезпечення умов для залучення інвестицій.

Тож обсяг залучених інвестицій в економіку України через інструменти ринку цінних паперів у 2012 році сягнув 173,38 млрд грн, що більше у 1,8 рази, ніж у 2011 році (2010 – 92,91 млрд грн, 2011 – 137,10 млрд грн) (рис. 2.2). Якщо ж порівняти з динамікою загального обсягу залучення прямих іноземних інвестицій, то слід зазначити, що їх темпи зростання були майже незмінними, а от інвестування через інструменти ринку цінних паперів констатувало уповільнення темпів зростання у 2009 році та різке їх скорочення у 2011 році і піковим злетом у 2012 р. Це свідчить, з одного боку, про збільшення ролі ринку цінних паперів у економічних процесах, а з іншого про високу його чутливість до негативних змін у макроекономічній ситуації, та, як наслідок, посилення ризику невизначеності для інвесторів, як от у кризовий та посткризовий періоди 2008 – 2010 рр. в Україні.

У 2013 році за даними НКЦПФР обсяги залучених інвестицій в економіку України через інструменти ринку цінних паперів знизились до 67,23 млрд грн. Причинами такого стану могли також стати системні законодавчі зміни, оскільки саме 2013 рік вважається на сьогодні роком інфраструктурного розвитку ринку цінних паперів, а, як відомо, реформування на початкових періодах призводить до певного очікування у поведінці інвесторів.

Підвищення інвестиційної привабливості країни та активне входження зовнішнього капіталу на український ринок цінних паперів максимально позитивно позначились на його біржовому сегменті, який протягом

останніх чотирьох років збільшився майже у 3 рази та досяг свого піку в 2012 році.

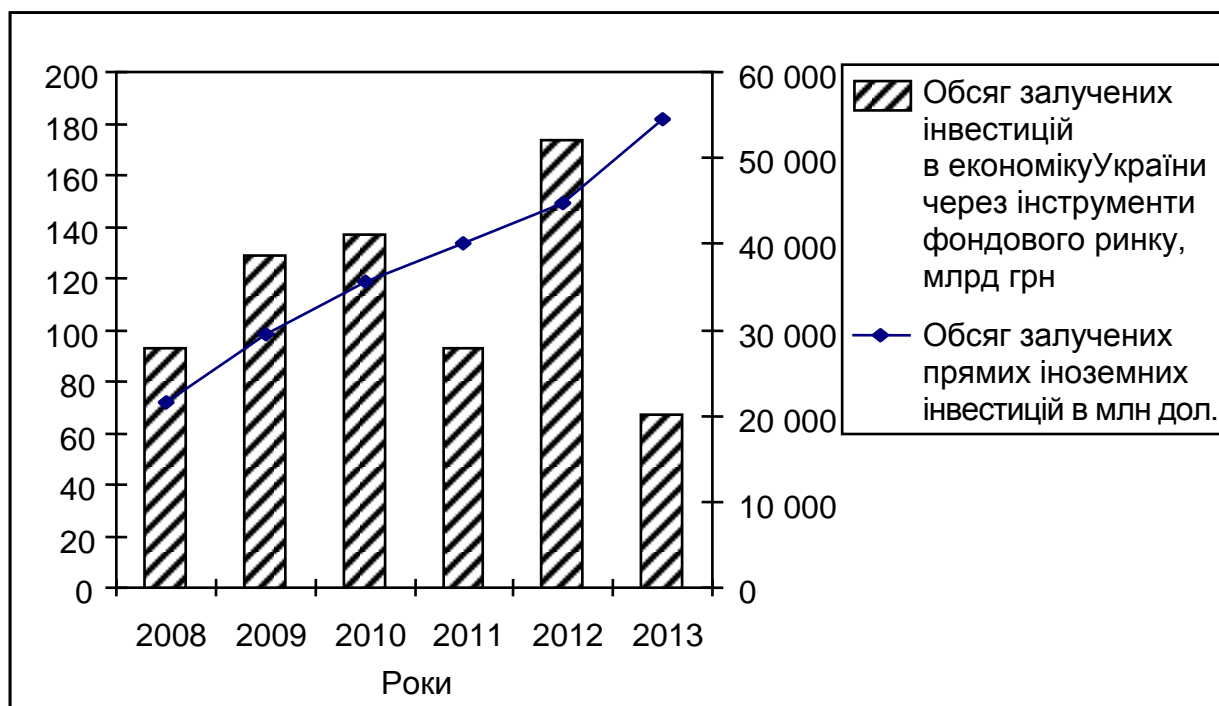


Рис. 2.2. Динаміка залучення інвестицій в економіку України

За станом на 31.12.2013 р. загальний обсяг випусків цінних паперів, зареєстрованих НКЦПФР, становив 107,73 млрд грн, що на 39,87 % менше, ніж у 2011 році [207]. Отже, як видно з наведених даних (рис. 2.3) єдиним піковим періодом був поки що 2011 рік, в якому цей показник сягнув 179,17 млрд грн, що в 1,87 разів перевищувало показник 2012 року та на 10 % вище попереднього пікового значення у 2010 році. Така позитивна динаміка зареєстрованих випусків цінних паперів після кризи свідчила про збільшення ролі ринку цінних паперів у країні, що підтверджується збільшенням учасників ринку або розширенням масштабів їх діяльності. Але результати 2013 року гірші, ніж за період 2008 – 2010 рр., хоча майже на 13 % кращі за 2011 рік. У таких умовах важливим завданням будь-якої держави є забезпечення належного контролю таких процесів на даному ринку.

Що ж до видів фінансових інструментів, то у 2012 році найбільшу частку в загальному обсязі зареєстрованих випусків емісійних цінних паперів становили облігації підприємств (47,7 %), цінні папери ІСІ (31,6 %) та акції (14,7 %) наведені на рис. 2.4 та у табл. 2.1.

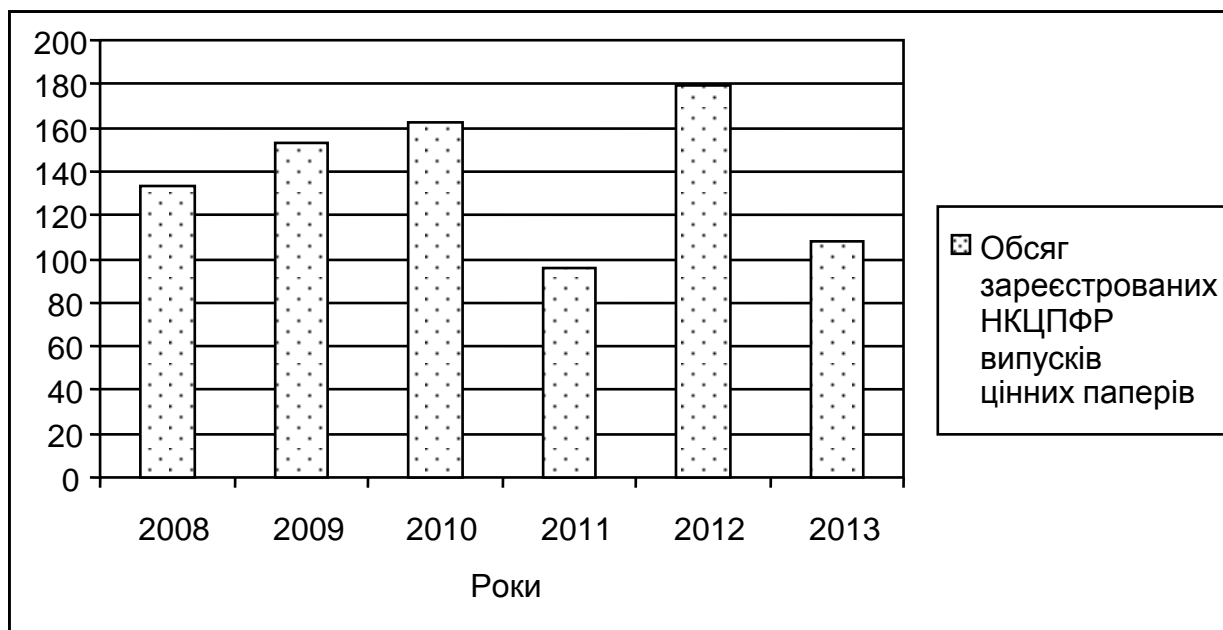


Рис. 2.3. Динаміка обсягу зареєстрованих НКЦПФР випусків цінних паперів, млрд грн (складено за матеріалами [206; 207])

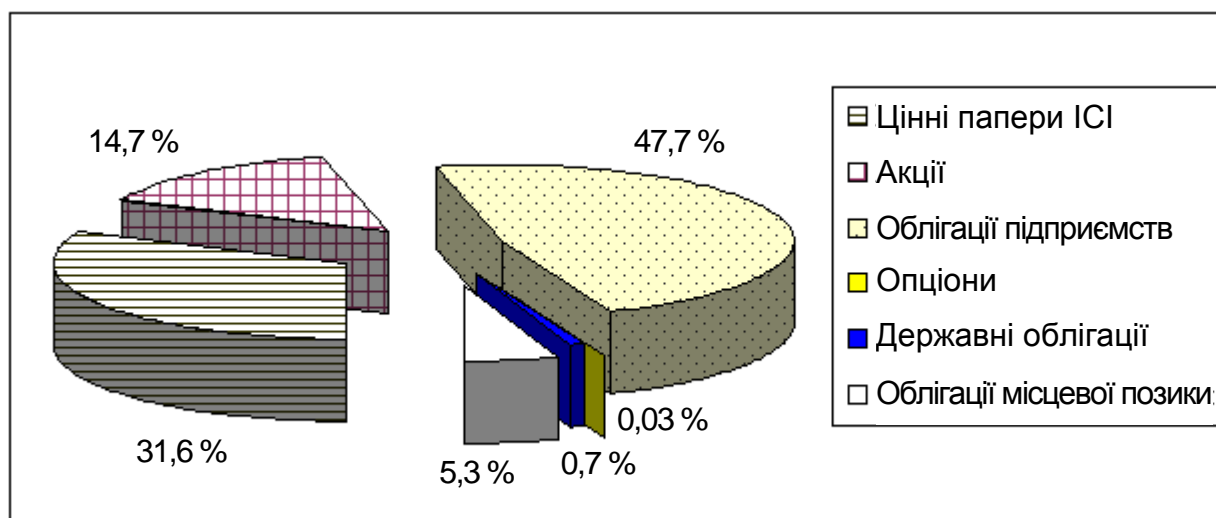


Рис. 2.4. Частка окремих видів фінансових інструментів у обсязі зареєстрованих НКЦПФР випусків цінних паперів, %

Така тенденція зберігалася протягом 2010 – 2012 рр. Акції мали найвагомішу частку у 2009 році, у 2 рази перевищивши частку інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів та акцій корпоративних інвестиційних фондів (емісійних цінних паперів ІСІ). Насамперед, таку ситуацію пояснює зростання кількості зареєстрованих інвестиційних фондів (у 2011 році на 11,26 %, тобто зі 150 до 196 фондів). Лідруючі позиції

за їх кількістю за цей період займали м. Київ, Дніпропетровська і Харківська області.

А от частка облігацій протягом досліджуваного року суттєвими темпами збільшувалась, так у 2011 році порівняно з 2010 роком їх емісія збільшилась майже у 2 рази. Також за останній рік відновився інтерес до державних облігацій (майже 13 % у загальному обсязі емісійних цінних паперів).

Порівняно з 2010 роком, коли НКЦПФР не було зареєстровано жодного випуску облігацій місцевих позик, у 2011 році спостерігалось відновлення ринку муніципальних облігацій. Протягом 2011 року регулятор зареєстрував 8 випусків облігацій місцевих позик на загальну суму 584,50 млн грн. А вже у 2013 році така позитивна тенденція закріпилась: зареєстровано 12 випусків на загальну суму 5,68 млрд грн, що більше на 5,10 млрд грн, ніж у попередньому році. До переліку зареєстрованих випусків облігацій місцевих позик увійшли Київська міська рада з обсягом випуску 5415,25 млн грн, Дніпропетровська міська рада – 190 млн грн, Запорізька міська рада – 50 млн грн, Кременчуцька міська рада – 25 млн грн.

Таблиця 2.1

Частка фінансових інструментів в загальному обсязі зареєстрованих випусків емісійних цінних паперів

Вид фінансового інструмента	Частка в загальному обсязі зареєстрованих випусків емісійних цінних паперів за роками, %			
	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.
Цінні папери ІСІ	31,42	47,59	41,17	31,6
Акції	62,13	42,48	28,33	14,6
Облігації підприємств	6,21	9,93	17,49	47,7
Державні облігації	–	–	12,72	0,7
Облігації місцевої позики	0,23	–	0,28	5,3
Опціони	–	0,0027	0,001	0,029

Така тенденція свідчить про зацікавленість органів місцевого самоврядування інструментами ринку цінних паперів для залучення інвестицій у розвиток регіонів та їх інфраструктури.

Засобом широкого залучення капіталу до інвестиційно-інноваційної діяльності, окрім емісії підприємствами цінних паперів, також є торгівля

фінансовими інструментами. Як зазначено у Звіті НКЦПФР, останні роки характеризуються тенденцією рекордного збільшення обсягу виконаних договорів торговцями цінних паперів.

Цей показник у 2011 році становив 2 147,52 млрд грн, що більше ніж обсяг виконаних договорів у 2010 році на 609,73 млрд грн. А з урахуванням обсягу торгів на строковому ринку, який за результатами звітного року становив 23,58 млрд грн, загальний обсяг торгів на ринку цінних паперів сягнув 2 171,10 млрд грн. Усе це свідчить про збільшення ролі ринку цінних паперів, його високий потенціал та привабливість.

Структуру торгів за видами фінансових інструментів у 2012 році наведено на рис. 2.5.

Слід зазначити, що ця структура непостійна і за останні 3 роки значно змінилася. Порівняння частки основних видів цінних паперів за період 2009 – 2012 рр. наведено у табл. 2.2.

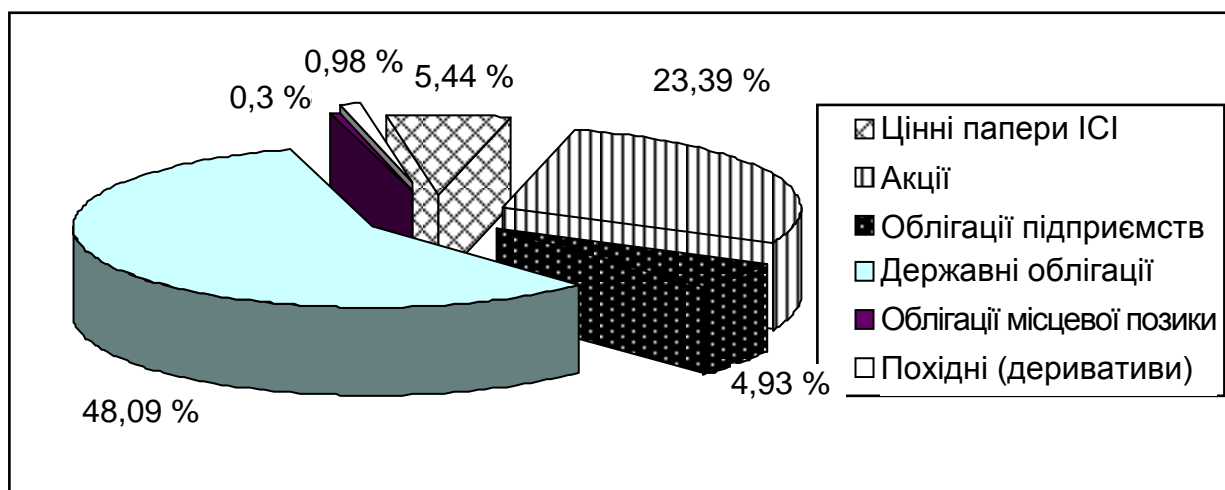


Рис. 2.5. Структура торгів у 2012 році за видами фінансових інструментів

Збільшення обсягів торгів на фондових біржах у 2012 році певною мірою спричинено підвищеною активністю вторинного ринку акцій та державних облігацій України. І хоча обсяг торгів на біржовому ринку зріс на 28,23 млрд грн, у цілому частка цього ринку в загальному обсязі торгів на ринку цінних паперів, порівняно з 2011 роком, зменшилася на 0,6 % і становила 12,59 %. Загальний обсяг торгівлі цінними паперами та іншими фінансовими інструментами на організаторах торгівлі продемонстровано в табл. 2.2.

У 2012 році найбільший обсяг виконаних договорів на ринку цінних паперів спостерігався з державними облігаціями (48,09 %), збільшення порівняно з 2011 роком на 8,68 %.), а також акціями (23,39 %, зменшення на 5,91 %).

Таблиця 2.2

Частка обсягу торгів окремими видами фінансових інструментів в загальному обсязі торгів на ринку цінних паперів

Вид фінансового інструменту	Частка в загальному обсязі торгів за роками, %			
	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.
Цінні папери ІСІ	7,50	7,49	5,27	5,44
Акції	44,11	36,09	29,30	23,39
Облігації підприємств	7,60	4,51	4,78	4,93
Державні облігації	9,28	22,97	39,41	48,09
Облігації місцевої позики	0,06	0,03	0,08	0,30
Похідні (деривативи)	0,08	0,24	1,1	0,98

Графічно динаміка часток операцій з окремими видами фінансових інструментів у загальному обсязі біржових контрактів на організаторах торгівлі продемонстрована на рис. 2.6.

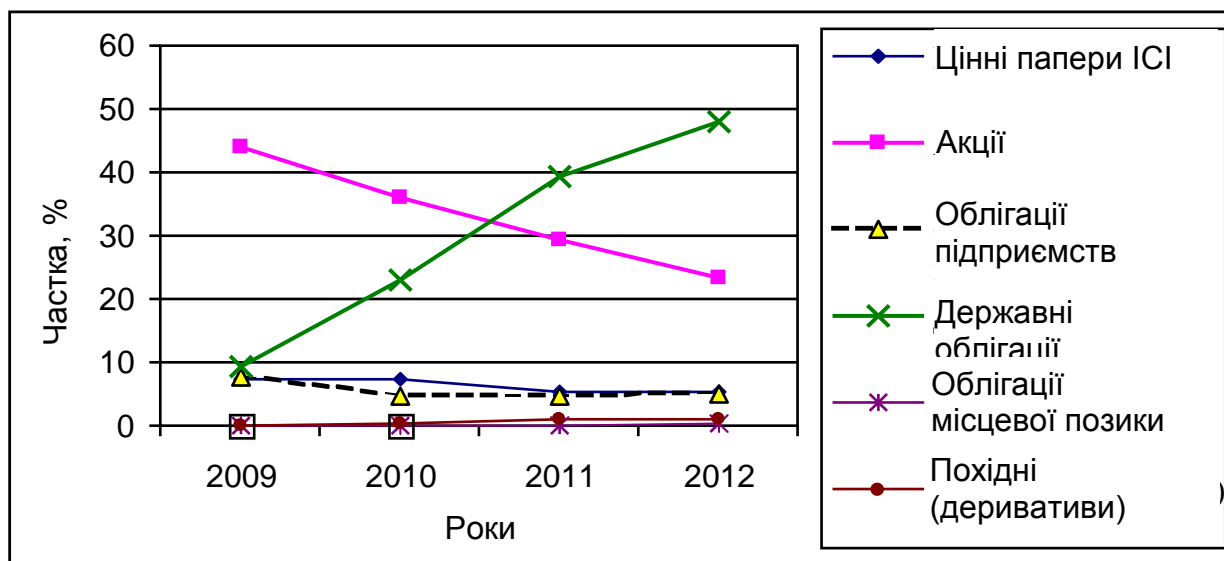


Рис. 2.6. Динаміка часток операцій з окремими видами фінансових інструментів на ринку цінних паперів

Незмінну висхідну тенденцію за період 2009 – 2011 рр. мали облігації місцевої позики та похідні цінні папери (деривативи), хоча їх загальний обсяг сукупно не перевищує 1 % операцій з торгівлі цінними паперами. У 2013 році їх частка знов знизилася до третини відсотка. Облігації підприємств та акції мали пікові значення часток у 2009 році, в той час як державні облігації за цей період мали найнижче значення частки за 4 роки.

Пожвавлення інтересу до державних облігацій, з одного боку, свідчить про те, що їх обіг носить ринковий характер, а, з іншого боку, про підвищення довіри інвесторів до цих інструментів. Цікавим є той факт, що цінні папери ІСІ, які, як зазначалося, є лідерами в емісії серед інших видів інструментів, разом з акціями єдині мали майже незмінну низхідну тенденцію, тільки за 2009 – 2010 роки скоротивши свою частку у торгах майже у 1,5 рази, що зокрема може свідчити про стабільність доходу за ними та низькими ризиками, що не викликає бажання у їх власників ними торгувати.

Обсяг виконаних договорів торговцями цінних паперів з нерезидентами у 2012 році становив 463,71 млрд грн, що на 105,68 млрд грн більше, ніж у 2011 році. За цих умов частка договорів з нерезидентами у загальному обсязі виконаних договорів збільшилася у 2011 році на 3,24 % до 16,67 %, а у 2012 році частка ще збільшилась до 18,50 %, що є свідченням поглиблення інтеграції національного ринку цінних паперів у світовий ринок капіталу. Слід зазначити, що протягом двох останніх років спостерігалася тенденція до переважання операцій з продажу над операціями з купівлі цінних паперів за участю нерезидентів (окрім 2012 року), що може свідчити про незначний відтік іноземного капіталу. Хоча незважаючи на таку ситуацію, за період 2011 – 2012 рр. обсяг купівлі цінних паперів нерезидентами продемонстрував зростання у 2011 році майже на 90 млрд грн (порівняно з 2010 роком) та у 2012 році на 11,20 млрд грн (порівняно з 2011 роком).

У цілому зростання обсягів торгів на фондовому ринку пояснюється збільшенням обсягів фінансових ресурсів, що інвестуються в цінні папери українських емітентів як вітчизняними, так й іноземними інвесторами, а також – зростанням вартості цінних паперів емітентів, з якими укладались угоди. Найбільший обсяг номінальної вартості іменних цінних паперів власників нерезидентів, які володіли пакетами акцій розміром 10 % і більше у 2012 році зафіксовано серед працівників Кіпру (38,37 %), Росії (13,26 %). Нідерландів (8,86 %) та Австрії (8,71 %).

Найбільшим досягненням останніх трьох років стало значне збільшення обсягів біржової торгівлі. Протягом 2013 року спостерігалася досить висока активність біржового ринку в Україні, про що свідчать показники обсягу біржової торгівлі цінними паперами. Так, за результатами торгів на організаторах торгівлі обсяг біржових контрактів (договорів) у 2013 році становив 263,67 млрд грн (збільшення склало 28,23 млрд грн). У 2012 році цей показник був на рівні 235,44 млрд грн, що більше майже у 2 рази за обсяг торгів у 2010 році та у 6,5 разів за показник 2009 року. Зростання обсягів торгів на фондовому ринку пояснюється збільшенням обсягів фінансових ресурсів, які інвестуються в цінні папери українських емітентів як вітчизняними, так і іноземними інвесторами, а також суттєвим зростанням вартості цінних паперів емітентів, з якими укладались угоди. При цьому на ринку продовжується домінування вторинної торгівлі.

Яскравим свідченням динамічного розвитку біржового сегменту ринку цінних паперів є поява нових фінансових інструментів торгівлі.

У рамках розширення інструментів ринку цінних паперів та результатом 2012 року стала активізація роботи строкового ринку, обсяг торгів на якому зріс у 6,5 разів.

У 2013 році частка цього ринку у загальному обсязі торгів склала 9,26 %. Так, після відкриття на ПАТ "Українська біржа" секції строкового ринку сума контрактів за деривативами помітно зросла – з 3,59 млрд грн у 2011 році до 23,58 млрд грн у 2012 році.

Зростання показників строкового ринку свідчить про все більше використання інвесторами можливостей хеджування ризиків за допомогою цих фінансових інструментів [207, с. 35]. Таким чином, розвиток строкового ринку наближає український ринок до кращих світових стандартів.

Слід зазначити, що у разі активного розвитку ринку цінних паперів важливі умови, в яких цей розвиток відбувається, зокрема державне регулювання та якість корпоративного управління основних учасників ринку.

Основними механізмами державного регулювання є нормотворча діяльність, реєстрація суб'єктів ринку цінних паперів та емісії цінних паперів, проведення фінансового моніторингу.

Важливим з огляду мети дослідження є питання здійснення перевірок НКЦПФР та їх наслідки. Кількість планових і позапланових виїзних перевірок та кількість суб'єктів первинного фінансового моніторингу, в діяльності яких виявлено порушення у 2008 – 2013 роках наведено на рис. 2.7.

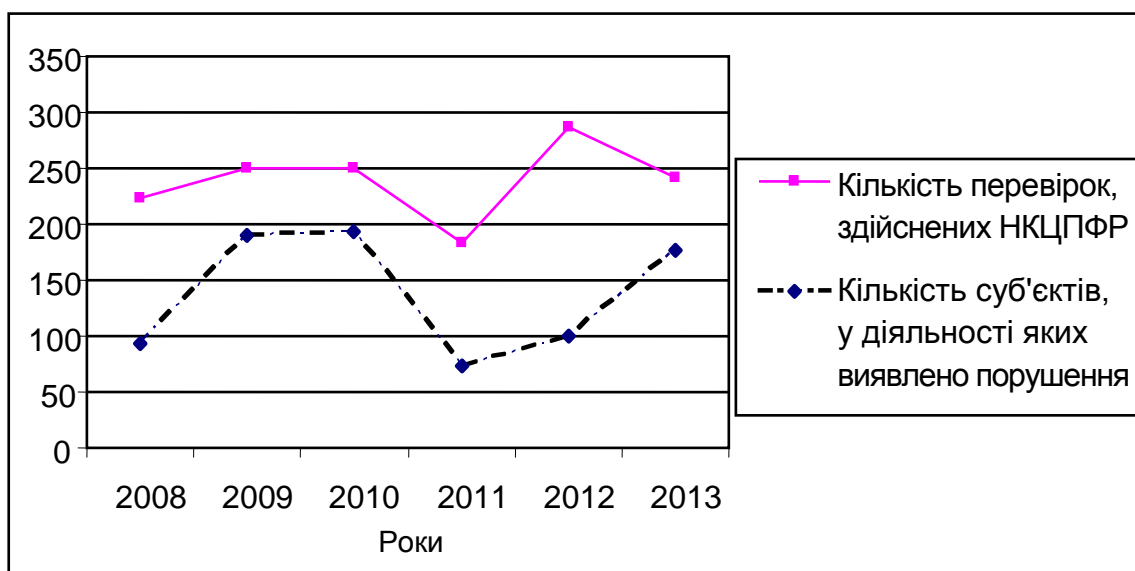


Рис. 2.7. Кількість перевірок суб'єктів ринку цінних паперів

Аналіз таких показників фінансового моніторингу показує, що тенденція кількості порушників майже повторює тенденцію кількості перевірок (винятком є 2013 рік), але якщо простежити відсоток виявлених суб'єктів первинного фінансового моніторингу з порушеннями, то виявляється, що у 2008 році він склав 41,5 %, 2009 році – 76 %, 2010 році – 77,2 %, 2011 році – 40,2 % та у 2012 році – 34,8 %. Тобто найбільше порушень було за період 2009 – 2010 років, а починаючи з 2010 року їх кількість зменшилась у 1,9 рази та ще на 5,4 %, незважаючи на зростання кількості перевірок у 1,5 рази. Цей факт може свідчити про посилення фінансової та правової дисципліни учасників ринку цінних паперів, що відповідає меті державного контролю в цій сфері. Логічним проявом таких зрушень у контрольній діяльності стало впровадження у 2012 році єдиного державного реєстру випусків цінних паперів, інформація про випуски яких стала загальнодоступною як для інвесторів, так і громадськості, що сприятиме посиленню прозорості операцій на ринку цінних паперів.

Слід зазначити, що методика фінансового моніторингу передбачає планування періодичності контрольних заходів залежно від критерію ризикованості суб'єктів контролю, а отже, перевірки здійснюються нерівномірно за всіма учасниками ринку цінних паперів. Так, в аспекті видів суб'єктів Комісією проведено більше перевірок торговців (в тому числі торговців-зберігачів) цінними паперами (38,01 % контрольних-перевірочних заходів), оскільки ці суб'єкти укладають та виконують операції з цінними паперами; найбільше порушень законодавства в сфері запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним

шляхом, або фінансуванню тероризму виявлено саме в діяльності торговців цінними паперами.

Серед основних видів порушень за результатами перевірок у 2011 році – невиявлення, несвоєчасне виявлення та порушення порядку реєстрації фінансових операцій, що відповідно до законодавства підлягають фінансовому моніторингу, а також порушення вимог щодо ідентифікації та вивчення фінансової діяльності осіб у випадках, передбачених законодавством [207, с. 64]. Найбільш характерними порушеннями в діяльності професійних учасників ринку цінних паперів стали порушення правил здійснення операцій за видами діяльності та ліцензійних умов проведення професійної діяльності [208, с. 68].

З метою усунення причин та умов, що сприяють використанню ринку цінних паперів для легалізації коштів, одержаних злочинним шляхом, протягом 2011 – 2012 рр. тривала робота і в системі відстеження та запобігання використанню цінних паперів як засобу для відмивання злочинних доходів. НКЦПФР ведеться та оприлюднюється на офіційному веб-сайті Комісії перелік емітентів цінних паперів, про які є відомості щодо відсутності за місцезнаходженням юридичної особи, або про які відсутнє підтвердження відомостей про юридичну особу, який на кінець 2011 року налічував 2 246 емітентів цінних паперів. Ця інформація є корисною для інвесторів та професійних учасників ринку для оцінки ризику проведення операцій на фондовому ринку.

Мінімізувати порушення суб'єкти ринку цінних паперів можуть тільки у разі підвищення ефективності корпоративного управління, тобто системи відносин між інвесторами-власниками товариства, його менеджерами, а також зацікавленими особами для забезпечення ефективної діяльності товариства, рівноваги впливу та балансу інтересів учасників корпоративних відносин. Саме це є одним з ключових елементів і передумовою успішної діяльності товариства, підвищення довіри інвесторів. У рамках корпоративного управління визначається, яким чином інвестори здійснюють контроль за діяльністю менеджерів, а також яку відповідальність несуть менеджери перед інвесторами за результати діяльності товариства.

У свою чергу НКЦПФР відповідно до покладених на неї завдань здійснює методологічне забезпечення запровадження та розвитку принципів корпоративного управління згідно з законодавством; проводить перевірки діяльності емітентів у країні щодо стану корпоративного управління; узагальнює практику застосування законодавства з питань корпоративного управління.

Цікавими для аналізу з доступних даних виявились ті, що наведені у табл. 2.3 (складено за [207, с. 49] та [208, с. 57–58]).

Таблиця 2.3

Основні показники про стан корпоративного управління акціонерних товариств у 2007 – 2012 роках

Показники	Значення показника по роках					
	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.
Кількість товариств, які розкрили інформацію про стан корпоративного управління	6 091	6 104	4 936	5 479	5 390	7 784
Кількість проведених загальних зборів	5 029	4 996	4 067	5 001	5 006	7 171
Кількість товариств, які мають власний кодекс корпоративного управління	66	75	82	145	187	524
Частка товариств, в яких не менш, ніж раз на рік проводились аудиторські перевірки зовнішніми аудиторами, %	80,20	86,73	87,09	87,03	85,7	82,94

Більш детальний аналіз дозволяє зробити порівняння основних показників ефективності корпоративного управління акціонерних товариств в динаміці (рис. 2.8) (розраховано на основі даних НКЦПФР [207]).

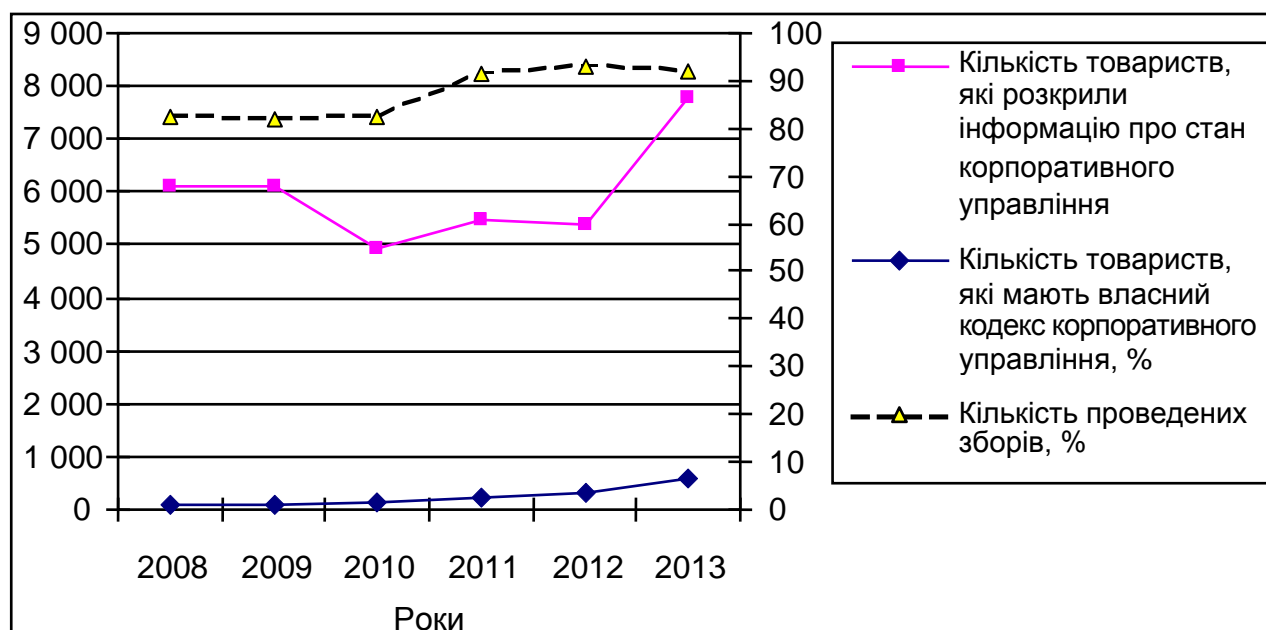


Рис. 2.8. Порівняння основних показників ефективності корпоративного управління акціонерних товариств

З'ясувалося, що такі показники, як кількість проведених зборів та кількість товариств, які мають власний кодекс корпоративного управління, у відсотках до загальної кількості товариств за період 2008 – 2011 років поступово зростали, найбільші їх темпи спостерігалися у 2012 році (відповідно 43,2 % та у 2,8 рази).

Це є позитивним фактом, особливо зважаючи на зменшення загальної кількості товариств у 2009 – 2012 роках порівняно з 2007 – 2008 роками, частково викликане посиленням законодавчих вимог до розміру статутного капіталу суб'єктів ринку цінних паперів.

Цікавим показником для аналізу є також частка товариств, в яких не менш, ніж раз на рік проводились аудиторські перевірки зовнішніми аудиторами. Отже, найбільші значення спостерігалися у 2009 році – 87,09 % та 2010 році – 87,03 %. У наступних роках було їх невелике зниження до 82,94 %. Але найвище, більше 80 %, значення цього показника вже свідчить про прозорість результатів діяльності суб'єктів господарювання для вкладників та зовнішніх інвесторів, а поступове його збільшення закріплює позитивність такої тенденції та підконтрольність товариств, що знижує ризик неефективного та прихованого корпоративного управління.

Хоча слід зазначити негативні риси та нестабільність у результатах фінансово-господарської діяльності акціонерних товариств. Як показав аналіз їх звітності за 2010 рік, наданої до регулятора, чистий прибуток становив 42,68 млрд грн, при цьому чистий збиток цих товариств становив 46,45 млрд грн, тобто в цілому негативне сальдо становило 3,77 млрд грн, а якщо без урахування банків та суб'єктів малого підприємництва негативне сальдо – 7,45 млрд грн.

За результатами 2011 року сальдо вже було позитивним, на рівні 50,62 млрд грн (чистий прибуток 84,90 млрд грн, збиток – 34,28 млрд грн), а без урахування банків та підприємців 48,44 млрд грн (чистий прибуток 80,09 млрд грн, збиток – 31,65 млрд грн). Зважаючи на тривале кризове становище товариств, про позитивну тенденцію впевнено можна буде говорити, якщо позитивне сальдо зберігатиметься декілька періодів поспіль.

Найбільший прибуток у 2011 році отримали акціонерні товариства м. Києва (6,78 % від загального обсягу чистого прибутку), Дніпропетровської області (32,06 %), Донецької (7,28 %) та Запорізької (2,79 %) областей.

Чистий прибуток суб'єктів малого підприємництва у 2011 році становив 1,43 млрд грн, при цьому ці емітенти отримали чисті збитки в розмірі 2,63 млрд грн, що на 1,05 млрд грн більше за показник 2010 року. Чистий прибуток банків у 2011 році знизився з 4,29 млрд грн до 3,38 млрд грн.

Капіталізація банківського сектору у попередньому, 2010 році, зростала, в тому числі за рахунок додаткової емісії цінних паперів, що меншою мірою відбувалося у 2011 році.

Активи акціонерних товариств (крім банків) за 2010 рік зросли на 178,87 млрд грн та на кінець 2010 року становили 1 253,5 млрд грн. Власний капітал акціонерних товариств збільшився на 11,08 млрд грн та на кінець 2010 року становив 418,66 млрд грн [207, с. 48]. Підтверджує нестійкість стану товариств, незважаючи на прибутковість, той факт, що вже у 2011 році зменшилися на 127,75 млрд грн та досягли 1 225,75 млрд грн. Власний капітал акціонерних товариств теж зменшився на 61,65 млрд грн та на кінець 2011 року становив 470,28 млрд грн [208, с. 56].

Якщо дослідити дивідендну політику вітчизняних акціонерних товариств, що відображає розподіл прибутку компаніями між власниками її акцій, то у зв'язку з досить складним фінансовим становищем вітчизняних підприємств та компаній, більшість із них останніми роками дотримувались консервативної дивідендної політики, реінвестуючи майже весь прибуток у розвиток бізнесу, чи не розподіляючи прибуток.

Проте в 2010 році ситуація дещо змінилася, і сума нарахованих акціонерними товариствами дивідендів, за даними фінансової звітності, в 2011 році становила 21,19 млрд грн.

У той же час за підсумками 2011 року акціонерні товариства сплатили дивідендів на загальну суму 22,34 млн грн, що порівняно з 2010 роком значно більше, а саме: на 9,24 млн грн.

Отже, ще одним негативним фактором, який може стримувати вкладання коштів у фінансові інструменти, є нестабільність дохідності та ще поки низькі показники ліквідності цінних паперів, а також політики розподілу прибутку.

Таким чином, можна зробити висновок про те, що в 2010 – 2013 роках вітчизняний ринок цінних паперів почав відновлюватися після кризи 2008 – 2009 років й набуває позитивної динаміки.

Основними тенденціями його розвитку у 2010 році, з одного боку, було зменшення обсягів емісії цінних паперів, однак з іншого – значне зростання обсягів біржової торгівлі. Саме цей рік став переламним за багатьма показниками.

Особливостями функціонування ринку цінних паперів за 2007 – 2012 роки стали:

швидкі темпи зростання обсягів торгівлі цінними паперами, особливо на організованому фондовому ринку;

суттєве збільшення залучених інвестицій через інструменти ринку цінних паперів;

відновлення тенденцій до зростання зареєстрованих НКЦПФР обсягів емісії цінних паперів;

відродження інтересу до випуску і проведення операцій з торгівлі державними облігаціями;

переважання операцій з продажу над операціями з купівлі цінних паперів за участю нерезидентів, що свідчить, урахувавши їх обсяги, про незначний відтік іноземного капіталу;

збільшення обсягів фінансових ресурсів, які інвестуються в цінні папери українських емітентів у ході зростання їх вартості, що викликало в цілому зростання обсягів торгів на фондовому ринку;

значне збільшення обсягів біржової торгівлі;

розширення інструментів ринку цінних паперів та активізація роботи строкового ринку;

посилення державного регулювання організації здійснення операцій на фондовому ринку.

Основними завданнями на наступні роки у НКЦПФР називаються збільшення капіталізації та ліквідності фондового ринку, вдосконалення ринкової інфраструктури та покращення умов і правил державного регулювання та нагляду на цьому ринку.

Зважаючи на мету дослідження доцільним виявляється розгляд досвіду функціонування ринку цінних паперів в іноземних країнах, переваг та недоліків його регулювання і фінансового забезпечення його розвитку, а також виявлення можливостей застосування його позитивних складових у сучасних умовах в Україні.

2.2. Вибір позиції українського ринку цінних паперів та його фінансового забезпечення порівняно із зарубіжним досвідом

Ефективність функціонування ринку цінних паперів та його учасників слід розглядати у двох аспектах: як забезпечення вирішення важливіших фінансових і соціально-економічних проблем та як індикатор розвитку держави. У зв'язку з цим проблеми вдосконалення фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів потребують дослідження і трансформації з урахуванням переплетення економічних та соціальних відносин, втілених у процесах здійснення операцій на фінансових

ринках. Збереження слабких позицій України у фінансовій сфері є неприйнятним для українських учасників ринку цінних паперів з кількох причин – це складність та хаотичність державного регулювання, обмеженість фінансового потенціалу фактичних і потенційних інвесторів та знов таки недовіра до банківського сектору як наслідок кризи. Так, за результатами міжнародних рейтингів (Світовий економічний форум, Женева, Швейцарія) у 2012 р. Україна зайняла 82-ге місце зі 142 країн за рівнем конкурентоспроможності, 118-те місце за рівнем розвитку фінансового ринку та 127-ме місце за ефективністю регулювання ринку цінних паперів [218].

Серед найбільш проблемних факторів розвитку бізнесу в Україні у першу п'ятірку увійшли корупція, податкове регулювання, доступ до фінансування, нестабільність державної політики, ставки податків. Спроектуювши їх дію на ринок цінних паперів, можна дійти висновку, що корупція та нестабільність державної політики підриває довіру до операцій з фінансовими інструментами в Україні та підвищує ризики невизначеності як для вітчизняних, так і іноземних інвесторів. Так само не ефективно податкове регулювання та високі ставки податків знижують фактичну та потенційну дохідність цінних паперів, а складний доступ до фінансування зменшує фінансовий потенціал ринку цінних паперів та його учасників. Як можна спостерігати, в умовах післякризового поживлення цього ринку, проблемність саме цих факторів привносить суттєві перешкоди для його подальшого розвитку.

За таких обставин цікавим є більш докладне дослідження позицій України в глобальному просторі у фінансовій сфері. Так динаміка змін фінансового ринку України в рейтингу конкурентоспроможності країн світу за період 2009 – 2013 років наведена в табл. 2.4.

Таблиця 2.4

Динаміка змін фінансового ринку України в рейтингу конкурентоспроможності країн світу*

Фактори	Ранжування факторів за роками				Зміна показника (+/-)		
	2008 – 2009 (t ₁)	2009 – 2010 (t ₂)	2010 – 2011 (t ₃)	2011 – 2012 (t ₄)	(t ₂)/(t ₁)	(t ₃)/(t ₂)	(t ₄)/(t ₃)
1	2	3	4	5	6	7	8
Конкурентоспроможність	72/134	82/133	89/139	82/142	+10	+7	-7

Закінчення табл. 2.4

1	2	3	4	5	6	7	8
Рівень розвитку фінансового ринку	85	106	119	116	+21	+13	-3
Наявність фінансових послуг	91	100	108	115	+9	+8	+7
Доступність фінансових послуг	110	124	121	123	+14	-3	+2
Фінансування через місцевий фондовий ринок	92	107	122	123	+15	+15	+1
Доступність позичок	66	87	120	128	+21	+33	+8
Доступність венчурного капіталу	58	91	130	114	+33	+39	-16
Надійність захисту інвесторів	107	110	125	–	+3	+15	–
Надійність банків	112	133	138	141	+21	+5	+3
Регулювання обороту цінних паперів (фондового ринку)	120	127	127	127	+7	0	0
Індекс надійності юридичних прав у фінансовій сфері (1 – 10, 10 – кращий показник)	8	5	6	8	-3	+1	+2

* *Примітка:* складено за матеріалами *The Global Competitiveness Report* (Світовий економічний форум, Женева, Швейцарія) [215 – 218].

Як видно з даних табл. 2.4, покращення позиції України відбулося за загальним показником рівня розвитку фінансового ринку (на 3 позиції), доступністю венчурного капіталу (на 16 позицій) та за надійністю юридичних прав у фінансовій сфері (зростання індексу на 2 бали за десятибальною шкалою).

Саме останній показник є наслідком удосконалення нормативно-правової бази та посилення контролю на фондовому ринку в державі.

Найістотніше погіршення постерігалось за показником доступності позичок (на 8 позицій), наявності фінансових послуг (на 7 позицій) та надійності банків (на 3 позиції).

Причому саме за цими параметрами країна за останні 4 роки найбільше втратила свою конкурентоспроможність: доступність позичок на 62 позиції, а за надійністю банків на 29. Другу сходинку серед найслабших показників стабільно, без змін за останні 3 роки, є ефективність регулювання фондового ринку (127-ме місце).

У табл. 2.5 наведено результати порівняння конкурентоспроможності (КСП) України з іншими державами у фінансовій сфері.

Таблиця 2.5

Позиції України за конкурентоспроможністю у фінансовій сфері

Країни	КСП		Рівень розвитку фінансового ринку		Регулювання обороту цінних паперів (фондового ринку)	
	2010 р.	2011 р.	2010 р.	2011 р.	2010 р.	2011 р.
Швейцарія	1	1	8	7	9	12
США	4	5	31	22	64	48
Німеччина	5	6	36	39	35	52
Японія	6	9	39	32	40	36
Франція	15	18	16	18	17	18
Польща	39	41	32	34	31	30
Іспанія	42	31	56	64	112	107
Італія	48	43	101	97	72	63
Росія	63	66	125	127	118	116
Греція	83	90	93	110	69	84
Україна	89	82	119	116	127	127

Співвідношення позицій країн за період 2010 – 2011 років наведено на рис. 2.9 та 2.10 відповідно.

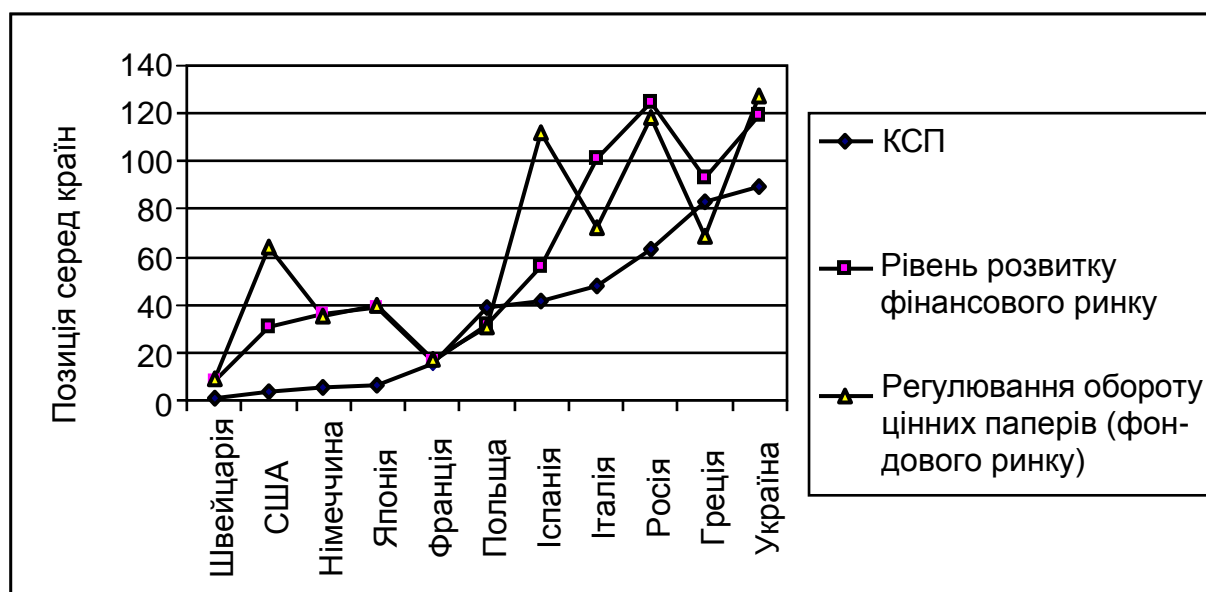


Рис. 2.9. Співвідношення позицій країн у 2010 році

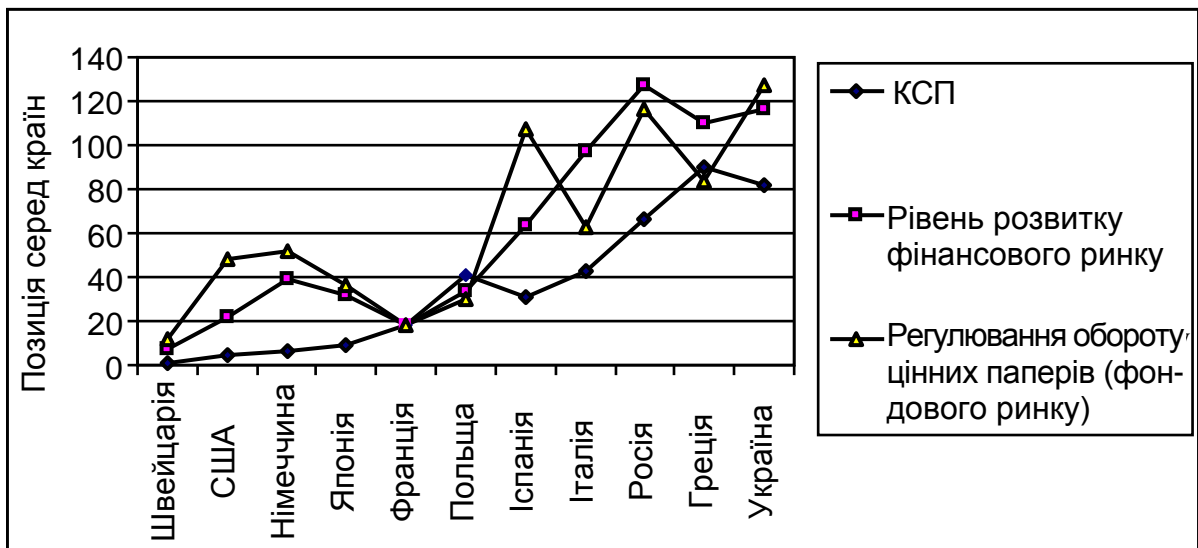


Рис. 2.10. Співвідношення позицій країн у 2011 році

Як видно з рис. 2.9 та 2.10, розрив між позиціями показників країн, які входять до перших сорока у рейтингу конкурентоспроможності, найменший, тоді коли у країн із більш низьким рівнем конкурентоспроможності він великий. Причому цікавим є той факт, що найгіршим у цьому випадку є фактор регулювання фондового ринку. Серед країн з порівняно нижчим показником конкурентоспроможності від цієї тенденції є різкі відхилення у таких країн, як Греція та Італія. Зокрема поясненням може бути жорстке, масштабне регулювання (в тому числі за ініціативою Євросоюзу) через відому кризу в цих країнах та затяжний посткризовий період, особливо у Греції (погіршення показника ще на 15 пунктів).

Усе це, насамперед, пов'язано з важливістю фінансової сфери та залежністю інвестиційної привабливості, як з боку резидентів, так і нерезидентів, від розвиненості такої складової фінансового ринку, як ринку цінних паперів.

Аналіз наведеного дозволяє зробити такий висновок: з підвищенням рівня розвитку держави підвищується значущість і знижується проблемність більшості фінансових факторів у веденні бізнесу, в той час як проблемність регулювання обороту цінних паперів останні два проаналізовані періоди підвищувалась. Зважаючи на існуючі проблеми держави в сфері забезпечення функціонування та розвитку фінансового ринку, зокрема фондового, можна констатувати слабкий інтерес до цих питань з боку бізнесу. А отже, завданням державної фондової політики має стати своєчасна трансформація механізмів правового та податкового

регулювання ринку цінних паперів відповідно до змін потреб бізнес-середовища та країни в цілому.

Отже, результати попереднього порівняння конкурентоспроможності країн світу з точки зору розвитку ринку цінних паперів доводять наявність суттєвих проблем у цій сфері в Україні, що доводить необхідність дослідження іноземного досвіду організації його функціонування. У ході цього науковий інтерес становлять:

- особливості нормативно-правового регулювання ринку цінних паперів;
- види фінансових інструментів та їх розповсюдження;
- специфіка регулювання біржової діяльності;
- результати функціонування ринку цінних паперів.

Як показує практика у країнах, де утвердилися ринкові відносини, фінансовий капітал значною мірою формується на ринку цінних паперів. Якщо ринок цінних паперів розвивається дуже активно й виривається вперед, то у разі виникнення нестабільності в країні саме він першим приймає на себе кризові прояви. Подібні закономірності це поки що не повною мірою проявляються в Україні, оскільки ринок цінних паперів попри всі зусилля не набрав достатньої ваги на ринку капіталів, не набув системного регулювання перш за все з боку фінансового права і не має необхідного впливу на економіку, яка лише нещодавно отримала статус ринкової. У країнах з ринковою економікою наявний колосальний попит на фундаментальні наукові розробки, які б юридичним чином підтримували розвиток акціонерного капіталу, і водночас встановлювали фінансово-правові правила поведінки на фондовому ринку. Саме тому специфіка становлення ринку цінних паперів, і зокрема ринку цінних паперів, фінансово-правове регулювання зазначених ринкових інституцій, є важливою науковою і водночас практичною проблемою, що підтверджує доцільність дослідження іноземного досвіду з цього питання та знаходження шляхів адаптації його позитивних моментів в Україні.

Країни світу різняться між собою рівнем економічного, соціального, політичного та іншого розвитку, що зумовлює відповідні особливості суспільно-господарського правління та побудови контролюючої системи. Найбільшу цінність для реформування контролю в Україні мають досягнення економічно розвинених країн, оскільки саме вони історично започаткували становлення суспільства на принципах демократії та побудову господарських систем на ринкових засадах. Отже, адаптоване запозичення зарубіжного досвіду організації та контролю діяльності учасників ринку цінних паперів має стати своєрідним орієнтиром для України:

має сприяти усвідомленню об'єктивної необхідності контролю в забезпеченні функціонування господарських систем у суспільстві з перехідною економікою;

підтвердити нагальність приведення контролю відповідно до вимог, які нині в усьому світі динамічно змінюються;

його використання мусить позитивно впливати на вдосконалення системи контролю в ході реалізації в Україні комплексної суспільно-правової реформи.

Результати аналізу сутності, переваг та недоліків існуючих моделей державного регулювання ринку цінних паперів у вітчизняній та іноземній практиках наведено в табл. В.1 додатка В.

З'ясовано, що в міжнародній практиці прийнято виділяти дві основні моделі регулювання ринку цінних паперів:

Регулювання ринку переважно є функцією державних органів. Лише невелика частина повноважень щодо нагляду, контролю, встановленню правил держава передає об'єднанням професійних учасників ринків цінних паперів.

Передача максимально можливого обсягу повноважень саморегулюючим організаціям (об'єднанням професійних учасників ринків цінних паперів), за таких умов за державою зберігаються основні контрольні позиції. В даному випадку значне місце в контролі займають не жорсткі розпорядження, а традиції, що склались, система погоджень та переговорів.

За першою моделлю діють у Франції та США. Такій моделі притаманний активний контроль держави за розвитком РЦП, що виражається у жорстких вимогах до емітентів цінних паперів. Перевагою є забезпечення максимального захисту прав та інтересів інвесторів, але це ж і формує недолік – зниження привабливості ринку, особливо для іноземних учасників.

Друга модель прийнята у Великобританії та більшості країн Західної Європи. Державі відведена переважно нормотворча функція. Безпосереднє регулювання РЦП здійснюють саморегулювні організації та уповноважені біржі. У світовій практиці накопичено значний досвід діяльності саморегулювних організацій і визначено два основні принципи саморегулювання: по-перше, режим регулювання має повністю використовувати потенціал саморегулювних організацій, які здійснюють нагляд за відповідними секторами, а інтенсивність контролю залежить від розміру та особливостей ринків у цілому; по-друге, такі структури підлягають контролю з боку регулятора і повинні неупереджено та адекватно ставитися до своїх

учасників, дотримуватися конфіденційності, користуючись наданими їм законодавством повноваженнями та обов'язками. З одного боку, таким чином відбувається економія коштів на утримання регуляторів та досягається швидкість прийняття рішень за конкретних умов. А з іншого, – низька підконтрольність і керованість, необхідність у більш гнучкій фондовій політиці, особливо за умов зміни вимог учасників ринку.

Саморегульованими організаціями у світовій практиці вважаються некомерційні, недержавні організації, що створюються професійними учасниками ринку цінних паперів на добровільній основі з метою регулювання певних аспектів ринку на підставі державних гарантій, які виражаються у наданні їм державного статусу саморегульованих організацій. Держава нібито віддає частину своїх функцій щодо нагляду і регулювання ринку для того, щоб самі професійні оператори ринку цінних паперів встановили для себе правила і здійснювали контроль за їх виконанням.

Такі організації можуть створюватися на міжнародному рівні (Міжнародна федерація фондових бірж) або на національному рівні (США – Національна асоціація інвестиційних дилерів (NASD), Росія – Професійна асоціація реєстраторів, трансфер-агентів і депозитаріїв (ПАРТАД), Україна – Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв (ПАРД) та ін.).

Структура державних органів, що регулюють РЦП, залежить від прийнятої моделі ринку (банківської, небанківської) та ступеня централізації управління в країні та автономії регіонів. У країнах з федеративним устроєм частина повноважень держави на ринку цінних паперів прийнято передавати територіям. Державні органи з регулювання ринку цінних паперів можуть функціонувати на національному, міжрегіональному, регіональному і муніципальному рівнях.

Різняться країни і за моделлю організаційної структури державного регулювання діяльності фінансових установ, що накладає відбиток на функціонування ринку цінних паперів. У країнах із секторальною моделлю регулювання здійснюється окремими органами за секторами фінансового ринку – банківського, небанківського, ринку цінних паперів. При створенні моделі регулювання за завданнями, регулювання здійснюється за двома напрямками:

пруденційне регулювання, тобто попередження фінансових установ від банкрутства;

регулювання діяльності у фінансовій сфері з метою надання достовірної інформації та забезпечення інформаційної прозорості приватного бізнесу.

Якщо ж використовується модель мегарегулятора, контроль за будь-якою діяльністю з надання фінансових послуг здійснює єдиний орган, який охоплює функції тих регулятивних органів, що увійшли до його складу.

Кожній моделі притаманні переваги та недоліки. Так, для країн із моделлю мегарегулятора характерна універсалізація фінансових інститутів. Незважаючи на наявні позитивні риси і поширеність такого підходу, фінансова криза 2008 року поставила під сумнів ефективність роботи єдиного фінансового регулятора. Так, в Угорщині піддано критиці діяльність Органу з фінансового нагляду Угорщини, який допустив розкручування масового кредитування в іноземній валюті, втрату Угорщиною довіри на світових фінансових ринках. З огляду на що керівництво Угорщини розглядає необхідність посилення фінансового регулювання та повернення регулятивних функцій банківської системи до Національного банку Угорщини. Німеччина вже розпрощалася з практикою відокремлення функцій регулювання банківського сектору від Центрального банку та відновила функції Бундесбанку як єдиного регулятора на банківському ринку [110]. З березня 2011 року в Росії поєднано регулювання ринку небанківських фінансових послуг та ринку цінних паперів і водночас регулювання банківського сектору традиційно залишилося за Центральним банком Російської Федерації [210].

Різняться країни і за набором методів регулювання, які можуть комбінуватись у разі різних моделей регулювання ринку цінних паперів. При цьому, як правило, дотримуються двох підходів до способів регулювання: рестрикційний (складається з системи взаємопов'язаних методів з упорядкування процесів укладення угод на основі обов'язкових правил і вимог, при цьому невиконання останніх тягне встановлені міри відповідальності) та стимулюючий (в основі якого лежать методи активації певних процесів на ринку цінних паперів, наприклад податкові) [201, с. 40].

В Україні на даний час склалась змішана модель регулювання та функціонування ринку цінних паперів, функції щодо контролю за діяльністю на фондовому ринку розподілені між декількома державними органами. Тому, під час вибору національної моделі регулювання ринку цінних паперів важливо вивчити зарубіжний досвід, урахувати плюси і мінуси кожної моделі.

Порівняльний аналіз іноземного досвіду свідчить про те, що побудова системи контролю фінансового ринку та ефективність її функціонування значною мірою залежать від суспільно-політичного правління

та устрою певної країни, в зв'язку з чим існує потреба дослідження їх досвіду. Але пряме копіювання відповідної зарубіжної моделі може не лише не принести користі, а навпаки, зашкодити реформуванню системи контролю в Україні. Тому найдоцільнішим є звернення до надбань розвинених країн та виокремлення в їх складі кількох провідних типів, суспільний лад яких є найбільш близьким до існуючого в Україні.

У світовій практиці простежуються дві провідні моделі організації контролю фінансової сфері економіки, що зумовлені особливостями побудови правових систем зарубіжних країн: англосаксонська та континентальна системи права.

У країнах з англосаксонською системою права та правовими системами, що тяжіють до неї (Великобританія, США, Канада, Австралія, Ізраїль, Індія та інші), домінує монархична структура. Тому в цих країнах з метою здійснення контролю створені ієрархічно організовані структури під керівництвом президента (прем'єр-міністра) чи генерального аудитора, які обираються прямими виборами або призначаються шляхом узгодження законодавчим органом та вищою посадовою особою виконавчої влади і далі самостійно визначають структуру та призначають персонал установи.

Що стосується країн континентальної системи права, які мають більш глибокі історичні традиції в організації контролю, то вони пішли дещо іншим шляхом. У Франції, Німеччині, Італії та інших європейських країнах контрольні функції покладені на утворені вищими органами влади рахункові палати, які в той же час є незалежними у внутрішніх та зовнішніх питаннях їх діяльності. Вони побудовані за колегіальним принципом, для якого характерна децентралізація прийняття рішень та наявність спеціальних органів, уповноважених приймати ці рішення більшістю голосів.

Слід також зазначити, що зарубіжні досягнення в побудові системи контролю фінансового ринку та результатах її функціонування не варто сприймати як готовий аналог для прямого запозичення. У той же час досвід економічно розвинених країн може стати певним критерієм сучасного становлення та майбутнього вдосконалення державного контролю діяльності учасників фінансового ринку в Україні.

Тому інтеграція України в загальносвітове економічне середовище вимагає єдності концептуальних основ контролю, перегляду ціннісних орієнтацій в його організації і здійсненні, пов'язаної з реформуванням суспільно-правової системи та переходом на принципово нові засади

здійснення економічних відносин. Відтак результативність реорганізації контролю значною мірою зумовлюється тим, яка модель контролю буде прийнятою та які принципові основи його здійснення будуть закладені.

Незважаючи на схожий перелік інструментів ринку цінних паперів, у різних країнах простежується відмінність у їх структурі. Яскравим прикладом є особливості використання державних облігацій, до яких активізувався інтерес в Україні, як було показано у підрозділі 2.1.

У більшості країн світу внутрішні державні облігації є найважливішою складовою у структурі державного боргу і суттєво впливають на функціонування економіки [212]. У розвинутих країнах, як правило, практично всю заборгованість держави втілено у цінних паперах, які випускаються для внутрішнього та зовнішнього ринків. Держава, емітуючи цінні папери, виступає на фінансових ринках у ролі позичальника, причому на ринку цінних паперів державні структури (наприклад, міністерства фінансів) є найбільш крупним позичальником. Більша частина державних цінних паперів розміщена на їх внутрішніх ринках.

У світі на внутрішні державні боргові цінні папери припадало 95 % від загальної суми заборгованості, а на зовнішні, відповідно – лише 5 % [212]. Слід зазначити, що в Україні останнє співвідношення принципово відрізняється від середніх світових пропорцій. В структурі прямого державного боргу, оформленого цінними паперами, на внутрішні папери припадає лише 38,5 %, а на зовнішні облігації, відповідно – 61,5 %. Це досить негативно характеризує як фондову політику України, так і політику управління державним боргом, оскільки за рекомендаціями більшості міжнародних фінансових та дослідницьких установ значну перевагу слід віддавати внутрішньому боргу та розвитку ринків внутрішніх, а не зовнішніх, державних цінних паперів [120].

Крім того, в переважній більшості країн внутрішні державні облігації займають і основну частку національних ринків цінних паперів з фіксованим доходом.

Так, наприклад, у Чехії та Болгарії частка державних цінних паперів у загальній структурі активів недержавних пенсійних фондів становить близько 50%, в Угорщині – більше 70 %, в той час як в Україні – лише 1,1 % за умови ліміту 50 %. Частка ОВДП у загальній структурі цінних паперів ІСІ дорівнює близько 1 %, що також є незадовільним [212]. За даними НКЦПФР в Україні порівняно з 2010 роком, коли не було зареєстровано жодного випуску облігацій місцевих позик, у 2011 році

спостерігалось відновлення ринку муніципальних облігацій (8 випусків облігацій місцевих позик на загальну суму 584,50 млн грн [207, с. 26], що свідчить про зацікавленість органів місцевого самоврядування інструментами ринку цінних паперів для залучення інвестицій у розвиток регіонів та їх інфраструктури, хоча такі емісії мають непостійний характер та незначний розмір.

Таким чином, низька дохідність та нерозвинутість відповідного інституційного середовища стримують розвиток внутрішнього ринку державних запозичень України. Виходом з ситуації, що склалася, є створення умов для розвитку фінансового ринку через використання потенціалу населення, адже у країнах із розвинутою ринковою економікою чверть національних заощаджень формується саме за рахунок коштів громадян. Прикладом є США, Канада і Великобританія позитивний досвід в акумулюванні та подальшій підтримці заощаджень громадян, який забезпечений саме наявністю спеціальних програм уряду й ефективно організованого механізму стимулювання попиту населення на державні боргові зобов'язання. Досить важливу роль у системі підтримки національних заощаджень і створенні умов для вкладання коштів громадян у державні облігації мають спеціальні урядові програми (*New Canada Savings Bonds Program*, Канада; *Easy Saver*, США), які дають можливість власникам малого та середнього бізнесу організувати заощадження найманих працівників.

Підвищити рівень залучення коштів населення на придбання державних цінних паперів можна, використовуючи стимулюючий вплив податків: доцільно звільнити повністю, або на певний період від сплати податків, запровадити спеціальні умови оподаткування. Дієвість податкового стимулювання підтверджено успіхом у цій сфері США та Великобританії.

В Україні участь фізичних осіб в інвестиційних процесах характеризується гранично низьким рівнем, що є наслідком недовіри населення до держави і розробка нових видів державних цінних паперів для задоволення потреб різних груп інвесторів. Крім того, такі цінні папери можуть стати джерелом фінансування певних програм, які відповідали б напрямам використання залучених коштів (медичне забезпечення, розвиток бізнесу та здобуття вищої освіти, соціальні перетворення) [120].

Суттєвим показником розвиненості ринку цінних паперів є організованість біржової діяльності.

Біржа є надзвичайно важливим і необхідним інструментом ринкової економіки, оскільки зосереджує в собі найважливіші ринкові механізми:

конкуренцію, попит, пропозицію, ціноутворення. Саме тому узагальненню закордонного та вітчизняного досвіду функціонування бірж приділяється так багато уваги з боку вчених. Досліджуючи сучасні проблеми зарубіжного біржового ринку, регулюючого впливу на нього з боку державних, муніципальних та недержавних органів, необхідно звернути увагу на досвід діяльності органів державної влади та управління розвинених зарубіжних країн у цій сфері.

Висока активність на біржовому ринку у 2010 – 2011 роках призвела до збільшення організованого ринку цінних паперів, частка якого становила 10,74 % та 13,16 % відповідно від обсягу всіх операцій з цінними паперами на ринку цінних паперів України. Для порівняння у 2008 та 2009 роках вона складала 5,5 та 4,5 % відповідно [207, с. 15].

Аналіз світової практики, показує, що біржова діяльність у світі строго регулюється як державою, так і безпосередньо самими учасниками біржового процесу. У ході еволюції біржової торгівлі держава постійно змінювала своє відношення до неї, тому рівень втручання держави у функціонування біржових відносин в європейських країнах мав не завжди сталий характер. Особливо це проявлялося в період становлення біржового ринку, коли державні органи імперативно встановлювали прямі важелі втручання щодо розвитку біржової діяльності, затверджували форму типових біржових договорів, запроваджували особливі умови оподаткування суб'єктів біржового ринку, а також вели тотальний контроль фінансово-господарської діяльності бірж. У багатьох країнах Європи, біржі завжди перебували під контролем держави, яка чітко регулювала їх діяльність. У разі надмірної кількості спекулятивних операцій та маніпулюванням цінами уряди цих країн закривали біржі чи забороняли їм торгівлю певними видами продукції [8, с. 30, 32].

Зважаючи на те, що сучасна світова правова система представлена такими її основними складовими, як англосаксонська та романо-германська. На відміну від країн Європи англійськими юристами було сформовано оригінальну правову систему, у якій також важливу роль відігравала королівська влада та діяльність англійських суддів. Тобто, закон у цих країнах, до яких можна віднести також Канаду та Австралію, не є найвищим джерелом права, оскільки така роль належить судовому прецеденту.

Особливість адміністративного права англосаксонської правової системи полягає у зосередженні на процесуальних гарантіях дотримання прав

приватних осіб органами державного апарату. З точки зору американських юристів, адміністративне право є правом, яке контролює діяльність адміністрації, а не правом, що створюється самою адміністрацією. Таким чином, є всі підстави стверджувати, що така система державного управління та участі державних органів у регулюванні суспільних відносин носить ліберальний характер, що передбачає мінімальну присутність держави у вирішенні питань економічного характеру, у тому числі й біржовій, зосередивши головним чином увагу на фінансово-господарському стані бірж, а також виконанні ними перед бюджетами фінансових зобов'язань, перш за все, податкового характеру.

Доречно зауважити, що ліберальна модель державного управління не має сталості та єдності методів, що використовуються державними органами у регулюванні економічного блоку суспільних відносин. Якщо розглядати модель державного управління, що практикується в США, та беручи до уваги федеративний устрій країни, можна бачити, що система регулювання має децентралізований характер. Це можна пояснити федералізацією країни, наявністю у кожному штаті країни свого законодавчого забезпечення, своєї системи виконавчих органів наділених владними повноваженнями, які й визначають регуляторний механізм щодо біржової діяльності. Як результат, суб'єкти біржового ринку США працюють, з одного боку, в рамках єдиного національного законодавства, і в той самий час виконують вимоги органів влади окремого штату, зміст та форми яких часто є різними, зокрема що стосується нормативів біржової діяльності, оподаткування, звітності біржовиків тощо.

Не меншу зацікавленість у змісті регулюючого впливу на біржові відносини викликає централізована модель управління, що притаманна Великобританії. Щодо системи державного регулювання біржової діяльності, то вона представлена єдністю правової основи, суб'єктів управління, форм та методів регулюючого впливу на свідомість та поведінку як державних, так й недержавних органів у сфері біржової діяльності.

Завдання держави полягає в забезпеченні рівних прав усіх учасників біржової торгівлі, стимулюванні участі у ній, суворому контролю дотримання встановлених правил, вимог і положень, що регулюють біржову діяльність [4, с. 120].

Показовим є те, що саме британська модель регулювання біржової діяльності як найбільш вдала для адаптації в українські реалії була прийнята за основу вітчизняними парламентарями та урядовцями. Варто

зазначити, що ліберальний підхід стосовно регулювання біржової діяльності, знайшов своє закріплення й в правовому просторі країн Європейського Союзу. Не враховуючи уніфікацію законодавства європейських країн, кожна з них вибудовує власну модель регулюючого впливу на біржову діяльність, що засвідчує бажання влади ефективніше впливати на їх суб'єктів задля гармонізації суспільства.

Американська модель біржі – самостійне об'єднання професійних посередників із внутрішньо-біржовим регулюванням діяльності. Владний державний орган – Комісія з товарної ф'ючерсної торгівлі США – виконує спостережні й регулюючі функції, виступає координатором біржових ринків, здійснює юридичну експертизу всієї біржової документації з метою забезпечення рівних умов для розвитку конкуренції.

Англійська модель біржі характеризується поєднанням значної участі державних організацій та недержавних бірж і брокерів у неурядовій і некомерційній організації, що координує діяльність біржового ринку, – Управлінні з цінних паперів і ф'ючерсів.

Французька модель біржі передбачає переважну діяльність держави в контролі за діяльністю біржового ринку і біржових структур.

Східноєвропейська модель має, швидше, міжнаціональний, аніж національний характер; властива для країн з перехідною економікою, передусім для східноєвропейських країн.

Характеризується відсутністю чіткої правової основи для діяльності бірж та жорстким і неефективним регулюванням ринкових процесів з боку державних структур [8, с. 36].

Створення організованого біржового ринку в Україні, підвищення ефективності біржової торгівлі в складних економічних умовах неможливо без регулюючої ролі держави. Як показує досвід, регулятивні і наглядові процедури держави щодо біржової торгівлі повинні здійснюватися не безліччю державних структур, а єдиною організацією, аналогічною НКЦПФР. У державному регулюванні діяльності бірж особливу увагу необхідно приділити таким питанням, як підвищення концентрації попиту пропозиції на біржах шляхом ліцензування, законодавчого обмеження кола біржових товарів організаційної концентрації регулятивних і наглядових процедур держави.

Отже, підсумовуючи результати аналізу іноземного досвіду функціонування сучасних ринку цінних паперів, визначено такі напрями його розвитку:

випереджаюче зростання ринку акцій;

"злиття та поглинання" компаній;

глобалізація (інтернаціоналізація), зокрема створення зони євро;
інституціоналізація, посилення ролі інституційних інвесторів у корпоративному управлінні;

комп'ютеризація, створення нових електронних торгових систем;
торгівля безпосередньо через мережу Інтернет;

скорочення кількості фондових бірж (у багатьох країнах торгівля зосереджується на одній біржі);

електронний обіг цінних паперів;

особливий захист дрібних інвесторів, зокрема прав меншості акціонерів.

Загальною тенденцією на світових ринках капіталу є сек'юритизація, тобто підвищення ролі цінних паперів та відповідне скорочення питомої ваги банківських кредитів у міжнародному русі капіталу.

2.3. Визначення факторів впливу на фінансове забезпечення функціонування ринку цінних паперів

Дослідження структурної взаємодії окремих складових ринку цінних паперів, методичних засад його формування та основних факторів, які впливають на його стан, функціонування і розвиток, доцільно проводити з метою теоретичного обґрунтування напрямів подальшого розвитку цього ринку і його інструментів у сучасних умовах демократизації та конкуренції. Проведений аналіз продемонстрував необхідність застосування емпіричних даних, які є ілюстративним матеріалом для здійснення таких досліджень. Оскільки ефективність ринку цінних паперів та фондової політики в цілому є інтегральним вираженням дієвості такого механізму забезпечення виконання функцій і завдань держави під час вирішення конкретних соціально-економічних питань, то пропонується визначити його специфіку через оцінювання факторів розвитку ринку цінних паперів.

Складність подібного оцінювання доводить необхідність чіткого обґрунтування методу для її проведення. При цьому методики мають відповідати таким критеріям:

комплексний підхід до виконання аналізу соціально-економічного становища країни, регіону, учасника ринку цінних паперів тощо;

можливість виконання аналізу в оперативному режимі часу та зіставлення з плановими (очікуваними) показниками;

доступність інформаційного забезпечення аналізу (необхідність залучення додаткової інформації, наявність наскрізної статистики по країні, регіонам, окремим державним органам, застосування новітніх технологій);

затрати часу на виконання аналізу;

можливість урахування впливу факторів зовнішнього середовища учасника ринку цінних паперів;

урахування конкурентних переваг та недоліків поточного стану ринку цінних паперів;

диференційований підхід до виконання аналізу на рівні країни, регіону, організації тощо.

Дослідження розвитку будь-яких об'єктів із застосуванням факторного аналізу з застосуванням методу головних компонент передбачає, що представлена сукупність факторів є адекватною, якщо перші три-чотири фактори пояснюють хоча б 75 % варіації зазначених показників. Отже, під час переходу до системи головних компонент відбувається істотне зниження вимірності завдання в наслідок агрегування невеликої кількості незалежних факторів, які виділяються у наслідок того, що вихідна сукупність показників є різними передумовами деяких загальних причин – агрегованих змінних-факторів. Факторне моделювання щодо визначеної проблематики відбулося у декілька етапів:

формування вихідної матриці спостереження з урахуванням достатності, доцільності та витратності на збір (чи розрахунок) показників, які в неї входитимуть;

перевірка показників на кореляційні зв'язки та виключення корелюючих показників (якщо такі є) з метою запобігання викривлення результатів аналізу;

покрокове проведення факторного аналізу з метою формування агрегованих факторів впливу на розвиток державної служби;

оцінювання отриманих результатів;

формулювання висновків щодо отриманої сукупності факторів впливу та оцінювання їх впливу на розвиток державної служби в Україні.

У дисертаційній роботі було використано пакет статистичного аналізу STATISTICA, версія 6.0 [37].

Для оцінювання ефективності функціонування та особливостей розвитку ринку цінних паперів розроблено систему показників, яка враховує такі вимоги:

суттєвість показників та їх груп для державних органів. На основі проведеного аналізу сучасного стану ринку цінних паперів в Україні

встановлено, що на його розвиток впливають як результати діяльності самих учасників, їх структури, так і умов, які склалися у зовнішньому середовищі та накладають відбиток на організацію взаємовідносин у рамках встановленої фондової політики (взаємодія з органами виконавчої, законодавчої, судової влади, місцевого самоврядування, фізичними та юридичними особами, фактичними і потенційними інвесторами);

порівнянність показників, які входять у модель, забезпечена у процедурі самого факторного аналізу, який дозволяє використовувати вихідні дані, вираженні у різних одиницях вимірювання. Так, внутрішній розрахунковий механізм нівелює таку незіставність через їх стандартизацію. У результаті на виході формується достатня кількість факторів для описання динаміки всього масиву первинної інформації з досліджуваної проблематики у безвимірних одиницях;

можливість прогнозування рівня розвитку ринку цінних паперів із використанням отриманої сукупності факторів впливу. Кількість отриманих факторів впливу у динаміці залежить від того, за скільки контрольних періодів були досліджені вихідні дані для моделювання. Саме їх кількість обумовлює період, на який складатиметься прогноз. Додатково можна прогнозувати не тільки самі складові, фактори впливу, а й на основі їх сукупності розраховувати інтегральний показник розвитку ринку і визначати його прогнозну модель;

можливість регулювання значень показників залежно від рівня використання різних джерел фінансування програм розвитку й ефективності діяльності учасників ринку цінних паперів. Така мета досяжна з тієї причини, що оскільки в результаті проведеного аналізу отримується сукупність факторів впливу на розвиток ринку цінних паперів, то їх доцільно використовувати в якості індикаторів розвитку і обґрунтування заходів щодо вдосконалення цього ринку та пріоритетності їх фінансового забезпечення.

З урахуванням зазначеного, в табл. 2.6 наведено систему показників, які будуть виступати в якості вихідних даних для факторного моделювання, та їх умовне позначення в моделі.

Наведені показники обрано на базі аналізу літературних джерел, присвячених аналізованій проблематиці [25; 40; 58; 88; 120; 121; 134] та з огляду на специфіку функціонування ринку цінних паперів, важливість обраного соціально-економічного явища для виконання завдань, поставлених перед цим сектором, і мету дослідження. Також було враховано

доступність інформації та складність додаткових розрахунків. Як видно з табл. 2.6, склад показників відображає організаційні та соціально-економічні аспекти розвитку ринку цінних паперів в Україні на сучасному етапі.

Таблиця 2.6

**Склад первинних показників щодо оцінки
фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів**

Умовні позначення в моделі	Показники	Конкретизація сутності фінансового спрямування	
		Напрямок спрямування	Вплив на фінансову складову
1	2	3	4
П1	ВВП, млрд грн	Впливає на взаємовідносини між учасниками ринку цінних паперів	Фінансові методи функціонування ринку цінних паперів
П2	Обсяг торгів на ринку цінних паперів, млрд грн		
П6	Обсяг зареєстрованих НКЦПФР випусків цінних паперів, млрд грн		
П7	Кількість перевірок, здійснених НКЦПФР		
П9	Кількість виданих ліцензій на фондовому ринку		
П10	Кількість письмових звернень громадян до НКЦПФР		
П13	Сума сплачених дивідендів, млрд грн		
П3	Обсяг реалізованої промислової продукції, млрд грн	Впливає на реалізацію процесу інвестування ринку цінних паперів	
П4	Обсяг залучених інвестицій в економіку України через інструменти фондового ринку, млрд грн		
П5	Обсяг залучених прямих іноземних інвестицій в Україні, млн дол		
П11	Кількість недержавних пенсійних фондів		
П14	Кількість товариств, які розкрили інформацію про стан корпоративного управління		
П15	Кількість товариств, які мають власний кодекс корпоративного управління, %		
П16	Кількість проведених зборів, %		
П17	Середньомісячна заробітна плата, грн	Впливає на формування фінансових ресурсів	Фінансові важелі впливу на складові ринку цінних паперів
П18	Доходи населення, млрд грн		

1	2	3	4
П19	Економічно активне населення в країні, тис.	Впливає на формування фінансових ресурсів	Фінансові важелі впливу на складові ринку цінних паперів
П20	Податкові надходження, млн грн		
П21	Рівень тіньової економіки, % (від ВВП)		

Кількісне вираження первинних показників за період 2008 – 2013 рр. наведено в табл. Д.1 додатка Д.

Статистичні дані остаточних результатів факторного аналізу наведено в табл. Е.1 додатка Е. В них подано факторні навантаження показників у кожному факторі, показники якості факторного аналізу та кількісний вираз самих факторів F1, F2, F3 в динаміці на досліджуваний період.

З огляду на дотримання критеріїв пояснювання варіації показників та значення навантаження у табл. 2.7 наведено величини вкладу факторів у загальну мінливість.

Таблиця 2.7

Вклад факторів до загальної дисперсії

Фактори	Власні числа	Загальні дисперсії, %	Кумулятивні дисперсії, %
F1	11,608	55,279	55,279
F2	3,732	17,773	73,052
F3	3,105	14,785	87,837

Як свідчать дані табл. 2.7, виділені фактори є значущими: їх власні числа > 1 . У ході цього найбільший вагомий вклад дає перший фактор, пояснюючи 55,279 % мінливості, а в сукупності три фактори пояснюють 87,837 % загальної дисперсії показників. Це свідчить, що проведений факторний аналіз дозволив на рівні 87,837 % спільності представити первісні змінні, які відображають функціонування ринку цінних паперів та його розвиток у країні в 2008 – 2013 рр., трьома незалежними змінними.

Для економічної інтерпретації отриманих факторів доцільно розглянути значення їх вагових коефіцієнтів (факторних навантажень), які наведено у додатку Ж.

Структуру отриманих факторів наведено на рис. 2.11 – 2.13.

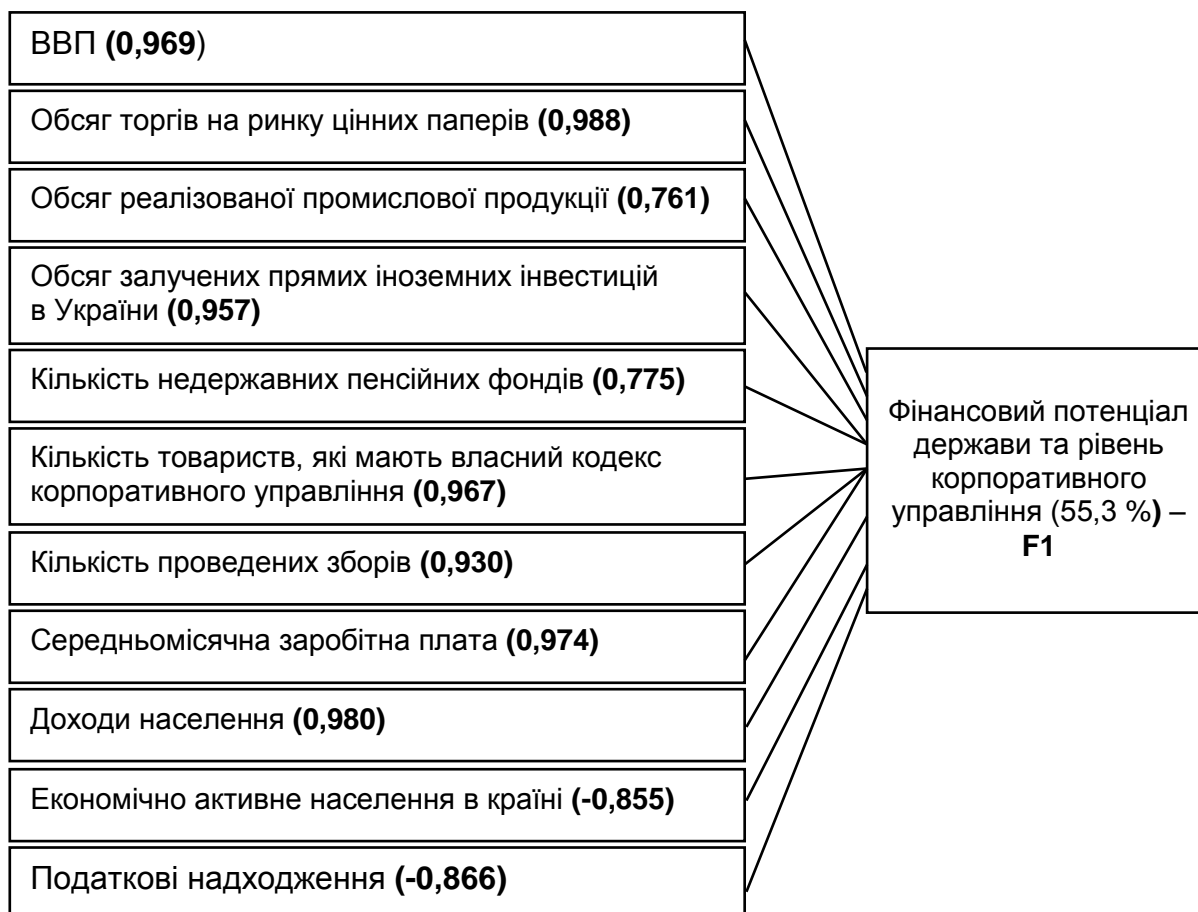


Рис. 2.11. Структура фактора F1 "Фінансовий потенціал держави та рівень корпоративного управління"

Оскільки факторні навантаження на відповідний показник по суті є коефіцієнтом кореляції між ними, складові отриманих факторів визначено за навантаженнями, значення яких перевищують 0,7.



Рис. 2.12. Структура фактора F2 "Ефективність фондової політики та контролю на ринку цінних паперів"

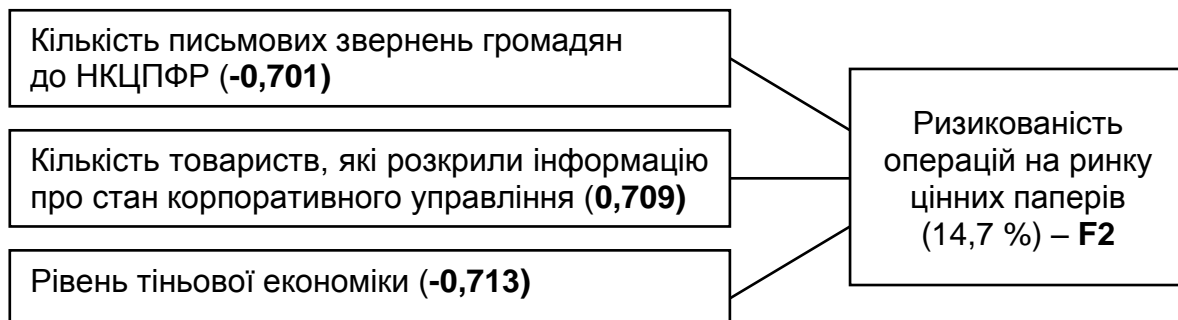


Рис. 2.13. Структура фактора F3 "Ризикованість операцій на ринку цінних паперів"

Аналіз даних, наведених у табл. Е.1 додатка Е, дозволяє зробити такі висновки.

До першого фактора з навантаженнями 0,968, 0,988, 0,761, 0,957, 0,775, 0,967, 0,930, 0,974, 0,980 – 0,855 та -0,866 відповідно увійшли показники: ВВП (П1); обсяг торгів на ринку цінних паперів (П2); обсяг реалізованої промислової продукції (П3); обсяг залучених прямих іноземних інвестицій в Україні (П5); кількість недержавних пенсійних фондів (П11); кількість товариств, які мають власний кодекс корпоративного управління (П15); кількість проведених зборів (П16); середньомісячна заробітна плата (П17); доходи населення (П18); економічно активне населення в країні (П19) і податкові надходження (П20).

Групування вказаних показників до одного фактора може мати таку економічну інтерпретацію:

ВВП є важливим з точки зору створення достатніх умов для нормального функціонування учасників ринку цінних паперів та інфраструктури для останнього;

обсяг торгів на ринку цінних паперів та висхідна його динаміка є індикатором ефективного функціонування ринку цінних паперів та сприяє його зміцненню в майбутньому. Такий показник та його зміни залежать від різноманітних факторів, зокрема кількості учасників ринку цінних паперів, ступеня втручання держави в його функціонування, потенційної та фактичної доходності операцій з цінними паперами тощо;

обсяг реалізованої промислової продукції та його динаміка свідчить про пошук розвитку виробничої сфери, представники якої, частіш за все це підприємства середнього та крупного бізнесу, а отже, бажані учасники ринку цінних паперів. Саме такі позитивні тенденції сприяють зміцненню конкурентоспроможності та фінансової безпеки країни в цілому та потенціалу для збільшення операцій з цінними паперами;

обсяг залучених прямих іноземних інвестицій в Україні та їх динаміка показник неоднозначний, з одного боку їх зміни можуть свідчити про підвищення привабливості українського ринку цінних паперів, а з іншого – його постійне збільшення може призвести до зниження фінансового потенціалу вітчизняних інвесторів за умови низької конкурентоспроможності останніх;

кількість недержавних пенсійних фондів та зростання їх активів може сприяти посиленню ролі цього сектору в інвестуванні у цінні папери, що в сучасних умовах є актуальним та перспективним напрямом розвитку;

кількість товариств, які мають власний кодекс корпоративного управління, є відображенням якості корпоративних відносин, наявності загальних цілей фінансового розвитку, підґрунтям для їх тривалості та надійності. Такі фактори стають передумовою формування довіри та зацікавленості вкладення коштів у розвиток підприємств, що сприяє посиленню фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів в довгостроковій перспективі;

кількість проведених зборів виступає показником ефективності корпоративного управління. Його тенденція до збільшення може свідчити про повноцінну участь акціонерів у керуванні справами товариства, зокрема прийнятті рішень щодо напрямів інвестування, а також посилення рівня підзвітності та прозорості діяльності підприємств. Такі умови забезпечують контрольованість використання коштів та додатково гарантують захист прав інвестора, що позитивно впливає на фінансове забезпечення функціонування ринку цінних паперів;

середньомісячна заробітна плата та особливо її темпи до зростання, порівняно з інфляційною складовою, може свідчити про доступність операцій з цінними паперами для населення окремої галузі, професії, регіону тощо;

доходи населення є відображенням того, наскільки фізичні особи будуть мати зацікавленість до вкладення вільних коштів у цінні папери. Але слід зазначити, що вибір об'єктів і способів інвестування на користь фінансових інструментів багато в чому буде залежати від ефективності ринку цінних паперів та прозорості операцій на ньому;

економічно активне населення в країні виступає показником, збільшення якого є бажаним для будь-якої країни, оскільки є основою для фінансового процвітання держави, зокрема за рахунок збільшення

доданої вартості та податкового потенціалу. Слід зазначити, що особливо цікавлять такі складові міжнародні організації, їх враховують під час побудови різних рейтингів, які оцінюють конкурентоспроможність, інвестиційну привабливість країни, ефективність державного управління, стійкість фінансового сектору тощо;

податкові надходження є, з одного боку, індикатором економічного розвитку країни, а з іншого – показником, дослідження структури та частки у ВВП якого дозволяє судити про податкове навантаження в країні. Особливо цікавим він є для іноземних інвесторів, що оцінюють доцільність вкладення коштів у цінні папери певних країни через порівняння їх податкової конкурентоспроможності.

Структура першого фактора (F1) дозволяє тлумачити нову агреговану змінну – фінансовий потенціал держави та рівень корпоративного управління, який має значний вплив на забезпечення розвитку ринку цінних паперів у цілому у сучасних умовах.

Другий фактор містить п'ять показників – обсяг залучених інвестицій в економіку України через інструменти ринку цінних паперів (П4 – навантаження 0,811); обсяг зареєстрованих НКЦПФР випусків цінних паперів (П6 – навантаження 0,932); кількість перевірок, здійснених НКЦПФР (П7 – навантаження 0,955); кількість виданих ліцензій (П9 – навантаження -0,703); сума сплачених дивідендів (П13 – навантаження -0,879).

Об'єднання цих показників відображає значущість, контрольованість та прозорість державної політики на ринку цінних паперів виконання своїх фінансових зобов'язань головними учасниками ринку – акціонерними товариствами. Збільшення обсягів інвестицій через вкладення у цінні папери є свідченням посилення довіри інвесторів до операцій з такими фінансовими інструментами та підвищення дохідності таких операцій. Позитивна динаміка зареєстрованих випусків цінних паперів відображає збільшення ролі ринку цінних паперів у країні, що підтверджується збільшенням учасників ринку або розширенням масштабів їх діяльності. Саме в таких умовах головним завданням держави є забезпечення належного контролю таких процесів. Отже, зважаючи на такий склад показників, можна зробити висновок, що цей фактор характеризує ефективність фондової політики та контролю на ринку цінних паперів.

Щодо третього фактора, то до його складу входить три показника: кількість письмових звернень громадян до НКФРЦП (П10 з ваговим коефіцієнтом -0,701), кількість товариств, які розкрили інформацію про стан

корпоративного управління (П14 з ваговим коефіцієнтом 0,709) та рівень тіньової економіки (П21 з ваговим коефіцієнтом -0,713). Важливою для інвестора є інформація про існуючі проблеми та задоволеність учасників ринку специфікою його організації, саме тому чим більше позитивна динаміка кількості звернень громадян до контролюючого органу, тим більше неузгодженостей на ринку, який аналізується (це підтверджується від'ємним значенням показника в моделі). Навпаки, учасникам ринку вигідно, щоб більше і повною мірою розкривалася внутрішня інформація акціонерних товариств, оскільки при цьому знижується ризик невизначеності інвестування в їх діяльність, тому в моделі цей показник має навантаження з позитивним знаком. І одним з індикаторів привабливості окремого регіону, галузі, країни в цілому для вкладення коштів є детінізація економіки. Тому з моделі виходить, що чим нижче рівень тіньової економіки в країні, тим краще буде функціонувати та розвиватись ринок цінних паперів (П21 має від'ємне навантаження). Все це дозволяє фактор, в який входять описані показники, однозначно інтерпретувати як ризикованість операцій на ринку цінних паперів.

Таким чином, наведений склад значущих показників трьох факторів дозволяє зробити такі узагальнюючі висновки:

рівень фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів за проаналізований період визначається такими складовими: фінансовим потенціалом держави та рівнем корпоративного управління (F1), ефективністю фондової політики та контролю на ринку цінних паперів (F2) та ризикованістю операцій на ринку цінних паперів (F3);

більшість навантажень факторів на показники мають позитивний знак (окрім П9, П10, П13, П19, П20 і П21), що свідчить про наявність високої прямопропорційної спрямованості дії виявлених складових на фінансове забезпечення функціонування ринку цінних паперів. У той час, як отримані показники з від'ємним значенням навантаження (кількість виданих ліцензій на фондовому ринку, кількість письмових звернень громадян до НКФРЦП, сума сплачених дивідендів, економічно активне населення в країні, податкові надходження та рівень тіньової економіки) є дестимуляторами щодо фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів, тобто за умови їх зростання буде погіршуватись стан досліджуваного явища.

Складові (фактори) фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів України за період 2008 – 2013 рр. мають різну

інтенсивність, що у табл. 2.8 та 2.9 відображено значеннями факторів за роками та темпами їх зростання відповідно.

Таблиця 2.8

Значення факторів впливу на фінансове забезпечення функціонування ринку цінних паперів за період 2007 – 2012 рр.

Фактор	Значення за роками					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
F1	-1,103	-0,642	-0,247	0,591	1,400	1,485
F2	-0,397	0,506	0,753	-1,582	0,720	-0,833
F3	1,045	0,052	-1,392	-0,532	0,827	-1,087

Таблиця 2.9

Динаміка значень факторів впливу на фінансове забезпечення функціонування ринку цінних паперів

Фактор	Темпи змін за роками				
	2008/2007	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011
F1	0,461	0,395	0,838	0,809	0,085
F2	0,903	0,247	-2,335	2,302	-1,553
F3	-0,993	-1,444	0,86	1,359	-1,914

Як видно з табл. 2.8 та 2.9, найбільші значення фактора фінансового потенціалу держави та рівня корпоративного управління (F1) за результатами 2011 та 2012 рр. Найнижчі значення спостерігалися (навіть з від'ємним знаком) за період 2007 – 2008 рр. Хоча аналізуючи темпи змін, слід наголосити на їх позитивній динаміці протягом всього досліджуваного періоду. Найменший приріст був у 2008 р., причиною є те, що це був період кризи як світової, так і у фінансовій сфері, а також намагань з боку держави проведення кардинальних реформ. Причини такої динаміки досліджуваного фактора фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів можна визначити, простеживши зміни у його складових, тобто показниках, які сформували F1 (рис. 2.14).

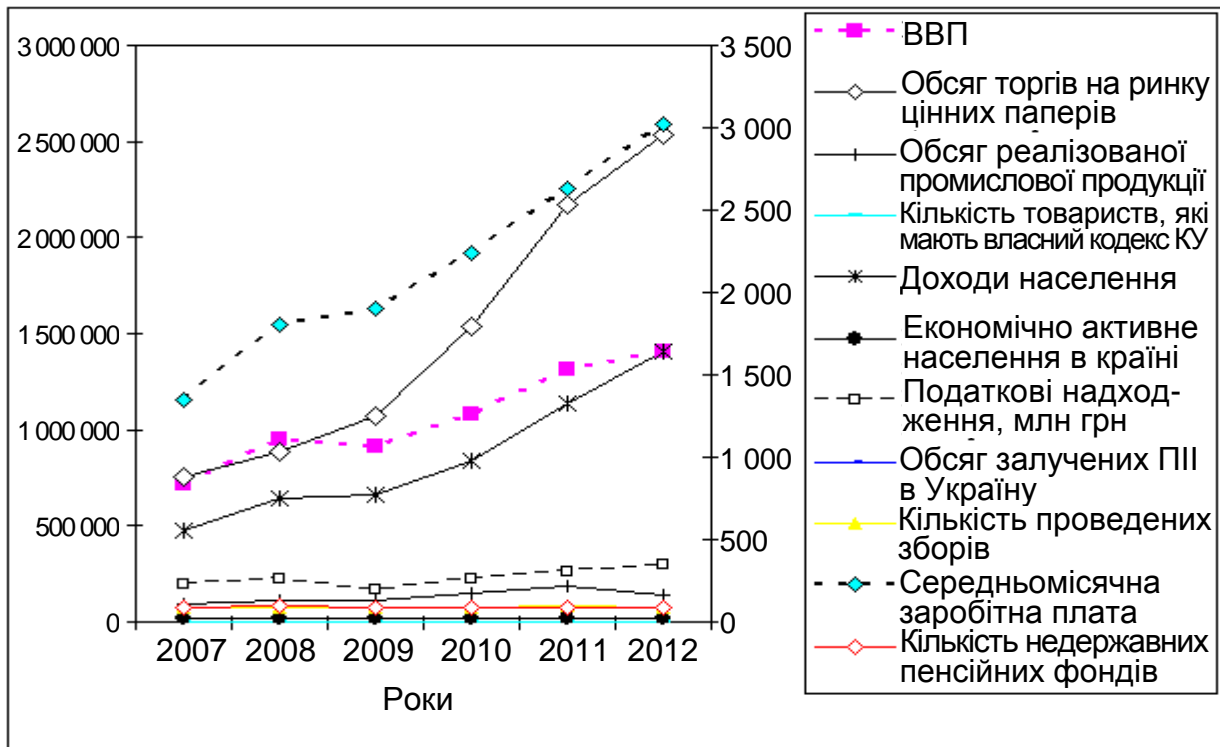


Рис. 2.14. Динаміка складових фактора "фінансовий потенціал держави та якість корпоративного управління" (F1)

Отже, якщо простежити динаміку складових фактора, то слід зауважити, що незмінною тенденцією до зростання характеризувалися показники обсягу залучених прямих іноземних інвестицій, обсяги реалізованої продукції та торгів на ринку цінних паперів. З меншими темпами в Україні збільшувались (окрім 2009 року) показники ВВП, доходи населення та податкові надходження.

У свою чергу, такі показники, як кількість проведених зборів та кількість товариств, які мають власний корпоративний кодекс, за період 2007 – 2009 рр. збільшувались невеликими темпами. А за період 2010 – 2012 рр. відбувалося різке зростання зазначених показників, майже у 2 – 3 рази, порівняно зі значеннями 2007 р. Такий показник, як середньомісячна заробітна плата, за весь досліджуваний період зростає зі стрибкоподібними сплесками у 2008 і 2012 рр. Почасти така ситуація була викликана змінами соціальних стандартів у країні. Таким чином, поступове збільшення самого фактора F1 з 2007 по 2012 рр. обумовлено поліпшенням і у інвестиційній сфері, й у фінансовому забезпеченні населення, а також початковим етапом налагодження корпоративних відносин, зокрема відповідальності.

Менш позитивним є динаміка фактора ефективності фондової політики та контролю на ринку цінних паперів (F2). Так, його від'ємне значення

мало місце у 2007 р., за період 2008 – 2009 рр. спостерігалось суттєве збільшення значення фактора. А ось за результатами 2010 рр. фактор знов набув від'ємного значення, навіть гіршого, ніж у 2007 р., ситуація виправилась у 2011 р., досягнувши рівня 2009 р. За результатами 2012 р. значення фактора було знову від'ємним на рівні -0,833, що є негативним. Зміни у показниках, які сформували фактор F2 за проаналізований період, зображено на рис. 2.15.

Так, із рис. 2.15 видно, що три показники, а саме обсяг залучених інвестицій в економіку через інструменти ринку цінних паперів, обсяг зареєстрованих випусків цінних паперів та кількість перевірок НКЦПФР, мають схожу динаміку: поступове зростання за період 2007 – 2009 рр., різке зниження у 2010 р. та максимальні за досліджуваний період значення у 2011 р.

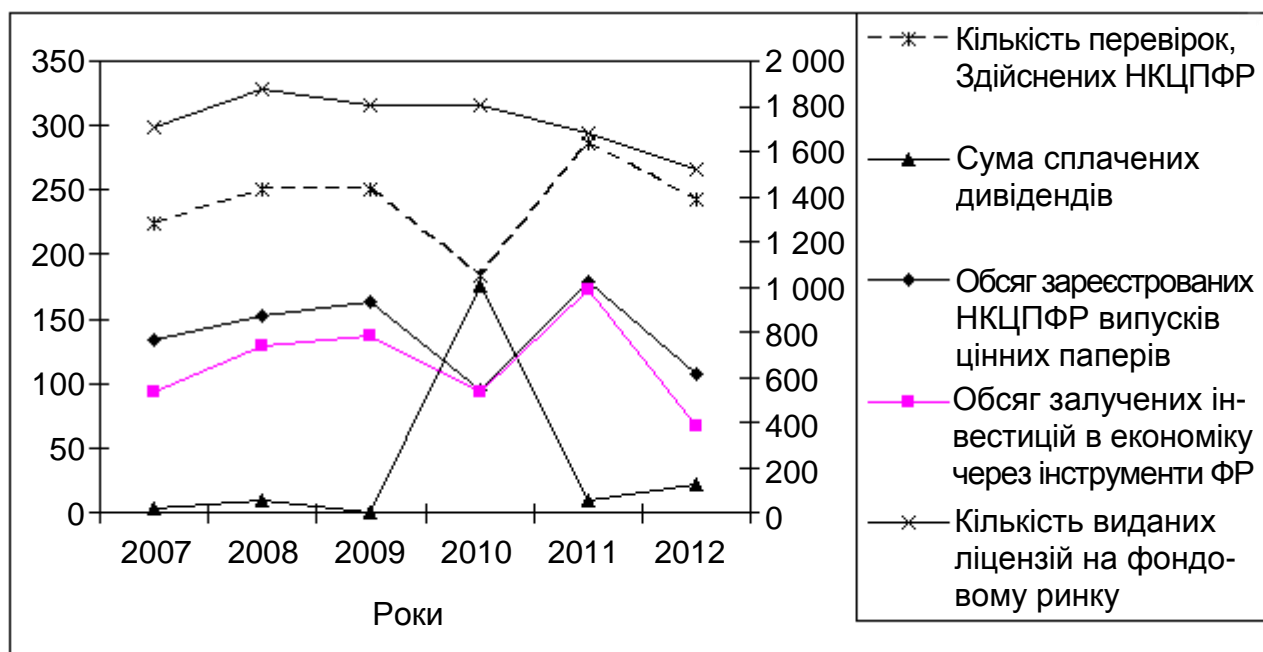


Рис. 2.15. Динаміка складових фактора "ефективність фондової політики та контролю на ринку цінних паперів" (F2)

Більш згладженим, з майже схожою тенденцією, є графік кількості виданих ліцензій на ринку цінних паперів. Судячи з його від'ємного факторного навантаження, зменшення цього показника має призводити до посилення фінансового забезпечення ринку цінних паперів. Отже, за наявної динаміки цей показник сприятливо впливає на досліджуване явище, оскільки для розвитку даного ринку важливим є не саме збільшення кількості професійних учасників, скільки їх фінансова спроможність та правомірність діяльності. Відмінною є динаміка показника суми сплачених дивідендів:

2007 – 2008 рр. – збільшення показника, у 2009 році – різке зниження, у 2010 році – рекордне збільшення та знов падіння у 2011 році. Слід зазначити, що за результатами факторного аналізу цей показник є дестимулятором (від'ємне факторне навантаження).

Отже, такий зворотний вплив можна пояснити так: якщо дивіденди не виплачуються (за наявності позитивного фінансового результату підприємств) – вони мають спрямовуватись на розвиток суб'єктів господарювання, а отже, посилення їх фінансового потенціалу в майбутньому. Якщо ж причиною невиконання дивідендів акціонерам є відсутність прибутку, то цей факт виявляється як у недостатньому фінансуванні самих підприємств, так і відсутності зростання доходів вкладників через акції.

Таким чином, якщо комплексно дослідити особливості змін показників, які входять до складу фактора F2, то видно, що причинами таких зрушень є бюджетна криза (загострена світовою кризою), непрозора та неефективна політика фінансування видатків бюджету, кардинальні зміни у податковій політиці, які завершилися прийняттям у 2010 році Податкового кодексу України, що сказалося на втриманні фінансових потоків інвесторів, зокрема іноземних.

Щодо динаміки ризикованості операцій на ринку цінних паперів (F3), то видно, що це самий нестійкий фактор.

Особливості зміни показників, які сформували F3 за проаналізований період, зображено на рис. 2.16.

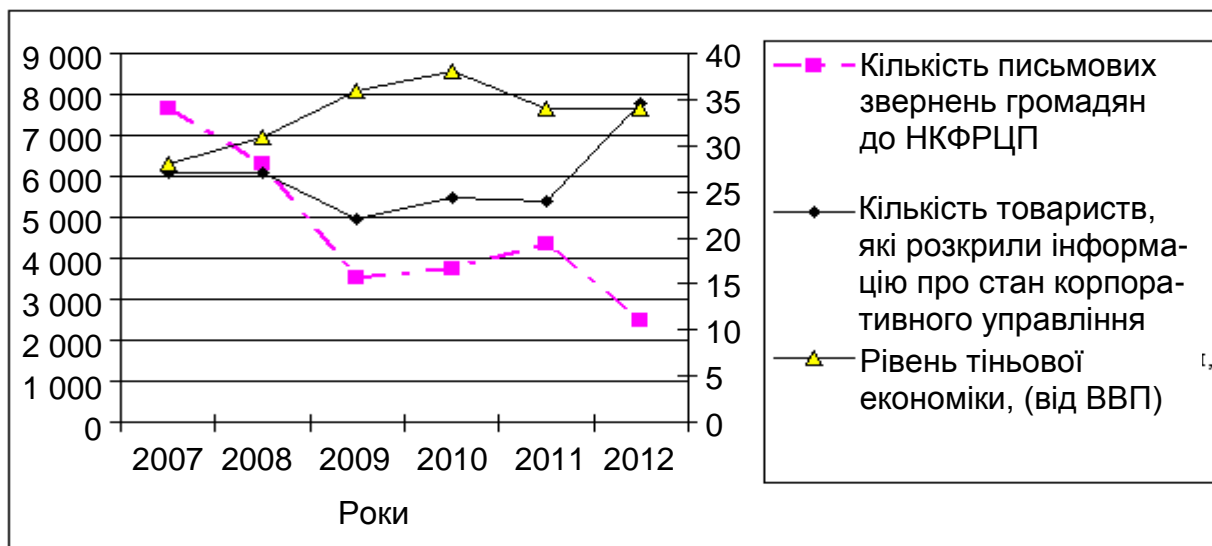


Рис. 2.16. Динаміка складових фактора "ризикованість операцій на ринку цінних паперів" (F3)

Згідно з рис. 2.14, складові фактора змінювалися таким чином: кількість письмових звернень громадян до НКЦПФР мала максимальне значення

у 2007 р, а найменше у 2009 та 2012 рр. З 2009 р. по 2011 р. – поступове зростання показника, що свідчить про наявність невирішених питань організаційного характеру у сфері формування фінансових відносин на фондовому ринку. Позитивним є те, що у 2012 р. цей показник суттєво знизився. Стосовно кількості товариств, які розкрили інформацію про стан корпоративного управління, слід зазначити, що 2007 та 2008 рр. – це роки, в яких спостерігалося найбільше значення цього показника, в той час коли, після різкого спаду у 2009 р., протягом 2010 р. відбувалося зростання показника з подальшим незначним зниженням 2011 р., що почасти пояснюється зменшенням загальної кількості товариств через посилення державного контролю. До кінця 2012 р. ситуація стабілізувалась, і показник досяг рекордного за досліджуваній період значення, що сприятиме збільшенню прозорості операцій на ринку цінних паперів. Цікавим є той факт, що саме на переламні 2009 та 2010 роки припадали найбільші рівні тіньової економіки, що пояснює, з одного боку, намір бізнесу збільшити власні доходи будь-яким засобом, а з іншого підвищену потребу у державному регулюванні ринку цінних паперів із метою захисту інтересів інвесторів та інших його учасників. Саме зростання тіньового сектору є проявом несприйняття проводжуваних реформ, зниженням фінансової дисципліни, що в сукупності призводить до втрат бюджету і неспроможності забезпечувати розквіт держави і добробут громадян.

Так, стрімкі позитивні результати за фактором F3 мали місце у 2007 та 2011 рр. Після таких стрибків показника наступав різкий його спад (що і підтвердили результати 2012 р.), отже, у період реформування фінансового забезпечення ринку цінних паперів слід урахувати наявний ризик щодо негативних тенденцій досліджуваного фактора, тим паче, що це період певної невизначеності в цій сфері, що може посилити опір змінам і знизити ефективність фондової політики та контролю на сучасному етапі. Також слід наголосити на суттєвих ризиках для розвитку фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів, зокрема нівелювання досягнень за складовими F1.

Таким чином, наведений аналіз динаміки факторів впливу на фінансове забезпечення функціонування ринку цінних паперів в Україні свідчить, що найбільші проблеми присутні у сферах забезпечення ефективного формування та реалізації фондової політики, встановлення взаємовідносин учасників ринку цінних паперів на взаємодовірі та принципах соціальної відповідальності. Найменш постійною увагою характеризуються третій фактор, що дозволяє зробити висновок про відсутність комплексного підходу до стратегії управління ризиками на фондовому ринку, яка має ґрунтуватись не на примусі, встановленні дуже жорстких критеріїв контролю та відповідальності, а на мотивації до саморозвитку, підзвітності, взаємовигідності та законності.

Розділ 3

Методичні підходи до фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів

3.1. Методичний підхід до оцінювання рівня фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів України

Важливою проблемою формування та реалізації фондової політики є забезпечення розвитку ринку цінних паперів і виявлення тих його складових, які потребують удосконалення. У такому контексті цікавим з наукової точки зору є аналіз підходів до оцінювання ефективності та фінансової забезпеченості ринку цінних паперів, виявлення їх сильних і слабких елементів та з'ясування їх придатності для формулювання висновків щодо доцільних напрямів фінансового забезпечення його функціонування.

У науковій літературі виділяють різноманітні підходи до практичного оцінювання ефективності ринку цінних паперів як складової фінансового ринку.

Головним показником розвитку ринку цінних паперів України, визаним не тільки в межах України, але й за кордоном, є індекс Першої фондової торговельної системи (ПФТС), що розраховується на базі цін найбільш ліквідних акцій ПФТС, з 1 жовтня 1997 року.

Представниками біржового підходу є Ю. Гула, А. Берлач. Так Ю. Гула [197, с. 209] розглядає ефективність фонд ринку через ефективність біржової діяльності. За основний критерій поточної ефективності функціонування фондової біржі приймаються біржові індекси. Вони використовуються для інтегральної оцінки стану фінансового ринку і відображають загальну тенденцію функціонування ринку цінних паперів.

Біржовий індекс – це середній або середньозважений показник курсів цінних паперів, що відображає поточний стан та динаміку ринку цінних паперів. Біржові індекси є цифровими статистичними показниками, що виражають (зазвичай у відсотках) послідовні зміни певних явищ. Зміну значень індексів економісти трактують як показник сукупного попиту. Зростання чи падіння значення індексу на одному ринку часто впливає на стан попиту на іншому.

Слід зазначити, що міжнародна статистика щодо розвитку фондових ринків іноземних держав в основному теж формується в аспекті індексів

і їх динаміки. Як правило, така інформація використовується професійними гравцями на цьому ринку для обґрунтування доцільності купівлі-продажу та встановлення ціни на фінансові інструменти.

Загалом у світовій системі господарювання використовують чотири основні методологічні системи розрахунку біржових індексів, що ґрунтуються на розрахунках за відповідний період [8, с. 209]:

темрів зміни середньої арифметичної величини ціни акцій певної кількості обраних корпорацій;

темрів зростання (зниження) середньозваженої (за кількістю акцій в обігу) ціни переважної більшості акцій компаній. Прикладом розрахунку за даною методологічною системою є індекс *Standard & Poor's*. Він є найбільш поширеним індексом серед професійних учасників біржової торгівлі. В основу його визначення закладено 100 або 500 акцій великих компаній, що здійснюють свою діяльність у понад 90 різних видах галузей господарювання;

середньоарифметичне значення темрів приросту (зниження) цін акцій. Прикладом даної методології розрахунку біржових індексів є український індекс Першої фондової торговельно-інформаційної системи (ПФТС). Даний індекс розраховується на основі принципу ринкового зважування;

середньогометричного значення темрів зміни цін акцій. Прикладом зазначеної методології є композитний індекс *Value Line Composite Average* (середньогометрична похідна приросту курсів 1 695 акцій).

Елементи оцінювання ефективності фінансового ринку на основі його зв'язку з показниками кількості дефолтів підприємств містяться у роботі О. Слуцької [144, с. 315]. Для аналізу використовувалися такі показники, пов'язані з ринком цінних паперів: середньозважена дохідність до погашення корпоративних єврооблігацій України, індекс ПФТС та темп його приросту, а також показники, які мають загальний вплив на фінансовий ринок: середньозважені відсоткові ставки за кредитами в національній валюті, зміна офіційного курсу НБУ. В результаті дослідження встановлено тісний зв'язок кількості дефолтів з середньозваженою доходністю до погашення корпоративних єврооблігацій України та середньозваженими відсотковими ставками банків за кредитами в національній валюті. Такий підхід можна назвати мікроекономічним, оскільки кінцевою метою є, все ж таки, оцінювання впливу складових фінансового ринку на стан емітентів цінних паперів.

Автори В. Ходаківська та О. Данілов [165] розглядають в якості окремих критеріїв ефективності показники, що характеризують якість акцій та облігацій, які побудовані на визначенні їх доходності та вартості.

Дещо схожим є підхід С. Мошенського, який зазначає, що стан ринку цінних паперів можна оцінювати за декількома основними показниками, розрахованих окремо для ринку акцій і боргових інструментів (переважно облігацій). Такими є відношення капіталізації ринку акцій (облігацій) до ВВП [99]. Також автор наголошує на тому, що для країн з фінансовими ринками, які розвиваються, необхідним є врахування рівня ліквідності такого ринку, який розраховується як відношення обсягу обігу відповідного фінансового інструмента до обсягу капіталізації ринку.

Окремим напрямом в аналізі дієвості ринку цінних паперів є гіпотеза ефективного ринку (простежується в роботах [108; 184]), яка формулюється таким чином: ринок є ефективним відносно будь-якої інформації, якщо вона відразу і повністю відображається в ціні активу, що робить цю інформацію некорисною для отримання надприбутків. Як можна бачити, така гіпотеза лягла в основу інформаційного підходу до аналізу ефективності ринку цінних паперів.

Е. Петерсом [108] до аналізу ринку капіталів було застосовано методи фрактального аналізу. При чому зазначено, що "ефективний ринок" – це ринок, на якому всі активи справедливо оцінюються відповідно до доступної інформації, та як покупці, так і продавці, не схильні до авантюри [108, с. 19].

Продовженням дослідження динаміки розвитку фінансового ринку із застосуванням фракталів стала робота Р. Дорошук [35]. В основі динамічного ряду було обрано індекс ПФТС та виявлено наявність в ньому фрактальних властивостей [35, с. 95]. Але незважаючи на використання складного математичного апарату, слід зазначити, що все ж таки він ґрунтувався на біржовому підході.

Іншим підходом до оцінювання ефективності ринку цінних паперів є інформаційний. Так, у своїй роботі О. Кіктенко зазначає існування окремого, інформаційного напрямку в питанні детермінації змісту ефективності фондового ринку [60, с. 89]. В основі цього визначення лежить теза про роль інформації на фінансовому ринку та його здатність "переробляти" таку інформацію та відобразити її в цінах. У контексті такого підходу обґрунтовують дієвість ринку цінних паперів і Ю. Макогон та Е. Медведкіна, наголошуючи на тому, що ефективність залежить від двох

показників – по-перше, від швидкості у змінах цін у разі надходження нових даних; по-друге – від правильності відображення цих даних у цінах [90, с. 20].

Зважаючи на те, що розвиток ринку цінних паперів має першочергове значення для збільшення потенціалу економіки, беззаперечно, сплеск активності на фондовому ринку створює додаткові можливості для залучення суб'єктами господарювання інвестиційного капіталу шляхом додаткової емісії акцій та їх розміщення. Роль інформації при цьому матиме такий характер. У посткризовий період через недовіру інвестори будуть аналізувати та покладатись не стільки на показники галузі в цілому, скільки на окремі компанії, які показують високий прибуток і стабільність, а також на експортоорієнтовані підприємства, які можуть пом'якшити ризики, пов'язані з девальвацією національної валюти.

Позитивно будуть сприйняті інвесторами можливі інфраструктурні зміни – вдосконалювання роботи біржі, депозитарію, регулювальних органів та поліпшення привабливості фондового ринку [99, с. 55].

Таким чином, основними факторами зростання ринку цінних паперів 2012 року є поліпшення цінової кон'юнктури на товарно-сировинних ринках, зниження ризику дефолту [118, с. 89]. Під дефолтом емітентів у загальному вигляді розуміють порушення умов проспекту емісії, що полягає у невиконанні або неналежному виконанні зобов'язань з боку емітента перед власником цінного паперу [92, с. 146]. Саме поліпшення цінової кон'юнктури та зниження ризику дефолту надасть упевненості потенційним інвесторам у захищеності інвестицій і простоті здійснення їх діяльності. Без цього збільшення капітальних інвестицій за рахунок внутрішніх джерел неможливе. Тобто без належного державного регулювання та розвитку ринку цінних паперів й інші механізми та стимули для прямих інвестицій будуть менш дієвими.

Також частково питання ефективності ринку цінних паперів розглядались у роботах К. Стрижиченко та К. Дмитрусенка [33; 152]. Зокрема у ході обґрунтування переліку показників, що характеризують функціонування складових фінансового ринку України, до них віднесено показник динаміки фондового ринку України – індекс ПФТС, кредитного ринку України – інтегральна відсоткова ставка банків України за кредитами, валютного ринку – курс гривні стосовно до американського долара. Цей підхід побудований на основі використання у комплексі методів вейвлет-розкладання часового ряду та прогнозування розвитку цих складових.

У рамках виділених підходів дослідження пропонуються різні методи щодо оцінювання ефективності ринку цінних паперів: ті, що спираються на аналіз біржових індексів (біржові); ті, які враховують вплив інформації на формування кінцевих цін на фінансові інструменти; такі, що ефективність сприймають через вплив ситуації на фондовому ринку на результати діяльності підприємства і його капіталізацію, а також комбіновані підходи, які, як правило додатково передбачають використання економіко-математичних методів, зокрема прогнозування.

Віддаючи належне зазначеним розробкам, необхідно виділити деякі їх особливості, які привносять певні складності щодо їх практичного застосування. Оцінювання на основі індексів дає тільки експрес-інформацію, не даючи змогу судити про фактори, які вплинули на їх значення (при одному значенні біржового індексу ситуації можуть бути протилежно різними). Підходи, що розглядають роль інформації, також виглядають дещо звуженими, основним є ціноутворення, а не загальна ефективність. Цей недолік компенсовано у комбінованих підходах, які ґрунтуються на теорії хаосу та спеціалізованих методах прогнозування, але вони є дещо абстрактними, трудомістким, складними для відтворення та таким, що унеможлиблюють детальні висновки щодо подальших управлінських рішень. Якщо спиратись тільки на прогнозах аналітиків чи посередників на ринку цінних паперів, існуватиме великий ризик отримання частково фіктивної інформації, причиною чого може бути страх розголошення результатів, комерційна таємниця, небажання серйозно обмірковувати запитання тощо. Також слід зазначити, що жоден підхід до оцінювання ефективності ринку цінних паперів не містив складових, які б дозволили зробити висновок щодо фінансового забезпечення його функціонування, що є важливим як для держави у ході розробки інструментарію державного регулювання, так і учасників ринку (фактичних і потенційних) для планування стратегії своєї участі у операціях з цінними паперами. Саме такі результати дослідження підтверджують доцільність удосконалення методичного забезпечення щодо оцінювання розвитку ринку цінних паперів і його фінансового забезпечення.

На основі визначення рівня його розвитку можна робити висновок про стан ринка, "вузькі місця", резерви й особливості його розвитку, напрями формування стратегії його фінансування з урахуванням можливих соціально-економічних наслідків та конкурентних переваг фінансового характеру.

Методичний підхід і сукупність показників, що характеризують рівень розвитку фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів, значною мірою обумовлені такою системою принципів його дослідження і оцінювання: системність; об'єктивність; динамічність; безперервність; відповідність; оптимальність; конструктивність. Склад вказаних принципів обґрунтований на основі дослідження і узагальнення теоретичних аспектів оцінювання конкурентоспроможності та стратегічного потенціалу [161; 172; 216], оскільки автором роботи зроблено припущення щодо тісного взаємозв'язку ефективності розвитку ринку цінних паперів і створення фінансових конкурентних переваг.

Принципи оцінювання фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів умовно можна подати таким графічним відображенням їх взаємозв'язку (рис. 3.1).

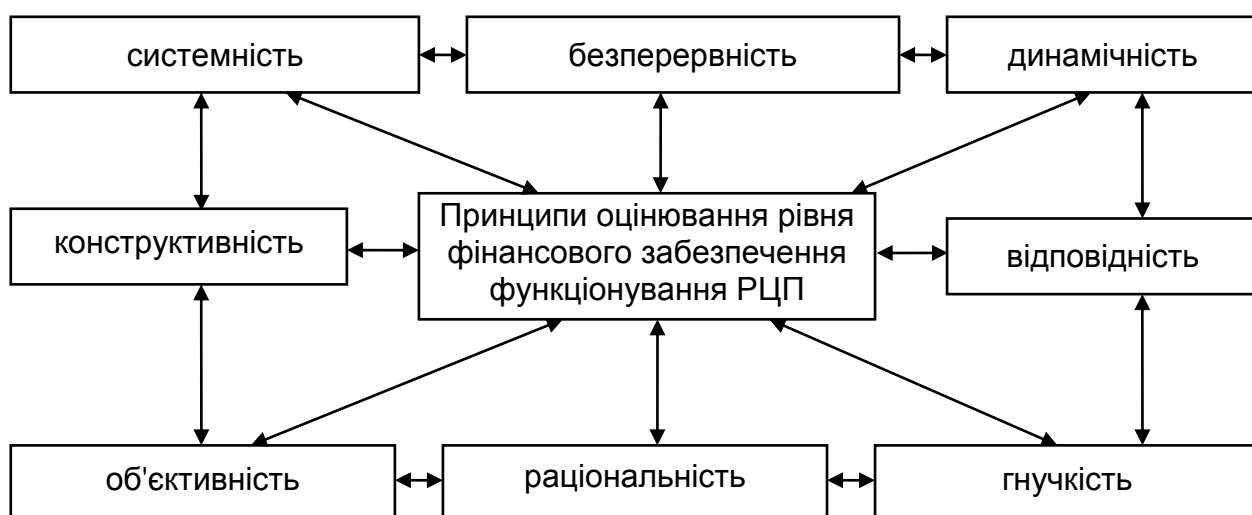


Рис. 3.1. Основні принципи оцінки фінансового забезпечення функціонування РЦП

Принцип системності під час оцінювання фінансового забезпечення функціонування РЦП впливає з характеру самої категорії "забезпечення". Основою для його оцінювання з метою розробки рекомендацій щодо напрямів поліпшення можуть слугувати результати системного аналізу факторів впливу на специфіку розвитку даного ринку.

Обов'язковою умовою є дослідження впливу чинників з урахуванням їх подвійності. З одного боку, об'єктивною передумовою високого рівня розвитку фінансового забезпечення функціонування РЦП є забезпеченість його учасників відповідними ресурсами: виробничими, трудовими

та іншими, фінансовим капіталом. З іншого, – ефективність їх використання визначається здатністю учасників адаптуватися до зміни середовища і викликати зміни керованих зовнішніх чинників. Тобто об'єктом дослідження є і кількісні, і якісні характеристики факторів впливу у взаємозв'язку. Даний принцип має виключне значення для прогнозування рівня розвитку ринку цінних паперів і вибору варіантів його фінансування, особливо для реалізації процесу управління фінансовим забезпеченням, оскільки вплив на окремі чинники середовища не завжди приводить до адекватної зміни результуючих показників і формування стійких конкурентних переваг під час здійснення операцій з цінними паперами в обраній країні.

Одним з основних принципів дослідження і оцінювання фінансового забезпечення функціонування РЦП є принцип безперервності. Фінансове забезпечення є не тільки динамічною функцією взаємодії керуючої системи (держава та її фондова політика) і керованої системи (ринок цінних паперів та потенціал його учасників), але і характеризується безперервністю їх впливу. Тому дискретні оцінки не завжди дають можливість визначити хаотичні зміни факторів і, як наслідок, тенденції досліджуваного явища. У зв'язку з цим необхідним є створення в державі відповідної системи моніторингу.

З принципом безперервності тісно пов'язаний принцип динамічності. З метою його дотримання фінансове забезпечення функціонування РЦП і фактори, які чинять на нього вплив, доцільно розглядати як динамічні функції. Необхідність в цьому підтверджує той факт, що статичні оцінки можуть показувати тільки констатацію певного стану фінансового забезпечення в конкретний момент часу, а це не характеризує динаміку й інтенсивність процесу його створення і розвитку. Оскільки зафіксувати рівень фінансового забезпечення функціонування РЦП у певний час можна тільки за допомогою дискретної оцінки, для дослідження процесу розвитку слід аналізувати динамічний ряд подібних оцінок. У таких умовах важливого значення набуває прогнозування можливих змін досліджуваного явища і розробка на цій основі ефективних управлінських рішень в рамках державної політики, зокрема фінансового характеру.

Принцип відповідності означає, що показники, на яких ґрунтується таке оцінювання, мають бути попередньо ретельно відібраними, щоби описувати суттєві зміни у процесах, пов'язаних з ринком цінних паперів, акумулюючи результати впливу зовнішнього і внутрішнього середовища.

Принцип об'єктивності оцінки та особливостей фінансового забезпечення функціонування РЦП полягає в тому, що її результати

повинні відображати реальні стратегічні позиції ринку цінних паперів країни (зокрема у міжнародному просторі), базуватися на достатньо повній, достовірній інформації. Реалізація цього принципу вимагає необхідності привести всі параметри і показники до зіставного вигляду за низкою вихідних параметрів. Коректність порівняння оцінок фінансового забезпечення у різних досліджуваних періодах (або фондових ринків різних країн) обумовлюється виконанням умови зіставленості:

набору фінансових інструментів, видів учасників та можливих операцій з цінними паперами;

сегментів ринку (країн), на яких здійснюють (можуть здійснювати) діяльність учасники фондових ринків;

фази життєвого циклу, в якій перебуває економіка відповідної країни тощо.

Слід зазначити, що абсолютизація таких вимог може призвести до зайвої громіздкості і навіть технічної неможливості дослідження й оцінювання фінансового забезпечення функціонування РЦП, оскільки чинники, які впливають на нього, виявляються через множину параметрів.

Як уже зазначалось, особливістю досліджуваної категорії є багатоваріантність шляхів і методів досягнення результату: однакові зміни фінансового забезпечення функціонування РЦП можуть бути отримані за допомогою управлінського впливу на різні групи факторів. Причому ступінь ефективності регулювання може бути теж різним. Тому необхідним принципом оцінювання такого забезпечення є принцип раціональності, відповідно до якого об'єктом дослідження виступає не тільки сам рівень фінансового забезпечення, а й ефективність його досягнення, що оцінюється за критеріями ефективності і ризикованості діяльності на фондовому ринку. Очевидно, що й підходи до оцінювання результатів управлінської дії мають бути проаналізовані за співвідношенням точності і витрат часу та коштів на її проведення, а також важливістю і своєчасністю управлінського рішення щодо державного регулювання ринку цінних паперів, яке ця методика забезпечує.

Принцип конструктивності характеризується практичною спрямованістю самого дослідження фінансового забезпечення функціонування РЦП відповідно до поставленої мети державного регулювання. Результати такого оцінювання мають визначити і зафіксувати досягнутий рівень розвитку досліджуваного явища, а також дозволити встановити шляхи його підтримки і розвитку. Відповідно до цього принципу необхідним є побудова чіткої логічної послідовності проведення дослідження.

У свою чергу, принцип гнучкості означає, що модель оцінювання фінансового забезпечення функціонування РЦП має бути пристосованою до необхідності швидкого реагування на зміни середовища, і незважаючи на них у трансформованому вигляді зберігати здатність вимірювати рівень такого забезпечення.

Таким чином, у рамках даної роботи оцінювання фінансового забезпечення функціонування РЦП необхідне, перш за все, для оцінювання рівня та специфіки функціонування ринку цінних паперів, а також подальшого визначення стратегії щодо його фінансування.

Отже, проведений аналіз методичних підходів до оцінювання ефективності ринку цінних паперів, як складової фінансового ринку, дозволив зробити висновок, що кожний з них акцентує на окремих його проявах, але жоден з них не надав відповіді, як оцінити фінансову забезпеченість цього ринку. В економічній науці все частіше ефективними методами визнаються ті, що дозволяють проводити узагальнення стану багатовимірних об'єктів із різноспрямованими тенденціями. Одним із таких методів є розрахунок таксономічного показника рівня розвитку [112]. На основі проведених розрахунків у підрозділі 2.3 монографії, в даній роботі запропоновано оцінити рівень фінансового забезпечення функціонування РЦП за такою послідовністю:

формування матриці вихідних даних $X = (x_{ij})$ за групами факторів, які утворені за результатами факторного аналізу: фінансовий потенціал держави та якість корпоративного управління (F1), ефективність фондової політики та контролю на ринку цінних паперів (F2) та ризикованість операцій на ринку цінних паперів (F3);

стандартизація вихідних даних із метою усунення різного характеру вираження показників;

формування точки-еталону складових фінансового забезпечення функціонування РЦП на основі визначених множин ознак-стимуляторів (дестимуляторів);

розрахунок евклідової відстані досліджуваного явища за різні періоди спостереження до точки-еталона;

розрахунок інтегрального показника рівня розвитку фінансового забезпечення функціонування РЦП.

Під час оцінювання фінансового забезпечення доцільно брати показники за останні роки та аналізувати особливості динаміки зміни інтегрального показника. Таким чином, ураховуючи названу послідовність

оцінювання фінансового забезпечення функціонування РЦП, на першому етапі розрахунку визначені елементи матриці спостережень X :

$$X = \begin{pmatrix} x_{11} & x_{12} & x_{1k} & \dots & x_{1n} \\ x_{21} & x_{22} & x_{2k} & \dots & x_{2n} \\ x_{i1} & x_{i2} & x_{ik} & \dots & x_{in} \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ x_{m1} & x_{m2} & x_{mk} & \dots & x_{mn} \end{pmatrix}; \quad (3.1)$$

де n – кількість агрегованих показників, визначених за результатами факторного аналізу (F_1, F_2, F_3);

m – кількість об'єктів, для яких розраховані показники (періоди спостереження);

x_{ik} – значення показника k для об'єкта m .

Значення коефіцієнтів, що входять до матриці (3.1), стандартизуються відповідно до формули [123]:

$$Z_{ik} = \frac{x_{ik} - x_{kcp}}{S_k}, \quad (3.2)$$

$$\text{де } x_{kcp} = \frac{1}{m} \sum_{i=1}^m x_{ik}, \quad (3.3)$$

$$S_k = \sqrt{\frac{1}{m} \sum_{i=1}^m (x_{ik} - x_{kcp})^2}, \quad (3.4)$$

де $k = 1, 2, \dots, n$;

x_{kcp} – середнє арифметичне значення показника k ;

S_k – стандартне відхилення показника k ;

Z_{ik} – стандартизоване значення k для одиниці i .

Передбачена процедура стандартизації призводить до усереднення одиниць вимірювання показників, а також до вирівнювання значень неоднорідних ознак, що описують різні властивості об'єкта дослідження

(додаток Ж). Це і є основною перевагою даного методу інтегрального оцінювання.

Другим етапом у дослідженні є розподілення ознак матриці спостережень на стимулятори і дестимулятори залежно від якісних характеристик їх впливу на розвиток фінансового забезпечення функціонування РЦП. До стимуляторів віднесено фактори, високі значення котрих бажані з економічної точки зору (збільшення обсягів операцій, інвестицій, фінансового потенціалу тощо), в той час як дестимуляторами виступають показники з протилежними властивостями (найчастіше характеризують витрати, ризик на фондовому ринку тощо). Таким чином, розподіл ознак на стимулятори і дестимулятори дозволяє визначити так званий еталон розвитку, котрий є точкою P_0 з такими координатами:

$$Z_{01}, Z_{01}, \dots, Z_{0i}, \dots, Z_{0n}, \quad (3.5)$$

де $Z_{0s} = \max Z_{rs}$, якщо $S \in I$;

$Z_{0s} = \min Z_{rs}$, якщо $S \notin I$;

I – множина стимуляторів щодо розвитку ринку цінних паперів;

Z_{rs} – стандартизоване значення ознаки S для одиниці r ($S = 1, 2, \dots, n$).

Відстань між окремими точками-одиницями і точкою-еталоном розвитку P_0 розраховується таким чином:

$$C_{i0} = \sqrt{\sum_{s=1}^m (Z_{is} - Z_{0s})^2}, \quad (3.6)$$

де Z_{is}, Z_{0s} – відповідно стандартизовані значення ознаки S для одиниці r (фактичне значення рівня розвитку фінансового забезпечення у різні періоди спостереження) і точки еталона.

Відстань до еталонної точки з урахуванням відхилень визначається за формулами:

$$C_0 = C_{0cp} + 2S_0, \quad (3.7)$$

$$C_{0cp} = \frac{1}{m} \times \sum_{S=1}^m C_{i0}, \quad (3.8)$$

$$S_0 = \sqrt{\frac{1}{m} \times \sum_{S=1}^m (C_{i0} - C_{0cp})^2}. \quad (3.9)$$

Отримані відстані (додаток 3) виступають вихідними даними, на основі котрих розраховується показник рівня розвитку фінансового забезпечення функціонування РЦП за наступною формулою [135]:

$$D_i = 1 - \frac{C_{i0}}{C_0}. \quad (3.10)$$

У разі такого способу розрахунку рівень розвитку вказаного явища буде змінюватися в інтервалі [0; 1]. Чим ближче результати функціонування ринку цінних паперів до еталонного, тим ближче значення до 1, і навпаки.

Кількісне значення інтегрованого показника рівня розвитку згідно зі шкалою Харрінгтона доцільно розподілити таким чином [133]: низький рівень розвитку – від 0 до 0,36, середній – від 0,37 до 0,64, високий – від 0,65 до 1.

У табл. 3.1 наведено результати розрахунків рівня фінансового забезпечення функціонування РЦП ($I_{рцп}$) України за період 2007 – 2012 рр.

Таблиця 3.1

Інтегральний показник фінансового забезпечення функціонування РЦП України за період 2007 – 2012 рр.

Показники	Роки					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Рівень фінансового забезпечення функціонування РЦП ($I_{рцп}$)	0,065	0,349	0,607	0,324	0,449	0,579
Темп зростання $I_{рцп}$ (порівняно з попереднім періодом)	–	5,369	1,739	0,554	1,385	1,291
Якісний рівень фінансового забезпечення функціонування РЦП	низький	низький	середній	низький	середній	середній

На рис. 3.2 наведена динаміка та позиціонування рівнів фінансового забезпечення функціонування РЦП України у різні періоди (за 2007 – 2012 рр.).

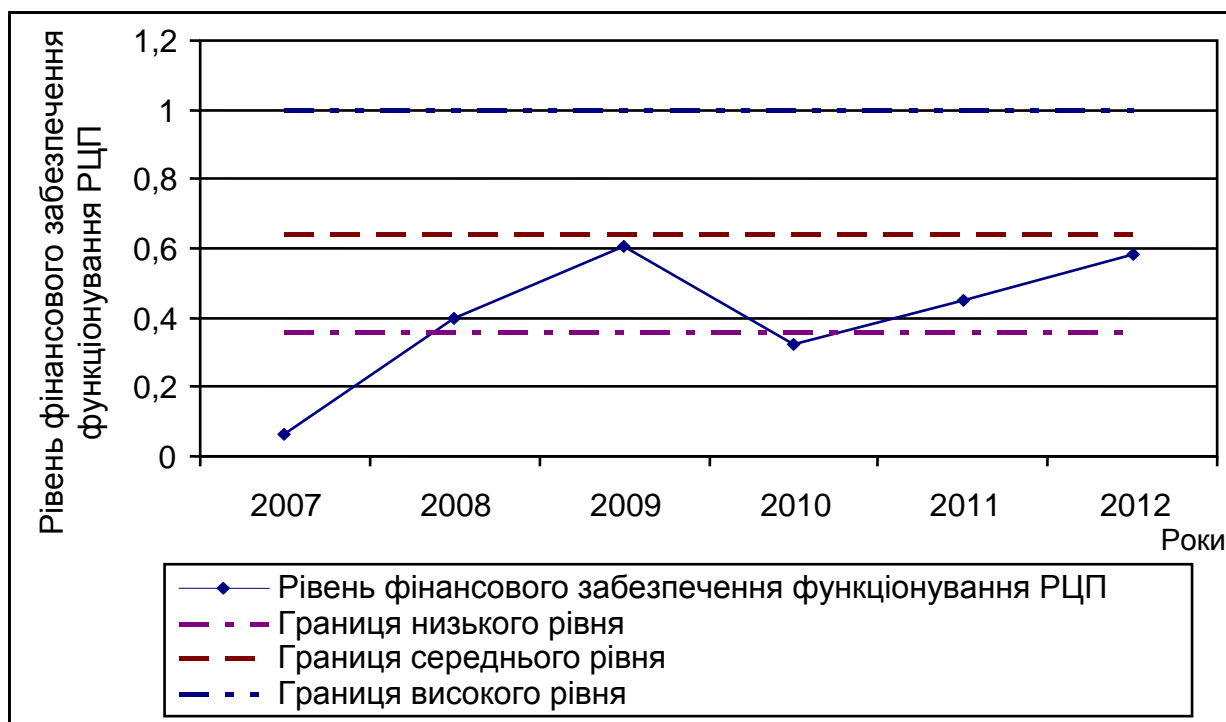


Рис. 3.2. Динаміка та позиціонування рівнів фінансового забезпечення функціонування РЦП за 2007 – 2012 рр.

Отже, в результаті визначення інтегрального оцінювання рівня фінансового забезпечення функціонування РЦП за досліджувані періоди виявлено, що вона не має постійної тенденції до збільшення. Найнижчий показник мав місце у 2007 р., а найвищий – у 2009 р. За період 2007 – 2008 рр. фінансове забезпечення функціонування РЦП перебувало на низькому рівні, за результатами 2009 р. – на середньому, та після різкого падіння у 2010 р. (на 46,6 %) у 2011 р. піднялося знов до середнього рівня (на 38,5 %), хоча так і не досягнувши показника 2009 р. У 2012 р. інтегральний показник зберігся на середньому рівні, отримавши зростання порівняно з попереднім роком на 13,7 %.

Більш докладний аналіз інтегрального показника дозволив зробити такі висновки. 2007 р. характеризувався найнижчим рівнем фінансового забезпечення функціонування РЦП, саме в цей період спостерігався дуже слабкий фінансовий потенціал держави та якість корпоративного

управління, також мова йшла про низьку ефективність фондової політики та контролю на ринку цінних паперів (значення факторів F1, F2 навіть від'ємні). Високими в цей період були ризики у ході здійснення операцій на фондовому ринку, що частково підтверджує найбільша кількість письмових звернень громадян до НКЦПФР у 2007 р.

Що ж до 2008 р., то тут ситуація була неоднозначна. З одного боку, в результаті сприятливої фондової політики та макроекономічного зростання на початку року відбувалось пожвавлення і на фондовому ринку. Це було підтверджено і факторним аналізом, згідно з яким значення факторів F1, F2 почали збільшуватись. Але така позитивна динаміка була уповільнена негативними наслідками світової економічної кризи, що гостро почала проявлятися наприкінці 2008 р. Саме в цей період знов почала зростати частка тіньового сектору економіки.

2009 рік був останнім, коли мали місце пікові позитивні значення як інтегрального показника (середній рівень розвитку), так і його складових. Незважаючи на те, що інтерес до бізнесу в Україні з боку іноземних інвесторів невпинно зростав великими темпами, можливості розвитку ринку цінних паперів знижувались. Підтвердженням цього факту є зменшення кількості товариств, які розкрили інформацію про стан корпоративного управління та різке уповільнення темпів зростання обсягів залучених інвестицій в економіку через інструменти ринку цінних паперів. Причинами цього є зменшення кількості підприємств та низька дохідність і недовіра до інструментів ринку цінних паперів.

Зазначені економічні тенденції призвели у 2010 р. до суттєвого погіршення фінансового забезпечення функціонування РЦП, а саме до переходу знов у діапазон низького рівня, за значенням інтегрального показника нижче ніж у 2008 р. Саме в цьому році відзначалися найвищий рівень тіньової економіки, збільшення звернень громадян до НКЦПФР, різке (майже до рівня 2007 р.) зниження обсягів залучених інвестицій в економіку через інструменти ринку цінних паперів та обсягу зареєстрованих випусків цінних паперів та кількість перевірок НКЦПФР. І хоча за рахунок посткризової початкової стабілізації відбулося уперше за 2007 – 2010 рр. досягнення позитивного значення фактора F1 (фінансового потенціалу держави та якості корпоративного управління), це не привело до посилення фінансового забезпечення функціонування РЦП через максимальний,

рекордний за досліджуваний, період зниження значення фактора F2, тобто ефективності фондової політики та контролю на ринку цінних паперів.

Таке становище вимагало вдосконалення державного регулювання діяльності на ринку цінних паперів. У результаті посилення контролю за операціями на цьому ринку, реєстрацією та звітуванням учасників створено умови для стабілізації фінансового сектору. Так, у 2011 р. мало місце збільшення майже у 2 рази порівняно з 2010 р. значень факторів F1, F2, що свідчить про підвищення фінансового та організаційного забезпечення функціонування РЦП. Наслідком є перехід інтегрального показника з діапазону низького до середнього рівня. У 2012 р. закріпилася тенденція до зростання фактора F1 (на 8,5 %), а фактор F2 навпаки знизився у 1,5 рази, в свою чергу, майже вдвічі знизився фактор F3. Тобто позитивним є зниження ризикованості операцій на ринку цінних паперів і посилення фінансового потенціалу держави та рівня корпоративного управління. А негативним стало погіршення фондової політики та контролю на цьому ринку. В цілому такі тенденції складових забезпечили зростання інтегрального показника розвитку фінансового забезпечення ринку цінних паперів. Але, як показує проведений аналіз, зростання цього показника значно стримує нестабільна динаміка фактора ризикованості операцій на ринку цінних паперів (F3). Саме це наголошує на необхідності ґрунтування заходів щодо розвитку фінансового забезпечення функціонування РЦП на принципах ризик-менеджменту та соціальної відповідальності.

Таким чином, вивчення латентних взаємозв'язків між окремими показниками фінансового забезпечення функціонування РЦП України дозволило виявити основні складові його формування, на основі чого побудовано інтегральне оцінювання його рівня. Отримані результати узагальненого оцінювання рівня фінансового забезпечення дозволяють зробити такі висновки:

спроможність ринку цінних паперів до ефективного функціонування безпосередньо залежить від успішності реалізації стратегії фінансування його розвитку. Для забезпечення останнього державі необхідно посилювати фінансовий потенціал, ефективність фондової політики та контролю на ринку цінних паперів, а також стимулювати підвищення якості корпоративного управління;

протягом аналізованого періоду для ринку цінних паперів України є характерним не тільки середній і низький рівень розвитку фінансового

забезпечення його функціонування, а й нестійкі тенденції як до його підвищення, так і зниження. Основною причиною такої динаміки є неузгодженість загальної фондової політики, а також стратегії фінансового розвитку учасників ринку цінних паперів (як фактичних, так і потенційних) та її функціональних складових, зокрема стратегії фінансування. На думку авторів, постійне змінювання інтегрального показника характерне для країн, які не мають або достатніх ресурсів для фінансування розвитку даного ринку, або стратегічного бачення щодо ролі в ньому джерел фінансування і конкурентних переваг у фінансовій сфері.

Такі узагальнення зроблені на основі аналізу запропонованого авторами інтегрального показника рівня фінансового забезпечення функціонування РЦП. Використання під час його розрахунку первісних змінних і значень відповідних складових, що були отримані в результаті факторного моделювання і таксономічного аналізу, дає змогу не тільки отримати остаточне значення рівня розвитку, а й виявити, які саме складові задіяні в Україні повною мірою, а які мають невикористаний потенціал.

3.2. Науково-методичний підхід до формування стратегії фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів

Однією з найважливіших складових сучасної фінансової системи, без ефективного функціонування якої неможливо собі уявити розвиток ринкових відносин в Україні, є ринок цінних паперів. Економічне зростання в Україні безпосередньо залежить від стану фінансового ринку в цілому і ринку цінних паперів зокрема. Останній, з точки зору економічної теорії, є похідним від реального сектору економіки. Разом із тим він здатний здійснювати і зворотний вплив як стабілізуючого, так і дестабілізуючого характеру. В розвинутих країнах фондовому ринку надається не менш важлива роль у досягненні макроекономічної стабілізації, ніж державному регулюванню чи банківській системі [78].

Сьогодні ринок цінних паперів України знаходиться на етапі вирішальних зусиль для переходу із статусу механізму обслуговування процесів перерозподілу капіталу в повноцінний сегмент економіки, який є головним

мірилом розвитку та багатства країни, механізмом залучення та збереження коштів населення, засобом накопичення та перерозподілу активів від неприбуткових до прибуткових галузей та суб'єктів господарювання.

На сучасному етапі вкрай необхідним є розробка концепції фінансового забезпечення функціонування та розвитку ринку цінних паперів, що спирається на вимоги сучасності і враховує позитивні аспекти іноземного досвіду його організації.

За рахунок емісії корпоративних цінних паперів у західних країнах фінансується від 10 до 40 % загального обсягу позабюджетних інвестицій, в Україні ж поки менше 1 % [101]. Така відносно низька ефективність вітчизняного ринку цінних паперів зумовлена дією низки зовнішніх щодо ринку цінних паперів факторів, що ускладнюють залучення капіталів інвесторів у реальний сектор економіки на даному етапі її розвитку. До них відносяться: політична нестабільність в країні, слабкість законодавчої бази, що захищає інтереси інвесторів, недостатня розвиненість інфраструктури ринку цінних паперів, стійке домінування неорганізованого ринку цінних паперів над організованим, розвиток інфраструктури ринку цінних паперів у відриві від суспільних потреб, поширення корупційних схем у процесі здійснення регуляторної політики та ін.

Також найбільш небезпечними ризиками фінансової дестабілізації є невизначеність трендів розвитку світової економіки (уповільнення темпів її відновлення, особливо в розвинених країнах) [189], посилена волатильність ринків внаслідок збереження (а в деяких країнах навіть посилення) спекулятивної спрямованості фінансової системи та продовження нарощування зовнішньої заборгованості більшості країн [169].

У другому розділі було сформовано перелік факторів, які чинять вплив на фінансове забезпечення функціонування ринку цінних паперів. Але разом з тим існують також внутрішні щодо ринку цінних паперів фактори, що мають негативні наслідки незалежно від стану економіки, рівня та якості життя населення, політичної обстановки в країні. До них відносяться: маніпулювання цінами, торгівля з використанням службової інформації, недобросовісні дії посередників щодо своїх клієнтів та інші порушення, протидія яким є однією з форм захисту інтересів інвесторів і, отже, актуальним функціональним завданням державі (у особі регулюючих органів) та організаторів торгівлі.

Необхідність державного регулювання ринку цінних паперів зумовлена такими причинами:

на цьому ринку більшою мірою реалізуються національні інтереси держави (тобто комплекс макроекономічних і політичних пріоритетів на сучасному етапі розвитку економіки країни);

головною дійовою особою на ринку цінних паперів виступає інвестор – юридична або фізична особа, резидент або нерезидент. Найбільш численним інвестором на ринку цінних паперів є населення (хоча поки що в Україні недостатньо активним), яке частіше за все не володіє спеціальними знаннями у сфері ринку цінних паперів. Без створення надійної системи захисту прав та інтересів інвесторів на ринку цінних паперів, насамперед фізичних осіб, неможливо забезпечити подальший розвиток ринку капіталів. Формування і постійне вдосконалення такої системи під силу тільки державі;

на ринку цінних паперів постійно присутні та активно взаємодіють інтереси різних учасників ринку – емітентів цінних паперів, інвесторів, професійних учасників ринку (торговців цінними паперами, реєстраторів, депозитаріїв, інвестиційних фондів і компаній, керуючих їх активами і т. д.). Ці інтереси можуть вступати в протиріччя між собою і для забезпечення стабільності і правового впорядкування ринку, регламентування взаємовідносин між усіма його учасниками держава впроваджує відповідну систему регулювання, спрямовану на вирішення основних конфліктів і забезпечення виконання таким ринком своїх функцій.

Свій відбиток на особливості регулювання ринку цінних паперів накладає і прийнята його модель (американська чи європейська). Фондові біржі в країнах Європи перебувають під значним впливом, а інколи і повним контролем найбільших банківських установ [38]. Населення таких країн, зазвичай, бере участь у операціях з цінними паперами за допомогою банків. У свою чергу, державне регулювання фондовими ринками здійснюється через призму регулювання діяльності банківської системи.

У результаті проведеного дослідження щодо закордонного досвіду функціонування ринку цінних паперів виявлено особливості організації його регулювання. В Україні, як зазначалося, склалася змішана модель ринку цінних паперів: основну роль у регулюванні займають державні нормативні акти, головну роль на фінансовому ринку досі займають банки, а основним регулятором є небанківський орган – НКЦПФР [74, с. 20]. Такі особливості зумовлені тим, що формування ринку цінних паперів

відбувалося за діяльність груп технологічної допомоги: USAID (США), UEPLAC (Німеччина), а депозитарної системи – за допомогою Франції [118, с. 157].

Також у науковій літературі відзначають, що завдання держави полягають у забезпеченні рівних прав усіх учасників біржової торгівлі, стимулюванні участі у ній, суворому контролю дотримання встановлених правил, вимог і положень, що регулюють біржову діяльність [168, с. 120]. При цьому необхідним є врахування рівня розвитку самої країни. Стосовно країн, які перебувають на етапі становлення ринкової економіки (до яких належить й Україна), практика їх господарювання переконливо свідчить про необхідність формування обґрунтованої системи раціонального поєднання державних і ринкових методів регулювання. Адже саморегулювання ринку, як спосіб управління економікою, було властиве епосі вільної конкуренції [8, с. 247].

Для більш повного упорядкування і узгодження вказаних інтересів учасників ринку цінних паперів необхідно забезпечити ефективність державного регулювання та ступінь втручання держави у процеси здійснення операцій з цінними паперами, зокрема через чітке розмежування функцій держави і саморегулювних організацій. Основний перелік функцій, що відображають роль учасників регулювання ринку цінних паперів, наведено на рис. 3.3.

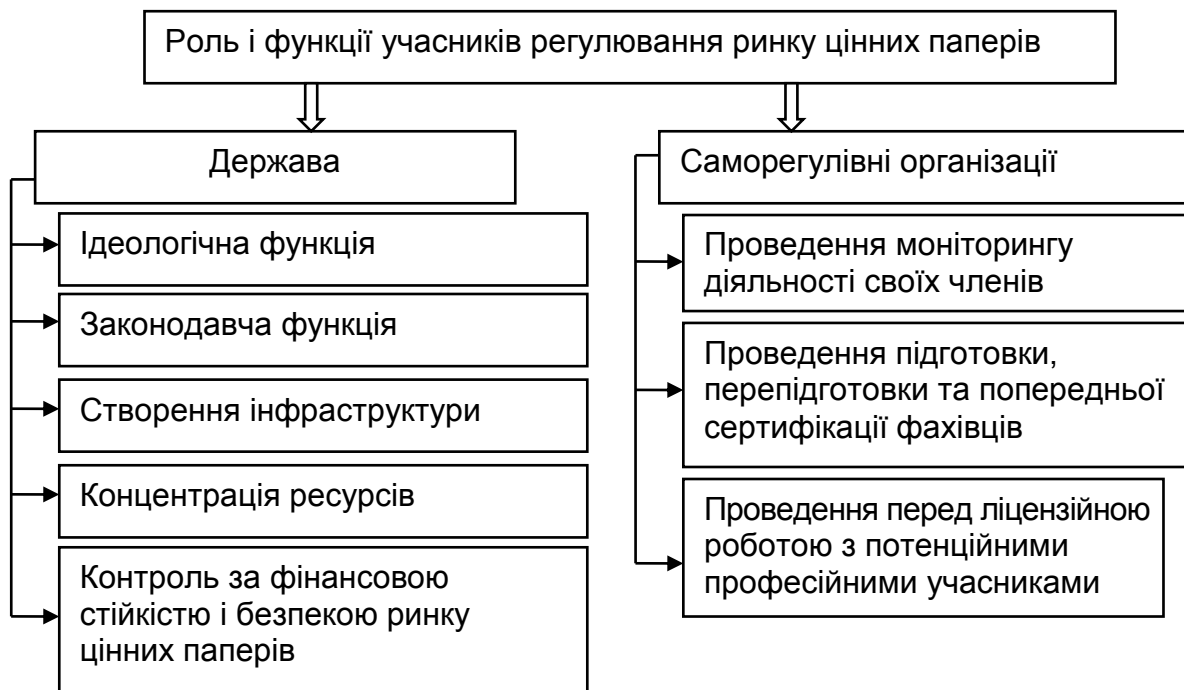


Рис. 3.3. Основні функції та роль учасників регулювання ринку цінних паперів

Законодавча функція:

розробка і прийняття законодавчих актів з регулювання і розвитку ринку;
установлення "правил гри" – вимог до учасників, до діючих операційних і облікових стандартів;

створення умов і нормативної бази для інтеграції українського ринку в європейський і світовий фондовий ринки;

формування системи захисту інвесторів від утрат, зокрема державні або змішані системи страхування інвестицій, захист учасників ринку від несумлінності і шахрайства.

Концентрація ресурсів (державних і приватних) з метою організації та випереджального розвитку системи функціонування ринку цінних паперів. Також завданням є створення мотивації та забезпечення довіри та привабливості операцій на ринку цінних паперів.

Створення інфраструктури має ґрунтуватись з урахуванням необхідності подолання інституційної невідповідності ринку цінних паперів трансформаційної економіки (приведення нормоутворення у відповідність із реальним рівнем розвитку ринку та його інститутів; дебюрократизація державного регулювання й розвиток відносин саморегулювання й соціального партнерства; належне врахування національних інституційних особливостей у процесі запозичення моделей ринку цінних паперів розвинених країн):

створення системи інформації про стан ринку цінних паперів і забезпечення її відкритості для інвесторів і інших учасників ринку;

створення ефективного ринку, на якому є стимули для комерційної та підприємницької діяльності і на якому кожен ризик адекватно винагороджується, забезпечення вільного і відкритого процесу ціноутворення на основі зіставлення попиту та пропозиції;

створення за потреби нових ринків і нових ринкових інструментів, сприяння процесові конструювання нових інструментів під час збереження важелів контролю надійності ринку і мінімізації правопорушень.

Контроль над фінансовою стійкістю і безпекою ринку:

реєстрація і контроль над входом на ринок, реєстрація цінних паперів, нагляд за фінансовим станом інвестиційних інститутів, уживання заходів з їх оздоровлення, контроль над дотриманням правових і етичних норм учасниками ринку, застосування санкцій до порушників, протидія легалізації "брудних" грошей;

запобігання негативного впливу на ринок цінних паперів інших видів державного регулювання (наприклад, монетарного, валютного, податкового);

попередження надмірного розвитку ринку державних цінних паперів, що відволікає частину грошової пропозиції інвестиційних ресурсів на покриття непродуктивних витрат держави і знижує активність;

арбітраж у спорах щодо виконання зареєстрованих правил і зобов'язань учасниками ринка цінних паперів, зокрема податкових).

З метою протидії порушенням на ринках цінних паперів організатори торгівлі розробляють відповідні системи нагляду.

Наглядом за ринком цінних паперів вважається сукупність організаційно-технічних заходів, спрямованих на своєчасне виявлення і припинення порушень законодавства про ринок цінних паперів, нормативних актів державних регулюючих органів, а також правил та вимог інших документів організатора торгівлі.

Складовими елементами систем нагляду є:

інформаційно-аналітичні засоби моніторингу ринків;

нормативно-правова база, що регламентує процедури проведення організатором торгівлі у взаємодії з державними регулюючими органами розслідувань виявлених порушень та прийняття санкцій у відношенні учасників-порушників; функціональний підрозділ (служби нагляду) у структурі організатора торгівлі.

Складним та доволі актуальним є питання, якими мають бути служби нагляду в українських організаторів торгівлі. З одного боку, робота з контролю за операціями учасників на ринку трудомістка і вимагає кваліфікованих фахівців, з іншого – в нинішніх умовах деякі торгові майданчики можуть дозволити фінансування проектів, які теоретично є витратними. Хоча тут можна навести аргументи, що свідчать про зворотне: захист ринку від негативного впливу з боку недобросовісних учасників істотно знизить неринкові ризики. Це дозволить залучити більшу кількість інвесторів, що, в свою чергу, викличе підвищення ліквідності, а з нею авторитету і доходів організатора торгівлі.

Ураховуючи нинішній початковий етап виходу з кризового стану українського ринку цінних паперів, визначити раціональну модель побудови механізму нагляду є проблематичним. Тим не менш нагляд за ринком цінних паперів з боку організаторів торгівлі є загальноприйнятою світовою практикою. Тому роботу з його розвитку доцільно здійснювати

завчасно спільними зусиллями регулюючих органів і професійних учасників ринку цінних паперів.

Іншою складовою частиною регулювання ринку цінних паперів, як показано на рис. 3.3, є розвиток саморегулювання діяльності професійних учасників. Як правило, таким саморегулювальним організаціям доцільною є поступова передача державними регулювальними органами деякої частини повноважень, пов'язаних з:

проведенням моніторингу діяльності своїх членів через їх звітність; здійсненням підготовки, перепідготовки та попередньої сертифікації фахівців;

проведенням передліцензійної роботи з потенційними професійними учасниками через загальноприйняті механізми сертифікації їхньої діяльності.

Державне регулювання по можливості повинно бути оптимізованим, потрібно розширити можливості саморегулювання шляхом скорочення кількості саморегулювальних організацій. У той же час потрібно налагоджувати інформаційні зв'язки НКЦПФР з міжнародними регулятивними органами на ринках капіталів щодо попередження шахрайства на фондовому ринку України [155, с. 32].

Наведений перелік функцій держави у процесі регулювання ринку цінних паперів обумовлює методи такого регулювання (рис. 3.4).



Рис. 3.4. Основні методи державного регулювання ринку цінних паперів

Отже, виділяють такі методи державного регулювання ринку цінних паперів:

реєстрація випусків цінних паперів, проспектів емісії (такий метод є необхідним задля забезпечення легальності подальших операцій з цінними паперами та для визначення особливостей капіталізації підприємств);

ліцензування діяльності професійних учасників ринку (підтвердження права на здійснення такої діяльності);

атестація фахівців інвестиційних інститутів (таким чином проводиться збереження високого рівня кваліфікації та певних компетентностей учасників ринку цінних паперів);

страхування інвесторів (з метою забезпечення захисту прав вкладників, що фінансують інвестиційні проекти, створення капіталу підприємств тощо);

аудиторський і рейтинговий контроль за фінансовим станом емітентів (сприяють забезпеченню правильності ведення звітності та обґрунтованості встановлення цін на цінні папери таких емітентів);

нагляд і контроль за проведенням фондових операцій (необхідні для дотримання вимог законодавства у ході здійснення операцій з цінними паперами);

реєстрація і нагляд за діяльністю обмінних і клірингових організацій (забезпечують прозорість, відкритість і законність діяльності таких учасників ринку цінних паперів);

податкове стимулювання (стримування) окремих процесів на ринку цінних паперів (пов'язане з застосуванням інструментів податкового регулювання його розвитку, що мають певні фіскальні, економічні та соціальні наслідки);

розкриття і публікація інформації відповідно до чинного законодавства (викликані необхідністю забезпечення організації ринку цінних паперів з урахуванням демократичних принципів прозорості та транспарентності як діяльності самих учасників такого ринку, так і результатів функціонування ринку в цілому).

Суто державним об'єктом регулювання є державні цінні папери. Як вже зазначалося, в останні роки спостерігалось певне пожвавлення операцій з державними облігаціями.

У відповідь на такі тенденції 26 грудня 2012 року Кабінетом міністрів України затверджено План заходів із розвитку внутрішнього ринку

державних цінних паперів на період до 2014 року [204], одним з завдань у якому зазначено необхідність забезпечення:

регулярного розміщення облігацій внутрішньої державної позики в обсягах, необхідних для виконання плану державних запозичень на відповідний бюджетний період, із поступовим збільшенням строку їх обігу;

утримування обсягу державного боргу на економічно безпечному рівні шляхом вчинення правочинів із державним боргом, зокрема обмін, випуск, купівлю, викуп та продаж державних боргових зобов'язань, за умови дотримання граничного обсягу державного боргу на кінець бюджетного періоду;

оптимізації структури державного боргу відповідно до умов, що складаються на внутрішньому та зовнішньому фінансовому ринках, зміни співвідношення внутрішнього із зовнішнім боргом на користь внутрішнього;

створення податкових стимулів для інвестування коштів фізичних осіб у державні цінні папери;

створення належних умов для ефективного функціонування інституту первинних дилерів шляхом підтримання ними двостороннього котирування державних цінних паперів на вторинному ринку, а також удосконалення механізму конкурсного відбору у разі потреби таких дилерів.

Також слід зазначити, що на первинному ринку державне регулювання зосереджено на підтримці єдиного порядку випуску (емісії) цінних паперів в обіг за допомогою державної реєстрації проспектів емісії і шляхом атестації, ліцензування діяльності професійних учасників ринку.

А на вторинному ринку такий контроль здійснюється за допомогою ліцензування діяльності професійних учасників ринку і шляхом видачі кваліфікаційних атестатів, що дають право на здійснення певних видів діяльності на ринку цінних паперів, а також нагляду за дотриманням антимонопольного законодавства. Як вже зазначалося у підрозділі 3.2, особливе місце в регулюванні розвитку ринку цінних паперів займає оподаткування операцій з цінними паперами, що також підтверджено завданням у рамках Плану заходів [204] щодо створення податкових стимулів для інвестування коштів фізичних осіб у державні цінні папери.

Як зазначає С. Мошенський, практика діяльності корпорацій свідчить, що саме норми податкового права складають одну з великих перешкод на шляху їх розвитку, як це мало місце, наприклад, з висуванням

додаткових податкових вимог до діяльності інвестиційних фондів і компаній, що у зв'язку з цим фактично зупинили свою емісійну діяльність [99, с. 55].

Таким чином, можна зробити висновок про актуальність і нагальну необхідність у сучасних умовах сформувавши комплексну стратегію фінансового забезпечення подальшого розвитку ринку цінних паперів України, що враховує заходи, насамперед фінансового характеру (податкові, правові), щодо посилення активності участі як фізичних, так і юридичних осіб у операціях з цінними паперами.

Ураховуючи результати проведеного дослідження, слід зазначити, що під час розробки такої стратегії доцільно врахувати основні фінансові аспекти забезпечення функціонування ринку цінних паперів (рис. 3.5).

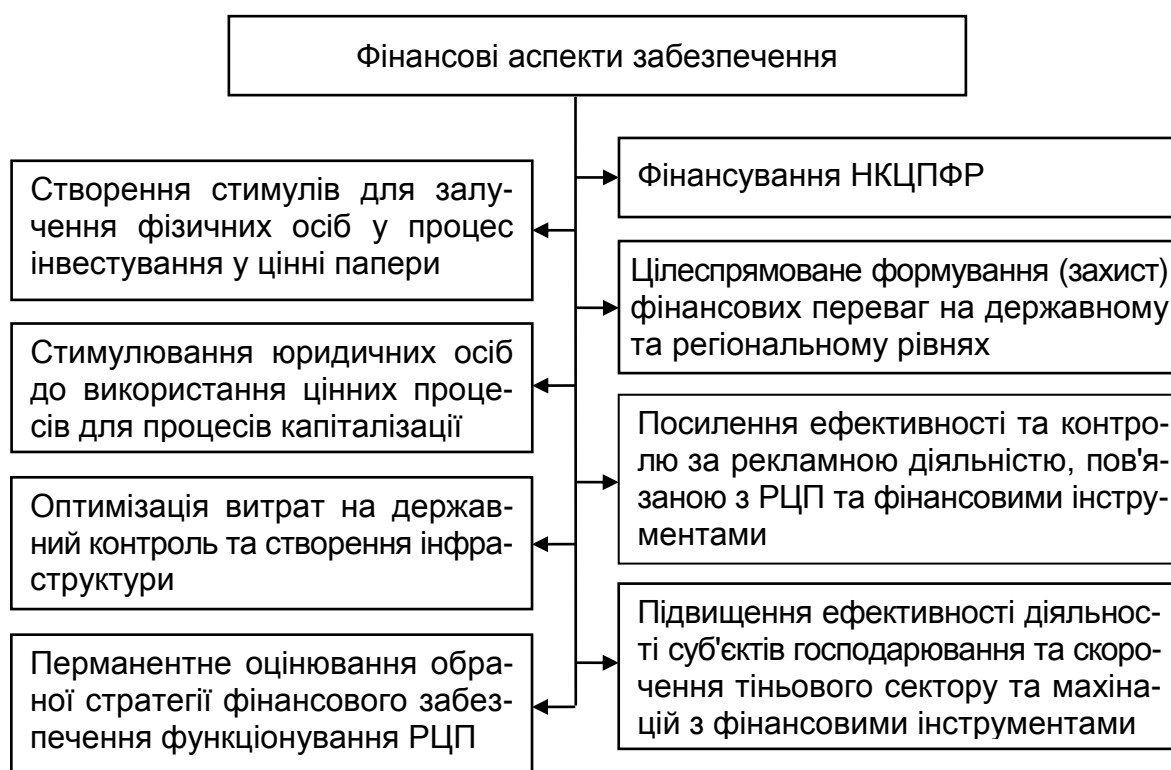


Рис. 3.5. Фінансові аспекти забезпечення функціонування ринку цінних паперів

Загальний процес прийняття управлінського рішення щодо стратегії фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів з урахуванням викладеного методичного підходу до оцінювання рівня його розвитку можна подати такою послідовністю, графічно зображеною на рис. 3.6.

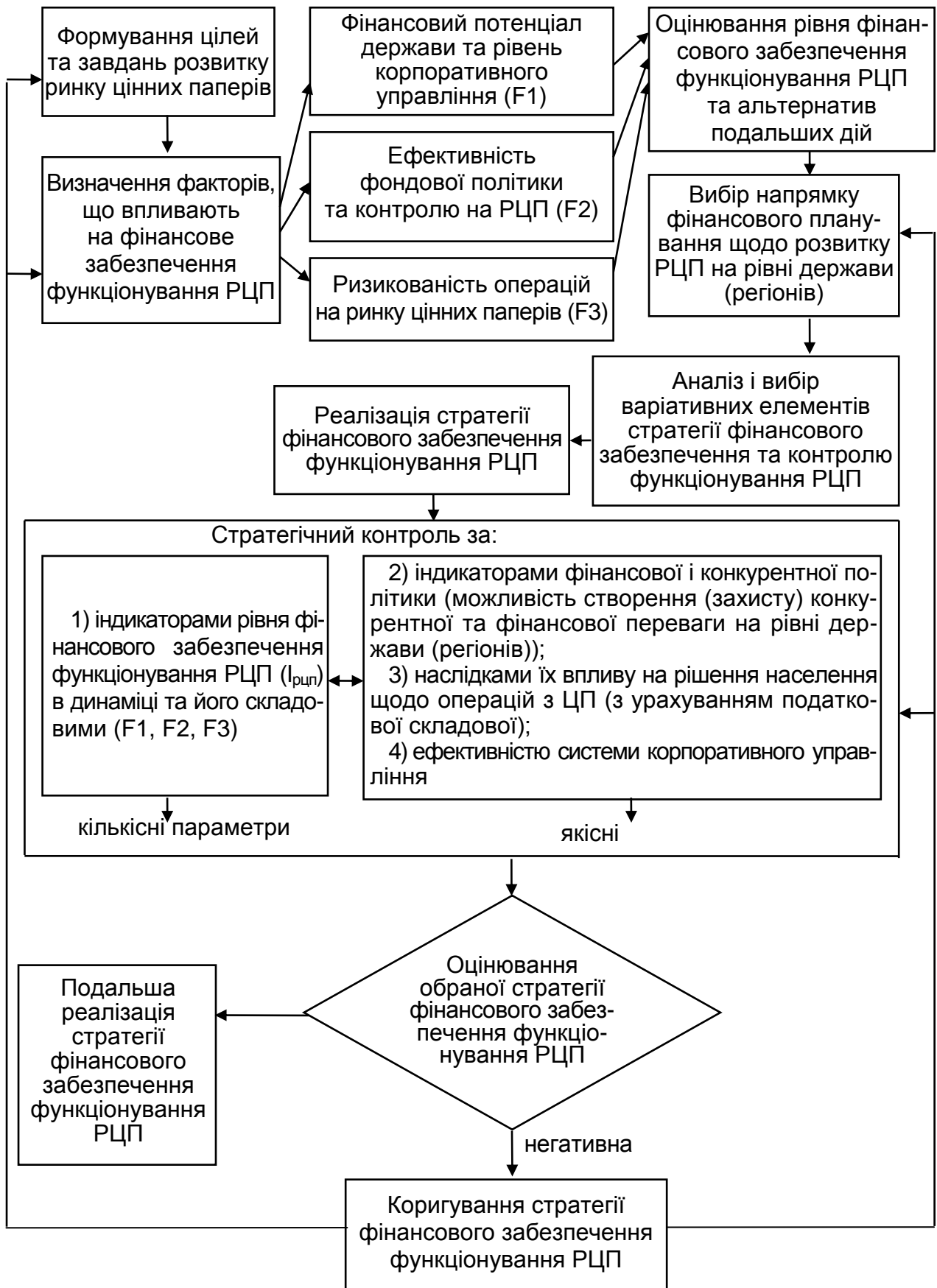


Рис. 3.6. Взаємозв'язок етапів формування стратегії фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів

Таким чином, використовуючи викладені положення, можна навести таку сукупність етапів формування стратегії фінансового забезпечення функціонування РЦП:

1. Формування цілей та завдань розвитку ринку цінних паперів. Оскільки стратегія в загальному розумінні є моделлю дій, яка приводить до досягнення цілей, то в основі стратегії фінансового забезпечення функціонування РЦП має бути визначення переліку цілей його розвитку та завдань, які мають бути виконані за результатами такого цілеспрямованого розвитку.

2. Визначення факторів, що впливають на фінансове забезпечення функціонування РЦП. Як було доведено у другому розділі наукової роботи, такими факторами є фінансовий потенціал держави та якість корпоративного управління (F1), ефективність фондової політики та контролю на ринку цінних паперів (F2) та ризикованість операцій на ринку цінних паперів (F3). Саме врахування таких факторів має використовуватись під час визначення альтернатив розвитку ринку цінних паперів та способів його фінансового забезпечення.

3. Наступним етапом формування стратегії є оцінювання рівня розвитку фінансового забезпечення функціонування РЦП та альтернатив подальших дій, яке здійснюється за допомогою інтегрального оцінювання на основі попередньо визначених факторів (F1, F2, F3). Саме на цьому етапі за результатами оцінювання $I_{\text{рцп}}$ держава здатна визначити можливі напрями та способи фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів з урахуванням принципу альтернативності. Попередньо аналізуються доступність, переваги та недоліки способів фінансового забезпечення, зокрема за рахунок залучення бізнесу, стимулювання участі населення у операціях з цінними паперами, посилення їх привабливості для іноземних інвесторів тощо.

4. У результаті вибору напряму фінансового планування щодо розвитку РЦП на рівні держави (регіонів) за встановленими критеріями (наприклад, доступність, витратність, ризикованість, впливовість на перебіг соціально-економічних процесів) приймається рішення щодо напряму фінансового планування та варіативних елементів стратегії фінансового забезпечення функціонування РЦП. Варіативними елементами стратегії будуть об'єкти, цілі, стратегії, критерії вибору показників розвитку, показники розвитку, альтернативи моделі дій [48, с. 395]. Така стратегія має формуватись як на рівні держави в цілому, так і у регіональному аспекті, що дозволяє децентралізувати управління її виконання з урахуванням регіональної специфіки.

Одним з основних критеріїв прийняття рішення в контексті стратегії фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів є ризик, основні елементи аналізу якого наведені на рис. 3.7.

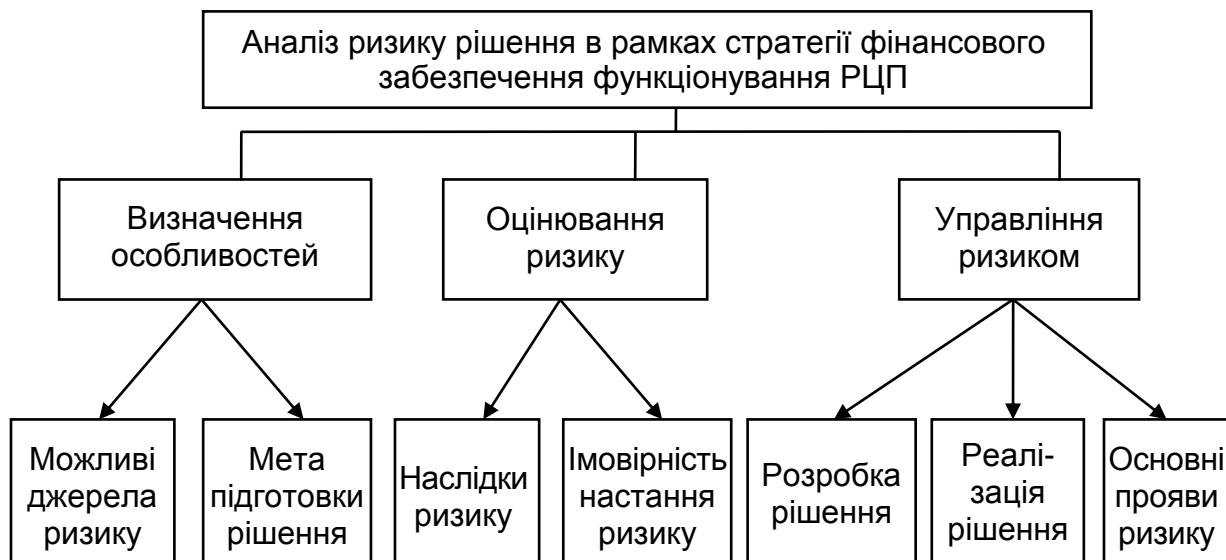


Рис. 3.7. Схема процесу аналізу ризику рішення в рамках стратегії фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів

5. Реалізація стратегії фінансового забезпечення функціонування РЦП передбачає розробку стратегії у вигляді програми та плану розвитку ринку цінних паперів із зазначенням строків виконання, виконавців та відповідальних осіб (установ).

6. Одним із найскладніших та відповідальніших етапів є здійснення стратегічного контролю за реалізацією стратегії фінансового забезпечення функціонування РЦП, що має здійснюватись у вигляді моніторингу та попередження відхилень за кількісним і якісними параметрами:

індикаторами рівня фінансового забезпечення функціонування РЦП ($I_{рцп}$) в динаміці та його окремими складовими ($F1, F2, F3$). Використанні у системі контролю таких кількісних параметрів підвищує обґрунтованість результатів та знижує їх суб'єктивність;

індикаторами фінансової і конкурентної політики (можливістю створення (захисту) конкурентної та фінансової переваги на рівні держави (регіонів)). Важливим є визначення зовнішньої (в міжнародному просторі) та внутрішньої (внутрішньодержавної та регіональної) ефективності функціонування ринку цінних паперів, а також його впливу на конкурентоспроможність держави;

наслідками їх впливу на рішення населення щодо операцій з ЦП (з урахуванням податкової складової). Контроль буде спрямовуватись

на аналіз змін у структурі споживання та заощадження населення, фінансової активності та спрямування грошових коштів на придбання цінних паперів, мотивів такої фінансової поведінки, впливу податкової політики на зацікавленість фінансовими інструментами тощо. Моніторинг таких якісних параметрів дуже важливий, оскільки відсутність вільних коштів у інвесторів призводить до недостатнього попиту на фондовому ринку;

ефективністю системи корпоративного управління. Слід зазначити, що належна система корпоративного управління дозволяє інвесторам бути впевненими у тому, що керівництво товариства розумно використовує їх інвестиції для фінансово-господарської діяльності і, таким чином, збільшується вартість частки інвесторів у капіталі товариства. Наявність ефективної системи корпоративного управління збільшує вартість капіталу, суб'єкти господарювання заохочуються до більш ефективного використання ресурсів, що створює базу для зростання.

Роль корпоративного управління більш докладно дозволяє виразити рис. 3.8.



Рис. 3.8. Значення корпоративного управління для держави та акціонерних товариств

Отже, можна сказати, створення ефективної системи корпоративного управління має не тільки позитивні наслідки для самого акціонерного товариства, як прийнято вважати, а й для держави в цілому, що необхідно враховувати під час розробки стратегії фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів.

7. Наступним етапом є оцінювання обраної стратегії фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів. За результатами аналізу стратегії оцінювання може бути позитивним, що означає доцільність подальшої реалізації обраної стратегії фінансового забезпечення функціонування РЦП, або негативним, що передбачає коригування такої стратегії. Залежно від причин, за якими зроблено таке оцінювання, може прийматись рішення про повернення на етапи 1, 2, 3 або 5. Слід зазначити, що чим гіршим є оцінювання стратегії, тим вище прийдеться вертатись, тобто якщо стратегія є помилковою, або умови, в яких вона реалізується, змінилися настільки, що унеможливають реалізацію раніше обраної моделі дій, необхідно буде перейти до першого етапу, тобто почати з формування цілей та завдань розвитку ринку цінних паперів.

Отже, стратегічний вибір має ґрунтуватися на аналізі можливих альтернатив дій держави, що відповідають певним встановленим критеріям. Таким чином, запропонований підхід щодо визначення специфіки розвитку ринку цінних паперів дозволяє приймати обґрунтовані управлінські рішення стосовно можливих напрямів побудови стратегії фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів. Відмінність такого підходу полягає у тому, що він ґрунтується на кількісних і якісних параметрах, врахуванні принципу альтернативності формування напрямків розвитку при плануванні способів фінансового забезпечення його функціонування.

Результатом цього виступає розробка і оцінювання альтернативних стратегій фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів та моделей його розвитку, котрі дають можливість змінювати певні складові загального процесу діяльності в контексті фондової політики, а саме: окремі напрями регулювання, методи позиціонування і просування фінансових інструментів, управління фінансовим забезпеченням та інше, що набуває особливої актуальності як для високо розвинутих держав, та і тих, що перебувають в умовах кризи, перетворень тощо.

Україна потребує подальшого реформування та вдосконалення механізмів функціонування ринку цінних паперів. Разом з тим, вона має

достатній економічний потенціал для розбудови національного ринку цінних паперів, темпи розвитку якого останніми роками випереджають динаміку зростання ВВП [184, с. 51]. Слід зазначити, що усунення існуючих недоліків його функціонування невіддільні від заходів після кризового відновлення української економіки.

На сьогодні український ринок цінних паперів відчуває серйозний брак капіталовкладень, у цьому контексті є і проблема із залученням іноземного капіталу, про що свідчать коливальні тенденції іноземних інвестицій, суттєвою причиною цього є також політичний та соціально-економічний стан країни.

Особливо це стосується різких змін правил гри на ринку. Зокрема, до переліку державних заходів щодо регулювання ринку цінних паперів також додано принципово відмінний підхід до контролю. Прийнятий парламентом 6 липня 2012 року новий Закон України "Про депозитарну систему України" [129] дозволив НБУ встановити контроль над інфраструктурою ринку цінних паперів. Регламентовано, що створюваний розрахунковий центр буде монопольно здійснювати розрахунки за всіма угодами з цінними паперами в Україні. А держава в особі НБУ буде володіти 75 % статутного капіталу цього центру, і тільки через п'ять років регулятор може зменшити частку до 25 % +1 акції, що прописано у п. 4, ст. 9 Розділу 2 Закону [129]. Реакція на такі зміни з боку громадськості неоднозначна, оскільки, з одного боку, стагнацію ринку може припинити ефективна державна політика, а з іншого, – побоювання викликає ризик надмірного державного втручання в ці процеси. Набрання чинності прописане як поетапне: окремі його частини вступили в дію з 1 січня 2013 року, а весь закон – з 11 жовтня 2013 року.

Віддаючи належне реформам, які здійснюються в сучасних умовах, слід наголосити, що цей ринок ще далекий від світових стандартів. Поновлення ринку цінних паперів безпосередньо залежить від того, наскільки швидко буде поновлено довіру вітчизняних та закордонних інвесторів до українських цінних паперів. З метою посилення фінансової забезпеченості функціонування ринку цінних паперів в Україні необхідна реалізація наступних заходів:

подальше вдосконалення нормативно-правової бази, що регулює діяльність та контроль на ринку цінних паперів, усунення протиріч та недоліків;

підвищення рівня фінансової грамотності та зацікавленості населення у операціях з цінними паперами (забезпечення економічної безпеки

домогосподарств, руйнування патерналістського стереотипу, формування культури прийняття відповідальних рішень у галузі економіки й фінансів, формування типу мислення, що містить установки на активну економічну поведінку, що відповідає їх фінансовим можливостям тощо);

формування соціально відповідальної поведінки постачальників фінансових продуктів і послуг відносно споживачів, створення прозорих і неупереджених механізмів здійснення операцій з цінними паперами;

забезпечення зваженої фондової, податкової, інформаційної та конкурентної політики на загальнонаціональному і регіональному рівнях;

визначення і закріплення на законодавчому рівні шляхів і способів оцінювання ефективності діяльності як фондових бірж, так і ринку цінних паперів у цілому;

організація якісного стратегічного контролю за реалізацією стратегії фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів;

підвищення якості корпоративного управління в акціонерних товариствах як з вітчизняним, так і іноземним капіталом;

налагодження інформаційних зв'язків НКЦПФР з міжнародними регулятивними органами на ринках капіталів щодо попередження шахрайства на фондовому ринку України.

3.3. Стимулювання населення до участі в операціях з цінними паперами як інструмента фінансового забезпечення ринку цінних паперів України

Як було виявлено в результаті проведеного дослідження, для забезпечення розвитку ринку цінних паперів необхідним є посилення фінансового потенціалу держави. Основними з вагомих показників, що формує цей фактор, є ВВП та доходи населення, причому за результатами їх аналізу як складових фактора F1 виявлено, що вони мають доволі схожу динаміку (2007 – 2008 рр. – зростання, 2008 – 2009 рр. – зниження та 2009 – 2011 рр. – стрімке зростання). Якщо досліджувати рейтинги країн світу, пов'язані з фінансовими аспектами, або аналітичні доповіді вітчизняних політиків, посадовців державних органів влади, то можна зробити висновок, що найчастіше саме ці показники є підґрунтям для аналізу й індикаторами соціально-економічного розвитку країни.

Відносно ВВП слід зазначити, що його розмір та динаміка є відображенням, насамперед, ефективності реального сектору економіки, а отже, його зміни можуть свідчити про потенціал нарощення інвестицій та, за наявності належних умов, у вигляді вкладів у цінні папери. Так, І. Кононенко та А. Рєпіним доведена залежність обсягів капітальних інвестицій від приросту ВВП (з урахуванням економічного стану країни), що проявляється у таких закономірностях [173, с. 87]:

зростання інвестицій в економіку країни за умови приросту ВВП, більшому за певне порогове значення, що є різним для кожної країни;

спостерігається зниження або стабілізація обсягів інвестицій у разі падіння приросту ВВП (у випадку, якщо зменшення відбувається в області, нижчій за порогову зону);

якщо збільшення приросту ВВП здійснюється в області від'ємних значень, то такий процес супроводжується зниженням (рідше стабілізацією) інвестицій;

зниження інвестицій може спостерігатись під час збільшення приросту ВВП у підпороговій зоні;

матиме місце зростання обсягів інвестицій (або їх стабілізація) в ситуації збільшення приросту ВВП, якщо воно відбувається у зоні підпорогових значень.

Результати перевірки таких закономірностей достатньо високі: в середньому 90,7 % випадків інвестиційні події у досліджуваних національних економіках відбувалися відповідно до названих закономірностей [73, с. 56].

Таким чином для України у період 2009 – 2011 рр. характерним є зростання приросту ВВП, а отже, й обсягів інвестицій, що має зберегтися і у наступних роках. У таких умовах завданням держави є застосування таких важелів державного регулювання, щоб спрямувати такі кошти на розвиток вітчизняного ринку цінних паперів через стимулювання інвестицій через відповідний фінансовий інструментарій.

Якщо участь підприємств, організацій у операціях з цінними паперами має прирістний характер у міру їх економічного розвитку, то із стимулюванням участі населення в цих процесах є певні труднощі.

Раніше, особливо у радянські часи, фінансова поведінка населення була обмежена в основному рамками ощадної та кредитної, то "створення нового інституціонального середовища відкрило потенційні й легальні можливості різноманітним формам фінансової поведінки" [52, с. 4]. Без сумнівів, здійснені домогосподарствами заощадження джерелом

формування інвестиційних ресурсів, які, як зазначає О. Ватаманюк, деякою мірою можуть стати альтернативою закордонним інвестиціям [16, с. 75]. Тобто населення, окрім кредитної і ощадної, все частіше проявляє інвестиційну поведінку, що більшою мірою цікавить з точки зору забезпечення фінансової бази для функціонування ринку цінних паперів.

Отже, що стосується доходів населення, то саме вони є потенційним джерелом фінансування операцій на цьому ринку. Найцікавішою в цьому плані складовою доходів є заощадження, що залишаються після споживання.

Специфіка фінансової поведінки зумовлена не тільки особливостями фінансового ринку, а й характером самого об'єкта цієї поведінки, тобто активами, що використовуються для досягнення максимальної вигоди, – наявними грошовими ресурсами. Катастрофічне зниження рівня життя і зuboжіння більшої частини населення об'єктивно позбавляють широкі його верстви самої можливості активної фінансової поведінки [52, с. 5].

Однією з найважливіших складових як сукупного попиту, так і ВВП, є споживання. Люди не можуть існувати, не споживаючи різні блага. Обсяг споживання визначається багатьма факторами, найважливішим серед яких є дохід домогосподарства. Саме залежно від величини доходу, тобто тієї грошової суми, яка є в розпорядженні домогосподарства і може бути використана ним на свій розсуд, залежить розмір споживання, а також заощадження. Залежність між ними проявляється через так звані якісні моделі поведінки (закони Енгеля). Структура споживання включає такі групи витрат: на харчування, одяг, житло, транспорт, медицину, освіту та заощадження. Їх співвідношення різне для груп домогосподарств з різним рівнем доходу.

Загальна тенденція, згідно із законами Енгеля, полягає у тому, що з підвищенням доходів у структурі споживання відбуваються певні зміни. По-перше, збільшується загальний розмір витрат на харчування, що приводить до поліпшення його якості, бо купуються якісніші продукти харчування. Водночас частка витрат на харчування в міру зростання доходів має яскраво виражену тенденцію до скорочення. По-друге, суттєво зростає як абсолютний розмір, так і частка витрат на придбання товарів та послуг для задоволення соціально-культурних потреб (медичне обслуговування, освіта, відпочинок, розваги). По-третє, з підвищенням доходів зростає як абсолютна, так і відносна частина доходів, що заощаджується, нагромаджується [39, с. 34; 53, с. 1338].

Світова статистика свідчить, що із зростанням доходу зростають також споживання і заощадження, але при цьому гранична схильність до споживання має тенденцію до зниження, а гранична схильність до заощадження – до зростання. Проте багато економістів вважають, що для економіки в цілому граничні схильності до споживання та заощадження відносно постійні.

Заощадження певним чином впливають і на споживання. Якщо є заощадження, населення має можливість у поточному періоді споживати більше, ніж отримано доходу ("ефект заощадження"). За умов стабільної економіки цей ефект незначний, але за умов нестабільності (посилення інфляції, відсутності захищеності внесків від неї) населення починає збільшувати поточне споживання за рахунок минулих заощаджень.

Крім поточного доходу, на споживання і заощадження впливає також довгостроковий дохід. Практика показує, що споживачі обґрунтовують свої споживчі витрати, виходячи не тільки з поточного доходу, а й з урахуванням тих змін, які властиві довгостроковому доходу. Для оцінювання цих явищ в економічній літературі застосовують дві теорії споживання: теорія постійного доходу та гіпотеза життєвого циклу, а також три основні концепції поведінки споживача.

Порівняльну характеристику теорій споживання наведено у табл. 3.2. Постійний дохід – це такий розмір доходу, який може отримувати сім'я, якщо відкинути тимчасові і випадкові коливання. Відповідно до теорії постійного доходу, рішення домогосподарств стосовно споживання залежать в основному від постійного доходу. Цей підхід означає, що споживачі змінюють свої витрати не обов'язково пропорційно поточним змінам у доходах. При цьому слід розрізняти вплив на споживання трьох основних шоків доходу:

тимчасових (постійний дохід змінюється незначно, тому споживання теж майже не змінюється);

постійно виникаючих (поточні заощадження зменшуються зі спадом виробництва, постійний дохід скорочується відповідно до скорочення випуску, як наслідок, споживання зменшується відчутно, а заощадження майже не змінюються);

очікуваних у майбутньому (споживання може змінюватись кардинально, одні домогосподарства можуть купувати майно, що зможе принести у майбутньому дохід, а інші – суттєво збільшувати заощадження, з метою вирівнювання споживання у періоди, коли доходи зменшаться).

Порівняльна характеристика теорій споживання

Критерії порівняння	Теорії споживання	
	Теорія постійного доходу	Гіпотеза життєвого циклу
Параметр, від якого залежить рішення щодо споживання	Постійний дохід	Дохід протягом усього життя
Фактори впливу на споживання та заощадження	Три шоки доходів (тимчасові, постійно виникаючі, очікувані в майбутньому)	Стадія життєвого циклу людини
Центральна проблема	Проблема очікувань	Необхідність забезпечення споживання за відсутності трудового доходу (вихід на пенсію)
Обґрунтування рішення щодо споживання і заощаджень	На основі прогнозу змін у макроекономічних показниках, від яких залежать реальні доходи	Ураховуючи міркування про імовірну тривалість життя
Зростання заощаджень	Відбувається тоді, коли збільшується поточний, а не постійний дохід. Гранична схильність до споживання з поточного доходу значно нижча, ніж з постійного доходу	Здійснюється у зрілому віці (два періоди з "негативною" динамікою заощаджень: молодість і старість)
Мета планування споживання	Визначення потенціалу підвищення реального доходу та заощадження на поточний та довгостроковий період	Досягнення однакового або рівномірного споживання шляхом заощадження упродовж періодів високих доходів і витрачання заощаджень у періоди низьких доходів
Функція заощадження	Досягнення певного життєвого стандарту	Збереження стійкого життєвого стандарту

Отже, теорія постійного доходу звертає увагу на такий фактор, що впливає на рішення щодо заощадження і споживання, як проблеми очікувань. Домашні господарства точно знають тільки свої поточні доходи, а які будуть зміни в майбутньому, тимчасові чи постійні, їм невідомо. Тому обґрунтування таких рішень відбувається на основі прогнозу майбутніх змін у макроекономічних показниках, від яких залежать їх реальні доходи.

Висновком теорії постійного доходу є те, що гранична схильність до споживання з поточного доходу значно нижча, ніж з постійного доходу.

У свою чергу, гіпотеза життєвого циклу ґрунтується на твердженні, що споживання в кожному періоді залежить не від поточного доходу, а від доходу протягом усього життя. Принциповим елементом гіпотези життєвого циклу з урахуванням змін, які постійно відбуваються в рівні доходу протягом усього життя людини. Тому і стратегія споживання і заощадження значною мірою залежить від стадії життєвого циклу людини.

Більш детальний аналіз обґрунтування фінансової поведінки осіб дозволяє зробити розгляд основних положень концепцій поведінки споживача. Порівняльну характеристику класичної, неокейнсіанської та сучасної неокласичної концепцій наведено у табл. 3.3.

Таблиця 3.3

Порівняльна характеристика концепцій поведінки споживача

Критерії порівняння	Концепції поведінки споживача		
	Класична	Неокейнсіанська	Сучасна неокласична
Показник, від якого залежить рішення щодо споживання	Поточний використований дохід	Розмір доходу (екзогенний параметр)	Поточний дохід (ендогенний параметр)
Параметр обґрунтування доцільного обсягу споживання та заощадження	Ставки відсотка (чим вище ставка, тим ефективніше заощадження)	Абсолютний розмір використовуваного доходу	Рівень одержуваного доходу та наявність вільного часу
Розподіл доходу на споживання і заощадження	На основі порівняння користі від споживання сьогодні з вигодами майбутнього споживання	Залежить від переваг споживача (чинники суб'єктивного характеру): традиції, світогляд, суспільні установки	Залежить від поточної ставки відсотка
Переваги підходу	Спирання на критеріях корисності	Урахування суб'єктивних факторів	Самостійність визначення розміру доходу, виходячи зі ставки реальної зарплати та доходності майна
Недоліки підходу	Орієнтація суто на максимізації обсягу споживання в довгостроковому періоді. Ускладнення оцінки корисності в умовах нестабільності	Адекватність опису поведінки тільки на короткостроковий період (до 4 років)	Суто мікроекономічний (індивідуальний) рівень

Відповідно до класичної концепції розмір споживання залежить від поточного використовуваного доходу. Під час обґрунтування розподілу доходу на споживання і заощадження, головна роль належить заощадженням, оскільки домашні господарства розглядають заощадження як відкладене споживання, намагаючись максимізувати обсяг споживання в довгостроковому періоді.

Основним принципом розподілу є порівняння користі від споживання сьогодні з вигодами майбутнього споживання. Параметром, що виражає ступінь переваги поточного споживання над майбутнім, є ставка відсотка. Чим вона вища, тим більш ефективними стають заощадження, отже, і відкладене (майбутнє) споживання, чим нижча – тим бажаніше споживання сьогодні. Таким чином, заощадження є вихідна функція від ставки відсотка. У неокейнсіанській концепції поведінка споживача інтерпретується принципово по-іншому: розмір доходу виступає як екзогенний параметр, обсяг споживання залежить тільки від використовуваного доходу, а розподіл доходу на споживання і заощадження залежить не від об'єктивного параметра (поточної ставки відсотка), а від чинників суб'єктивного характеру, що відображатимуть переваги споживача: світогляд, традиції, суспільні установки, досвід близьких та знайомих тощо.

Залежність споживання від абсолютного розміру використовуваного доходу Кейнс сформулював у вигляді основного психологічного закону, відповідно до якого "люди схильні, як правило, збільшувати своє споживання із зростанням доходу, але меншою мірою, ніж зростуть доходи".

Сучасна неокласична концепція ґрунтується на теорії міжчасового споживчого вибору І. Фішера [162] та концепції ендогенного доходу і сформульована суто в мікроекономічних передумовах.

Перед тим, як відповісти на запитання про розподіл поточного доходу між споживанням і заощадженням, необхідно визначити, від чого залежить розмір самого доходу. У неокласичній концепції висувається передумова, що кожний суб'єкт сам визначає розмір свого доходу, виходячи зі сформованої на ринку праці ставки реальної зарплати і доходності свого майна.

Мотивація економічного суб'єкта, що визначає його поведінку на ринку праці, впливає з прагнення забезпечити собі певний життєвий рівень. Останній можна охарактеризувати двома ключовими параметрами: рівнем одержуваного доходу і наявністю вільного часу.

Кожний суб'єкт оптимізує свою функцію корисності, намагаючись забезпечити собі максимальний рівень доходу, вільного часу, порівнюючи прагнення з реальними можливостями свого бюджетного обмеження.

В умовах, коли суб'єкт одержує прибуток тільки від трудової діяльності, задача оптимізації функції корисності зводиться до вирішення простої дилеми: щоб досягти більшого рівня поточного прибутку, необхідно більше працювати, але чим більший рівень прибутку досягається, тим більшу частину календарного часу можна відвести на відпочинок.

У випадку, коли особа одержує доходи не тільки від трудової діяльності, але і від майна. Проте розмір майна в поточному періоді визначається заощадженнями, зробленими в попередньому періоді. Для цього необхідно зробити дисконтовану оцінку потоків доходу і споживання і фонду заощадження. Тоді задача з оптимізації функції корисності доповнюється умовою необхідності найкращого розподілу поточного доходу в кожний момент часу між споживанням і заощадженням. Отже, функції корисності перетворюється зі статичного завдання визначення оптимального рівня поточного доходу в динамічну багатоперіодну задачу розподілу поточного доходу між споживанням і заощадженням. Заощадження розглядаються при цьому як "відкладене споживання", оскільки передбачається, що суб'єкт протягом свого життя споживає усі свої доходи.

Неважко зауважити, що досягти запланованого рівня доходу тим легше, чим вища ставка реальної зарплати і прибутковість від майна суб'єкта. Таким чином, кожний суб'єкт сам визначає, скільки часу йому працювати, а скільки відпочивати, виходячи зі своїх переваг.

Отже, неокласична функція споживання є функція від поточної ставки відсотка. При цьому поточний дохід виступає як ендогенний параметр.

За результатами дослідження основних положень теорії споживання та концепцій поведінки споживача впливає такий висновок: обґрунтування розподілу коштів на споживання та заощадження відбувається під впливом власного оцінювання людиною свого доходу та рівня життя в майбутньому. Якщо після споживання зазначається можливість заощадження, то людина приймає рішення щодо розпорядження цими коштами, виходячи з фінансової можливості та доступності для нього певних моделей фінансової поведінки (нагромадження, інвестування, вкладення під відсотки тощо).

Зважаючи на мету дослідження, доцільним є визначення мотивації фізичної особи до здійснення операцій на ринку цінних паперів як носія фінансових ресурсів.

Як було встановлено, основними факторами впливу на рішення щодо операцій з цінними паперами є розмір чистого доходу, відсоткові ставки за депозитами, наявність альтернативних фінансових інструментів (операції з ЦП, дивіденди). Аргументація така: розмір чистого доходу

фізичної особи, що залишається після сплати обов'язкових платежів (податків, єдиного соціального внеску та інше) є головним показником, від якого залежить можливість людини заощаджувати, та потенціально розглядатись інвестором на ринку цінних паперів. Критерієм привабливості для участі в інвестуванні у цінні папери в контексті даного показника є перевищення доходом необхідного розміру споживання (з урахуванням динаміки цін), наприклад, на їжу, одяг, сплату комунальних платежів, транспортні витрати тощо.

Як показує практика, як і на наявність заощаджень, на наявність у фізичних осіб цінних паперів суттєвий вплив має, перш за все, їх матеріальне становище. Існує також залежність від соціально-економічного статусу (власник бізнесу, працівник), освіта, стать. Слід, однак, відмітити, що для більшості людей в Україні внаслідок нерозвиненості ринку цінних паперів та практично "нульової" участі у ньому населення, як правило, під час згадування цінних паперів йдеться про володіння акціями, що були отримані під час сертифікатної приватизації і не дають додаткового доходу. Більшість населення втратила накопичені в минулому грошові заощадження, а сьогодні внаслідок низьких поточних грошових доходів та негативного досвіду не має можливості здійснювати достатні заощадження і користуватись фінансовими інструментами ринку цінних паперів.

За наявності можливості заощадження фізична особа розглядає варіанти накопичення, вкладення у вигляді депозиту або участь у операціях з цінними паперами. Якщо доходність від депозиту буде вищою, за відсутності інших, майнових, мотивів, людина, вірогідніше, не буде ризикувати вкладати у щось інше. Критеріями тут будуть виступати суттєвий рівень відсоткових ставок та їх диференційованість залежно від виду депозиту. Проблемою на сьогодні ще залишається поширеність думки про доцільність придбання рухомого або нерухомого майна за наявності вільних коштів, але, слід зазначити, що для такої фінансової поведінки одразу необхідно мати велику суму, що актуально не для широкого кола споживачів, а також у такому придбанні має бути сенс і перспективні плани щодо їх використання (утримання).

Немаловагомим фактором впливу на рішення щодо операцій з цінними паперами є наявність альтернативних фінансових інструментів та рівень їх розвитку. В якості критеріїв привабливості для участі в інвестуванні у цінні папери можна виокремити:

прозорість фондової політики, що знижує ризик невизначеності для фізичної особи під час вибору моделі фінансової поведінки;

стабільність нормативно-правового забезпечення впливатиме на прогнозованість наслідків здійснення операцій на ринку цінних паперів;

дохідність за цінними паперами вище, ніж у банківському секторі – це суттєва перевага, при цьому слід урахувувати доцільність таких інвестувань у довгостроковій перспективі;

прийнятний ризик – співвідношення дохідності, можливих втрат та періодів окупності інвестування в цінні папери;

правові наслідки здійснення операцій з цінними паперами (державні гарантії, податкові витрати, юридична відповідальність).

Спираючись на наведене, особливості обґрунтування рішення фізичною особою щодо участі в інвестуванні у цінні папери з урахуванням впливу податкових факторів зображено на рис. 3.9.



Рис. 3.9. Фактори впливу на прийняття населенням рішення щодо інвестування у цінні папери

Як показано на рис. 3.9, податки найбільше впливають на склад доходів фізичних осіб та на критерії привабливості участі в інвестуванні у цінні папери. Так, зміни в податковій політиці обумовлюють рівень вилучень з будь-якого доходу у вигляді податків. Чим цей рівень вищий, тим менший розмір чистого доходу, а отже, і рівень заощаджень, особливо за умови одночасного збільшення необхідного розміру споживання, викликаному зростанням цін.

У свою чергу, податки також впливають і на розмір цін, оскільки переважна більшість прямих податків закладається в ціну на стадії виробництва, що збільшує собівартість продукції, а окремі податки, такі як непрямі, включаються в ціну на стадії реалізації у якості надбавки до неї. Виходить, що будь-яке збільшення у розмірі прямих податків (їх ставки чи розширенні бази оподаткування) автоматично призведе до збільшення суми сплачуваних непрямих податків, навіть при їх незмінній ставці. Також слід зазначити, що саме непрямі податки, зважаючи на їх вплив на ціни, є додатковим джерелом інфляційних процесів. Головними податковими інструментами, які впливатимуть на цінову характеристику необхідного розміру споживання (зокрема, на зростання цін та оптимізацію витрат виробництва), будуть рівень оподаткування виробників, податкові пільги та митна політика.

Зв'язок податків з оцінюванням фізичною особою відсоткових ставок за депозитами та їх умов такий: по-перше, необхідно враховувати, чи оподатковується даний дохід, а, по-друге, якщо податок передбачено законодавством, як він коригує дохідність подібних банківських вкладів. В Україні податок на відсотки за депозитами передбачено, хоча згідно з прикінцевими положеннями Податкового кодексу, він набув чинності з 1 січня 2015 року [115], що значно може знизити привабливість депозиту, звісно враховуючи поточну відсоткову ставку.

Також цікавим є аналіз впливу податків на критерії привабливості участі в інвестуванні у цінні папери, пов'язані з альтернативними фінансовими інструментами. В даному контексті слід розрізняти податкові аспекти здійснення операції з цінними паперами на фондовому ринку та особливості оподаткування дивідендів.

Поширеною думкою є те, що існуюча система оподаткування не відповідає економічному змісту конкретних фінансових інструментів, фінансових операцій або діяльності окремих фінансових інститутів. Вона орієнтована на суто фіскальне вилучення обігових коштів платників

податку – суб'єктів ринку цінних паперів до бюджету без урахування економічного та соціального змісту їх діяльності [79].

У нормативних актах України дивіденди визначено як:

частка чистого прибутку акціонерного товариства, яка виплачується акціонеру з розрахунку на одну акцію певного типу та/або класу, що йому належить (ст. 30 Закону про акціонерні товариства [122]);

частка прибутку, розподілена між учасниками (власниками) відповідно до частки їх участі у власному капіталі підприємства п. 4 П(с)БУ-15) [116];

платіж, що здійснюється юридичною особою – емітентом корпоративних прав чи інвестиційних сертифікатів на користь власника таких корпоративних прав, інвестиційних сертифікатів та інших цінних паперів, що засвідчують право власності інвестора на частку (пай) у майні (активах) емітента, у зв'язку з розподілом частини його прибутку, розрахованого за правилами бухгалтерського обліку (пп. 14.1.49 Податкового кодексу України [115]).

Дивідендні виплати, які здійснюються акціонерними товариствами, мають свої організаційні та облікові особливості. На початку кожного року в акціонерних товариствах відбувається важлива подія – на загальних зборах приймається рішення щодо розподілу прибутку і виплати дивідендів акціонерам [58, с. 54].

Оподаткування дивідендів залежить від виду акцій, за якими вони виплачуються.

Що стосується простих акцій, то відповідно до пп. 170.5.2 Податкового кодексу України акціонерні товариства будуть виконувати функції податкових агентів, а доходи за ними у вигляді дивідендів оподатковуються податком на доходи фізичних осіб у ході їх виплати за ставкою 5 % (пп. 164.2.8, пп. 167.2, пп. 170.5.4). Якщо дивіденди нараховуються, але не виплачуються, податок має бути перерахований в бюджет протягом 30 календарних днів, наступним за місяцем нарахування дивідендів (пп. 168.1.5). Не обкладаються податком ті дивіденди, які нараховуються у вигляді акцій (часток, паїв), емітованих юридичною особою-резидентом. Додатковою умовою, прописаною у пп. 165.1.18 Податкового кодексу, є те, що таке нарахування не змінить часток участі всіх акціонерів у уставному капіталі, в результаті чого збільшиться уставний капітал емітента на сукупну номінальну вартість нарахованих дивідендів.

Відносно привілейованих акцій порядок оподаткування дещо інший, оскільки дивіденди, що виплачуються за такими цінними паперами,

прирівнюються до заробітної плати відповідно з застосуванням основної ставки податку на доходи фізичних осіб у розмірі 15 % (17 %) (п. 167.1, пп. 170.5.3 Податкового кодексу) залежно від суми такого доходу. Слід зазначити, що такі дивіденди, на відміну від заробітної плати, не включаються в базу обкладання єдиним соціальним внеском.

Щодо оподаткування операцій з цінними паперами на фондовому ринку, то цей механізм було детально розглянуто у другому розділі. Єдине, що слід зазначити з приводу характеру впливу податків на обґрунтування рішення щодо інвестування у цінні папери, це можливі наслідки змін законодавства, а саме: введення з 1 січня 2013 року нового податку – особливого податку на операції з відчуження цінних паперів та операцій з деривативами (міститься в розділі щодо регулювання акцизного податку), що був введений Законом України № 5519 від 06.12.2012 р. [126].

Платниками особливого податку на операції з відчуження цінних паперів і під час здійснення операцій купівлі-продажу є продавець. У такому разі під відчуженням мається на увазі будь-які дії продавця, за результатами яких він втрачає право власності на такі цінні папери.

Згідно з пп. 213.2.3-213.2.7 ст. 213 Податкового кодексу не підлягають оподаткуванню:

операції з державними та муніципальними цінними паперами, цінними паперами, гарантованими державою, та цінними паперами, емітованими НБУ, центральним органом виконавчої влади, що реалізує державну фінансову політику, Державною іпотечною установою, та звичайними іпотечними облігаціями, емітованими фінансовою установою, більше ніж 50 % корпоративних прав якої належать державі або державним банкам, інвестиційними сертифікатами, сертифікатами фондів операцій з нерухомістю, цільовими облігаціями підприємств, виконання зобов'язань за якими здійснюється шляхом передачі об'єкта (частини об'єкта) житлового будівництва;

операції між емітентом та платником податку з викупу та повторного продажу за грошові кошти, розміщення, погашення, конвертації емітентом цінних паперів власного випуску, операції щодо здійснення внеску до статутного капіталу, а також операції за участю векселедавця, заставодавця та іншої особи, що видала ордерний або борговий цінний папір, із видачі та погашення цих цінних паперів;

операції емітента цінних паперів інститутів спільного інвестування відкритого типу, а саме операції з розміщення, погашення, викупу та повторного продажу;

операції з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, що здійснюються особою, яка провадить клірингову діяльність та виконує функцію центрального контрагента відповідно до вимог Закону України "Про цінні папери та фондовий ринок", та операцій з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, які здійснюються особою, яка провадить клірингову діяльність, з метою забезпечення виконання зобов'язань перед учасниками клірингу;

операції НБУ на позабіржовому ринку, пов'язані з виконанням ним своїх функцій.

Також встановлено, що не є платниками цього податку фізичні або юридичні особи – резиденти або нерезиденти (в тому числі їх відокремлені підрозділи), які проводять операції з відчуження акцій ощадних (депозитних) сертифікатів, акцій приватних акціонерних товариств, корпоративних прав в іншій, ніж цінні папери, формі, цінних паперів, корпоративних прав в іншій, ніж цінні папери, формі, емітованих нерезидентами.

Відповідно до п. 215.4 ст. 215 Податкового кодексу такий податок сплачується у розмірі 1,5 % від суми операції з продажу цінних паперів у випадку, якщо біржовий курс не встановлений. Для окремих операцій встановлені такі ставки (п. 215.1 [191]):

0,1 % від суми операцій з продажу цінних паперів поза фондової біржі, але ці цінні папери мають знаходитись у біржовому реєстрі;

п'ять неоподатковуваних мінімумів доходів громадян (НМДГ) за укладений дериватив (контракт) поза фондової біржі, за якою податок має бути сплачений кожною стороною деривативу).

Графічне зображення основних елементів особливого податку на операції з відчуження цінних паперів та операцій з деривативами подано на рис. 3.10.

Проблемою на сьогодні, як зазначають аналітики [194; 213], є неврегульованість окремих питань щодо оподаткування таких операцій, насамперед, перелік параметрів, за дотримання яких розраховується біржовий курс, тривалість його використання та позиція податківців щодо неліквідних цінних паперів та розрахунку курсу за ними. Для зняття виникаючих протиріч НКЦПФР розробила поки що проект "Порядку визначення біржового курсу".

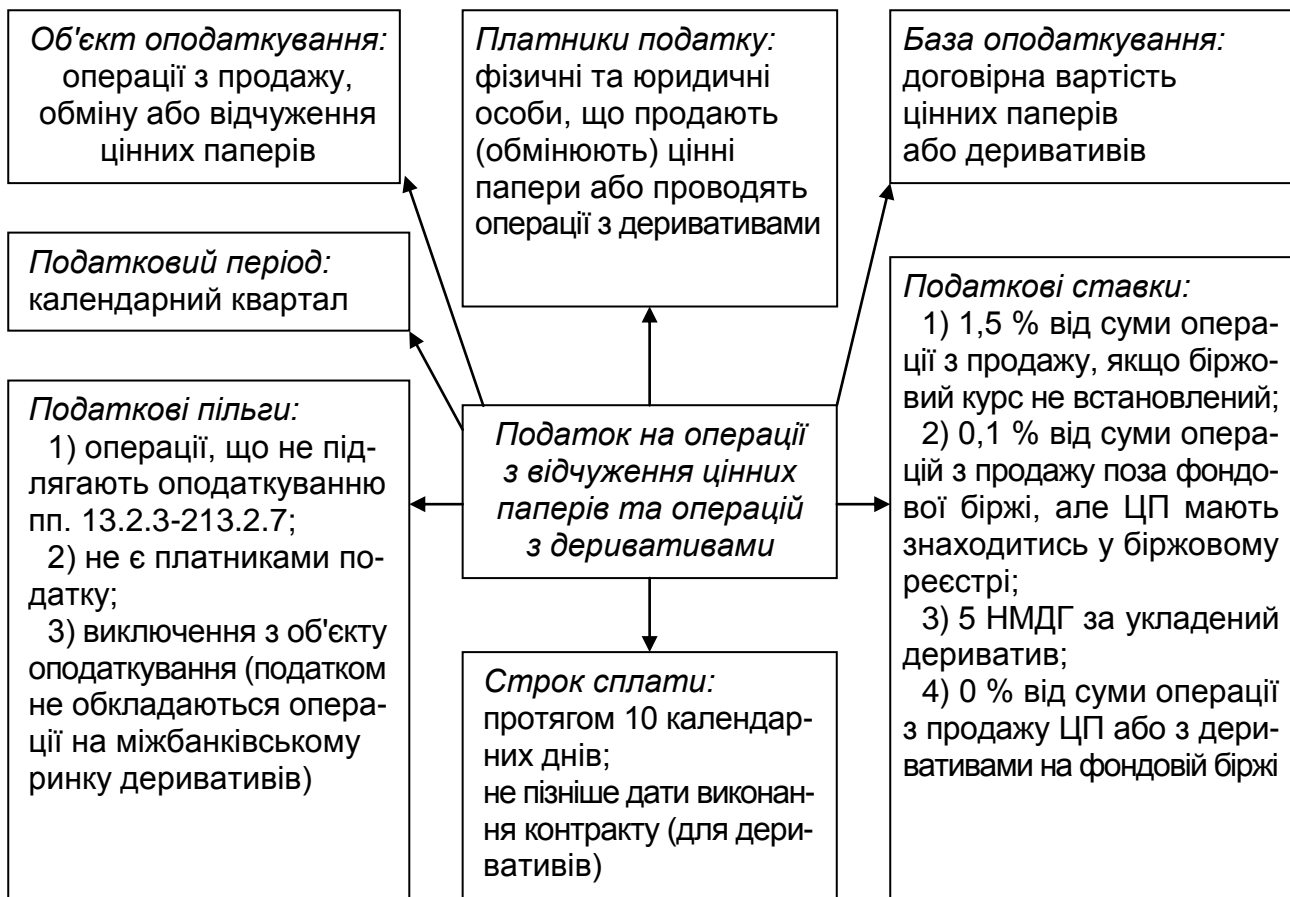


Рис. 3.10. Основні елементи податку на операції з відчуження цінних паперів та операцій з деривативами

Хоча аналіз його положень доводить намір посилити вимоги до процедури визначення такого курсу (наприклад, необхідність наявності трьох анонімних операцій за день), обмеження строку дії курсу (60 календарних днів з дати останнього визначення курсу).

Усе це має ускладнити маніпулювання вартістю цінного папера [160, с. 43] та стимулювати позбавлення від "технічних" інструментів ринку цінних паперів [195].

Хоча, як відомо, такі кардинальні реформи викликають опір змінам, посилюють невдоволення, збільшують кількість помилок як продавців, так і податкових органів, викликають зниження іноземних інвестицій у цінні папери через ризик невизначеності. Але це, як правило, тимчасові труднощі, які втрачають актуальність і причини виникнення у разі зваженої фондової і податкової політики держави.

Таким чином, розглянуті аспекти оподаткування операцій з цінними паперами підтверджують існування стимулюючого та дестимулюючого впливу податкових факторів на критерії привабливості участі фізичної

особи в інвестуванні у цінні папери. Доведено, що часті зміни податкового законодавства, з одного боку, по суті викликають стримуючий ефект щодо надання переваги операціям з цінними паперами, а з іншого, – їх конструктивність свідчить про мету посилення публічності, захищеності, організованості та прозорості руху фінансових інструментів на фондовому ринку, що має підвищити довіру та інтерес до них з боку як фізичних осіб, так і бізнесу.

У ході вибору інструментів державного регулювання ринку цінних паперів та посилення фінансового забезпечення його функціонування основними критеріями оцінювання потенціалу населення з точки зору його участі в операціях з цінними паперами, крім рівня доходів, відсоткових ставок та наявності альтернативних фінансових інструментів, стає економічна активність і рівень довіри до фінансових структур. Це зумовлює надзвичайну важливість підвищення обізнаності населення та бізнесу про функціонування ринку цінних паперів. Таке інформаційне забезпечення доцільно створювати шляхом розроблення друкованих інформаційних продуктів, надання консультацій фахівцями як особисто, так і використовуючи сучасні технології та можливості ЗМІ. На важливе значення фінансової обізнаності домогосподарств вказує і Дж. Хогарт, акцентуючи увагу на тому, що такі споживачі більшою мірою здатні приймати правильні рішення для своїх родин, таким чином збільшуючи власну економічну безпеку і добробут, а також забезпечуючи загальне процвітання суспільства [186]. Як можна бачити, такі висновки корелюють з неокейнсіанською концепцією поведінки споживача, що в основу обґрунтування рішення щодо споживання (розміру, способу) чи заощадження ставить суб'єктивні фактори (традиції, установки тощо).

Стабільний економічний розвиток будь-якої економіки залежить від адекватної системи регулювання ринку цінних паперів, яка формує економічні, правові та соціальні передумови, необхідні для залучення капіталів у реальний сектор. Необхідним є дослідження специфіки взаємозв'язку реального сектору і ринку цінних паперів в умовах фінансової невизначеності та визначення напрямів та наслідків впливу суб'єктів регулювання на розвиток такого ринку задля побудови раціональної стратегії фінансового забезпечення його функціонування та регулювання з урахуванням особливостей економічного розвитку України.

Висновки

На основі проведеного дослідження фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів були отримані такі результати.

1. Механізм функціонування ринку цінних паперів обумовлений його структурою та функціями. За результатами узагальнення підходів до класифікації функцій ринку цінних паперів доведено доцільність включення інтегруючої функції до складу основних. Визначено, що формування і реалізація функцій ринку цінних паперів на конкретному етапі розвитку залежить, у першу чергу, від функцій фондової політики держави та фінансового ринку, вимог і цілей безпосередніх учасників ринку цінних паперів.

2. Здійснено теоретичний аналіз принципів функціонування ринку цінних паперів, визначено особливості обігу фінансових інструментів. Це дозволило уточнити сутність поняття "фінансове забезпечення функціонування ринку цінних паперів", що враховує фінансові відносини між учасниками ринку цінних паперів, які обумовлені інструментами, методами і важелями впливу на складові ринку цінних паперів. Уточнено визначення поняття "інструменти ринку цінних паперів" (в межах фінансового управління). Дослідження існуючих теоретичних підходів до визначення понять "фінансове забезпечення функціонування ринку цінних паперів" та "інструменти ринку цінних паперів" дозволило запропонувати уточнене трактування цих понять на підставі врахування фінансових складових ринку цінних паперів, що відповідає сучасним уявленням світової економічної думки.

3. Доведено, що сучасний стан функціонування ринку цінних паперів в Україні характеризується такими особливостями: швидкі темпи зростання обсягів торгівлі цінними паперами, відновлення тенденцій до зростання зареєстрованих обсягів їх емісії; суттєве збільшення залучених інвестицій через інструменти ринку цінних паперів; відродження інтересу до випуску і торгівлі державними облігаціями; розширення інструментів ринку цінних паперів; посилення державного регулювання організації здійснення операцій на ринку цінних паперів. Це дозволило окреслити сучасні невирішені питання у фінансовому забезпеченні функціонування ринку цінних паперів та обґрунтувати можливі напрями їх удосконалення.

4. Узагальнено досвід напрацювань зарубіжних країн у сфері фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів. Запропоновані напрями вдосконалення передбачають: зростання ринку акцій; посилення ролі інституційних інвесторів у корпоративному управлінні; створення нових електронних торгових систем; торгівлю через мережу Інтернет; скорочення кількості фондових бірж; електронному обігу цінних паперів; захисті дрібних інвесторів, зокрема прав меншості акціонерів. Упровадження запропонованих напрямів підвищить в Україні роль ринку цінних паперів відповідно до вимог світової економіки.

5. Визначено ключові фактори впливу на фінансове забезпечення функціонування ринку цінних паперів: фінансовий потенціал держави та рівень корпоративного управління, ефективність фондової політики та контролю на ринку цінних паперів, а також рівень ризикованості операцій на ринку цінних паперів. Дослідження динаміки факторів доводить, що найбільші проблеми існують у: забезпеченні ефективного формування та реалізації вітчизняної фондової політики, у встановленні взаємовідносин між учасниками ринку цінних паперів на принципах взаємодовіри та соціальної відповідальності. Визначення ключових факторів впливу зумовило необхідність оцінювання фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів в Україні.

6. Розроблено методичний підхід до оцінювання рівня фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів. Проаналізовано взаємозв'язки між показниками фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів в Україні, що дозволило виявити його основні складові формування та визначити кількісну інтегральну оцінку. Застосування запропонованого підходу дозволяє визначити спроможність ринку цінних паперів до ефективного функціонування, що залежить від успішності реалізації стратегії фінансування його розвитку.

7. Розроблено науково-методичний підхід до формування стратегії фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів. Запропонований підхід є одним із заходів контролю й оцінювання альтернативних стратегій фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів; він ґрунтується на кількісних параметрах, що визначаються індикаторами рівня фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів, та якісних параметрах, що характеризуються індикаторами фінансової політики на рівні держави, встановленими відповідно до тренда розвитку вітчизняного ринку цінних паперів. Застосування

такого підходу дозволяє формувати напрями розвитку фінансового забезпечення функціонування досліджуваного ринку.

8. Виявлено фактори впливу на прийняття населенням рішення щодо операцій з цінними паперами. Доведено, що податки найбільше впливають на склад доходів фізичних осіб. Визначено критерії привабливості участі населення в інвестуванні у цінні папери, які полягають у: прозорості фондової політики, що знижує ризик невизначеності для фізичної особи під час вибору моделі фінансової поведінки; стабільності нормативно-правового забезпечення; дохідності, що за цінними паперами вище, ніж у банківському секторі; прийнятності ризику інвестування в цінні папери. Застосування критеріїв привабливості інвестування в цінні папери дозволить оптимізувати фінансові потоки в ефективне функціонування ринку цінних паперів в Україні.

Використана література

1. Алехин Б. И. Зачем эмитенту нужен брокер, или некоторые проблемы андеррайтинга / Б. И. Алехин // Рынок ценных бумаг. – 1995. – № 15. – С. 32–36.
2. Андрієва М. Огляд боргових ринків. На користь учасникам ринку / М. Андрієва // Цінні папери України. – 2012. – № 23 (720). – С. 5–6.
3. Балахонов Л. И. Большой толковый словарь русского языка / Л. И. Балахонова, Л. А. Балясникова, Н. И. Батажок ; под ред. С. А. Кузнецова. – СПб. : Норинт, 2001. – 1536 с.
4. Барановський О. І. Стійкість фінансових ринків України та механізми її забезпечення / О. І. Барановський, В. Г. Барановський, Є. О. Бублик ; за ред. О. І. Барановського. – К. : Інститут економіки і прогнозування НАН України, 2010. – 492 с.
5. Барановський О. І. На шляху до нової фінансової архітектури / О. І. Барановський // Вісник НБУ. – 2010. – № 11. – С. 8–15.
6. Баторшина А. Ф. Формування моделі ринку цінних паперів в трансформаційних економіках : автореф. дис... канд. екон. наук : спец. 08.00.02 / Баторшина А. Ф. – К., 2007. – 222 с.
7. Беляев А. А. Системология организации : учебник / А. А. Беляев ; под ред. проф. Э. М. Короткова. – М. : ИНФРА-М, 2008. – 219 с.
8. Берлач А. І. Біржове право України : навч. посіб. / А. І. Берлач.– К. : Університет "Україна", 2007. – 316 с.
9. Блага Н. В. Державне регулювання фондового ринку в Україні: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.02.03 "Організація управління, планування і регулювання економікою" / Н. В. Блага. – Львів, 2006. – 20 с.
10. Близнюк О. П. Фінанси : навч. посіб. / О. П. Близнюк, Л. І. Лачкова, В. І. Оспіщев ; за ред. І. В. Оспіщева. – К. : Знання, 2006. – 415 с.
11. Болдуєва О. В. Вплив інституційного середовища на розвиток ринку цінних паперів України / О. В. Болдуєва // Вісник ЖДТУ. Серія: Економічні науки. – 2012. – № 3 (61). – С. 209–211.
12. Буй Т. Економічні передумови ефективного використання боргових цінних паперів у фінансуванні корпорацій / Т. Буй // Ринок цінних паперів України. – 2008. – № 11–12. – С. 53–60.

13. Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов : учеб. пособ. / А. Н. Буренин. – М. : 1 Федеральная Книоторговая Компания, 1998. – 352 с.
14. Ван Хорн Дж. Основы управления финансами / Дж. Ван Хорн – М. : Финансы и статистика, 1997. – 800 с.
15. Васильєва Т. А. Фінансовий інструментарій забезпечення ефективного функціонування інвестиційного ринку / Т. А. Васильєва, С. В. Леонов, О. В. Макарюк // Механізм регулювання економіки. – 2009. – № 3. – Т. 1. – С. 180–189.
16. Ватаманюк О. З. Визначки особистих заощаджень в економіці України / О. З. Ватаманюк // Фінанси України. – 2007. – № 1. – С. 75–79.
17. Великий Ю. В. Податкове стимулювання інноваційної діяльності в Україні / Ю. В. Великий // Наука й економіка. – 2011 р. – № 2 (22). – С. 10–15.
18. Вовчак О. Д. Причини та наслідки впливу світової фінансової кризи на розвиток банківського і реального секторів економіки України / О. Вовчак, Н. Поляк // Вісник НБУ. – 2009. – № 8. – С. 22–25.
19. Вовчак О. Д. Система іпотечних облігацій як механізм рефінансування іпотечних кредитів : європейська практика та впровадження в Україні / О. Д. Вовчак, І. В. Ковалишин // Банківська справа. – 2009. – № 3. – С. 56–65.
20. Вовчак О. Д. Структуризація фінансового ринку України / О. Д. Вовчак, І. А. Канцір // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2012. – № 2 (14). – С. 7–9.
21. Гавкалова Н. Л. Проблеми та особливості функціонування ринку цінних паперів України / Н. Л. Гавкалова, О. Ю. Шутєєва // Проблеми економіки. – 2012. – № 4. – С. 29–33.
22. Гаврилюк О. В. Інвестиційний імідж та інвестиційна привабливість України / О. В. Гаврилюк // Фінанси України. – 2008. – № 2. – С. 68–81.
23. Галанов В. А. Рынок ценных бумаг : учебник / В. А. Галанов, А. И. Басов. – М. : Финансы и статистика, 2006. – 447 с.
24. Галутова М. М. Організаційна структура фінансового ринку України та чинники її розвитку / М. М. Галутова // Вісник економіки транспорту і промисловості. – № 35. – 2011. – С. 243–250.
25. Ганчук А. А. Моделювання впливу глобалізаційних процесів на функціонування ринку цінних паперів : дис... канд. екон. наук : 08.03.02 / А. А. Ганчук – К., 2006. – 184 с.

26. Гісюк О. В. Вдосконалення системи податково-валютного стимулювання розвитку фондового ринку України / О. В. Гісюк // Проблеми раціонального використання соціально-економічного та природно-ресурсного потенціалу регіону: фінансова політика та інвестиції : зб. наук. пр. – К. 2010. – Випуск XVI. – С. 113–119.
27. Гнаткович О. Д. Напрями активізації підприємництва на ринку цінних паперів України / О. Д. Гнаткович, С. Д. Смолінська // Науковий вісник НЛТУ України. – 2010. – № 20.5. – С. 169–172.
28. Горбань С. Ф. Інвестиційна діяльність комерційних банків України на фондовому ринку / С. Ф. Горбань, О. В. Чумак // Наука та економіка. – 2011. – № 2 (22). – С. 16–20.
29. Гулій О. А. Організаційні аспекти оподаткування операцій з цінними паперами в Україні / О. А. Гулій // Фінансова система держави: проблеми та перспективи розвитку : зб. наук. пр. – К. : ДСК Центр, 2011. – С. 114–117.
30. Гуляєва Л. П. Англо-американська та континентально-європейська моделі фінансового ринку: стратегічні орієнтири для України / Л. П. Гуляєва // Теорії мікро-, макроекономіки : зб. наук. праць професорсько-викладацького складу і аспірантів. – К. : Академія муніципального управління, 2005. – Вип. 20. – С. 121–130.
31. Дегтяр А. О. Управлінські рішення в органах державної влади : монографія / А. О. Дегтяр, В. Ю. Степанов, С. В. Тарабан ; за заг. ред. А. О. Дегтяра. – Х. : С.А.М., 2010. – 346 с.
32. Дідик Л. М. Фондовий ринок України: проблеми та шляхи підвищення ефективності функціонування / Л. М. Дідик, Є. А. Уланова // Економічний простір. – 2008. – № 19. – С. 149–160.
33. Дмитрусенко К. О. Моделювання впливу світових фондових ринків на фондовий ринок України / К. О. Дмитрусенко // Бизнес Информ. – 2011. – № 7(2) – С. 142–146.
34. Долінський Л. Кореляційно-регресійний аналіз залежності українських фондових індексів від кон'юнктури біржових ринків світу / Л. Долінський, К. Ніколаєнко // Ринок цінних паперів України. – К. : КНЕУ. – 2012. – № 1/2. – С. 95–104.
35. Дорошук Р. Фрактальний аналіз фондового індексу ПФТС як головного показника фінансового ринку України / Р. Дорошук // Формування ринкової економіки в Україні. – 2011. – Вип. 25. – С. 91–95.

36. Еш С. М. Фінансовий ринок : навч. посіб. / С. М. Еш. – 2-ге вид. – К. : Центр учбової літератури, 2011. – 528 с.
37. Єгоршин О. О. Методи багатомірного статистичного аналізу : навч. посіб. / О. О. Єгоршин, А. М. Зосімов, В. С. Пономаренко. – К. : ІЗІН, 1998. – 208 с.
38. Єлецьких С. Я. Розвиток фінансового ринку в Україні : монографія / С. Я. Єлецьких, В. М. Грідасов, Є. В. Колмикова. – Краматорськ : ДДМА, 2011. – 176 с.
39. Єфременко Т. О. Фінансова поведінка населення у соціологічному вимірі / Т. О. Єфременко // Український соціум. – 2003. – № 1 (2). – С. 30–37.
40. Жуков Е. Ф. Ценные бумаги и фондовые рынки : учеб. пособ. для вузов / Е. Ф. Жуков. – М. : Банки и биржи ; ЮНИТИ, 1995. – 224 с.
41. Жуков Е. Ф. Рынок ценных бумаг : учебник для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям / Е. Ф. Жуков. – 3-е изд., перераб. и доп. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2009. – 567 с.
42. Запорожець М. До питання ефективності фінансового ринку України / М. Запорожець // Ринок цінних паперів України. – 2008. – № 11–12. – С. 19–24.
43. Зомчак Л. Стохастичне моделювання та прогнозування нелінійної динаміки цін на фондовому ринку / Л. Зомчак // Вісник Львівського університету. Серія економічна. – 2011. – Вип. 45. – С. 96–102.
44. Зуева А. С. Механизмы и институты обеспечения экономической безопасности рынка ценных бумаг : автореф. дис. ... канд. эконом. наук : 08.00.05 / А. С. Зуева. – М., 2008. – 192 с.
45. Иберла К. Факторный анализ / К. Иберла ; пер. с нем. В. М. Ивановой ; предисл. А. М. Дуброва. – М. : Статистика, 1980. – 398 с.
46. Иванов А. В. Сценарии развития российского рынка ценных бумаг / А. В. Иванов // Проблемы прогнозирования. – 2004. – № 4. – С. 136–145.
47. Іваненко І. А. Ринок єврооблігацій в умовах фінансової глобалізації : автореф. дис... канд. екон. наук : 08.00.02 "Світове господарство і міжнародні економічні відносини" / І. А. Іваненко. – Донецьк, 2008. – 20 с.
48. Иванов Ю. Б. Стратегія підприємства : підручник / Ю. Б. Иванов, О. М. Тищенко, Т. М. Чечетова-Терашвілі. – Х. : ВД "ІНЖЕК", 2009. – 560 с.
49. Иванов Ю. Б. Теоретичні основи конкурентної стратегії підприємства : монографія / за заг. ред. Ю. Б. Иванова і О. М. Тищенко. – Х. : ВД "ІНЖЕК", 2006. – 384 с.

50. Іванов Ю. Б. Управління конкурентоспроможністю підприємства : підручник / Ю. Б. Іванов, М. О. Кизим, О. М. Тищенко. – Х. : ВД "ІНЖЕК", 2010. – 320 с.
51. Іванов Ю. Б. Податкова система : підручник / Ю. Б. Іванов, А. І. Крисоватий, О. М. Десятнюк. – К. : Атіка, 2006. – 920 с.
52. Іващенко М. В. Інвестиційна поведінка українських домогосподарств: інституціональний аспект / М. В. Іващенко // Вісник Національного технічного університету "Харківський політехнічний університет" : збірник наукових праць. Тематичний випуск: Технічний прогрес і ефективність виробництва. – Х. : НТУ "ХПІ", 2010. – № 64. – С. 3–7.
53. Іващенко М. В. Особливості економічної поведінки домогосподарств на фінансових ринках: інституціональний аспект / М. В. Іващенко // Економіка: проблеми теорії та практики : збірник наукових праць. Випуск 257 : В 7 т. – Дніпропетровськ : ДНУ, 2009. – Т. V. – С. 1337–1344.
54. Ільченко В. Ринок державних цінних паперів у сегментарному поділі фінансового ринку / В. Ільченко // Ринок цінних паперів України. – К. : КНЕУ, 2009. – № 1/2. – С. 63–67.
55. Ільченко В. Сучасний стан вітчизняного ринку державних цінних паперів / В. Ільченко // Ринок цінних паперів України. – 2009. – № 5–6. – С. 57–61.
56. Іскринко Л. П. Інтернет трейдинг та проблеми його ліквідності на фондовому ринку України / Л. П. Іскринко, Б. С. Кіров // Економічний журнал "Фондовый рынок". – 2012. – № 12. – С. 10–14.
57. Карпова В. Дивиденды АО : организационные и учетные аспекты выплат / В. Карпова // Бухгалтерия. – 2013. – № 9 (1048). – С. 54–58.
58. Качала Т. Сучасний стан та тенденції розвитку фондового ринку Черкаського регіону / Т. Качала // Економіст. – 2010. – № 2. – С. 37–41.
59. Кириленко О. П. Фінанси : навч. посіб. / О. П. Кириленко. – 2-ге вид. перероб. і доп. – Тернопіль : Економічна думка, 1998. – 163 с.
60. Кіктенко О. В. Ефективність державного регулювання фондового ринку / О. В. Кіктенко // Актуальні проблеми державного управління, педагогіки та психології. – 2012. – № 2. – С. 88–92.
61. Килячков А. А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / А. А. Килячков, Л. А. Чалдаева. – М. : Экономист, 2007. – 478 с.
62. Кобылинская Г. В. развитие регионального рынка ценных бумаг как источника финансирования реального сектора экономики / Г. В. Кобылинская, Г. Н. Шиян // Природопользование в Евро-Арктическом

регионе: опыт XX века и перспективы : тр. Междунар. конф., посвященной 70-летию Кольского научного центра РАН (Апатиты, 2 – 4 ноября 2000 г.). – Апатиты : КНЦ РАН, 2001. – С. 499–508.

63. Ковалева А. М. Финансы : учеб. пособ. / под ред. проф. А. М. Ковалевой. – М. : Финансы и статистика, 2005. – 384 с.

64. Коваленко М. Сучасний зарубіжний досвід державного регулювання банківської сфери / М. Коваленко // Ефективність державного управління. – 2011. – Вип. 26. – С. 324–331.

65. Коваленко Ю. М. Структуризація сучасного фінансового ринку / Ю. М. Коваленко // Фінанси України. – 2010. – № 9. – С. 91–99.

66. Козій І. С. Місце і значення фінансового забезпечення в структурі фінансового механізму / І. С. Козій // Науковий вісник НЛТУ України. – 2008. – Вип. 18.9. – С. 223–229.

67. Козоріз М. А. Фінанси регіону: теорія, проблеми, практика : монографія / М. А. Козоріз, А. Я. Кузнєцова, І. З. Сторонянська. – К. : УБС НБУ, 2010. – 223 с.

68. Кологойда О. В. Сучасні тенденції удосконалення законодавства, що регулює відносини на фондовому ринку України / О. В. Кологойда // Приватне право і підприємництво. – 2011. – Випуск 10. – С. 156–159.

69. Колодізєв О. М. Методологічні засади фінансового забезпечення управління інноваційним розвитком економіки : монографія / О. М. Колодізєв. – Х. : ВД ІНЖЕК, 2009. – 278 с.

70. Кондрашихін А. Б. Фінансова система регіонів: новітні погляди та перспективи : монографія / за ред. А. Б. Кондрашихіна, В. К. Присяжнюка. – К. ; Севастополь : Телескоп, 2011. – 444 с.

71. Кондрашихін А. Б. Координатні виміри інноваційного простору регіону : монографія / А. Б. Кондрашихін. – К. : Держ. екон.-технол. ун-т трансп, 2010. – 200 с.

72. Кондрашихін А. Б. Територіальна організація ринку цінних паперів: методологія і практика : автореф. дис. ... д-ра екон. наук : спец. 08.00.01 "Економічна теорія" / А. Б. Кондрашихін. – К., 2004. – 35 с.

73. Кононенко И. В. Закономерность влияния изменений прироста ВВП страны на объем капитальных инвестиций в ее экономику для стран с различным экономическим состоянием / И. В. Кононенко, А. Н. Репин // Бизнес Информ. – 2010. – № 11. – С. 53–56.

74. Корнєєв В. В. Банкоцентрична основа фінансового ринку України / В. В. Корнєєв // Економіка України. – 2008. – № 9. – С. 18–26.

75. Корнійчук О. П. Фондовий ринок як фактор забезпечення конкурентоспроможного розвитку країни / О. П. Корнійчук // Стратегія забезпечення сталого розвитку України : міжнар. наук.-практ. конф. (Київ, 20 травня 2008 р.). – К. : РВПС України НАН України, 2008. – Ч. 3. – С. 188–197.
76. Котелкин С. В. Основы международных валютно-финансовых и кредитных отношении : учебник / С. В. Котелкин ; научн. ред. д-р эконом. наук, проф. В. В. Круглов. – М. : ИНФРА-М, 1998. – 432 с.
77. Котляров С. Л. Розвиток фондового ринку України в контексті євроінтеграції / С. Л. Котляров // Ринок цінних паперів України : щомісячний науковий виробничо-практичний журнал. – 2007. – № 11–12. – С. 3–7.
78. Котляров С. Л. Трансформація фондових ринків країн Центральної та Східної Європи : автореф. дис. ... канд. екон. наук : спец. 08.00.02 "Світове господарство і міжнародні економічні відносини" / С. Л. Котляров. – К., 2008. – 16 с.
79. Кравчун О. С. Механізми державного регулювання інвестиційної діяльності в Україні / О. С. Кравчун // Теорія та практика державного управління : зб. наук. пр. – Х. : Вид-во ХарPI НАДУ "Магістр", 2012. – Вип. 3 (38). – С. 323–332.
80. Куліш О. А. Фондовий ринок у системі економічних відносин : автореф. дис. ... канд. екон. наук : спец. 08.00.01 "Економічна теорія та історія економічної думки" / О. А. Куліш. – Донецьк, 2008. – 16 с.
81. Кушина Е. Ценные бумаги: акцизный налог с неподакцизных товаров / Е. Кушина // Бухгалтерия. – 2013. – № 7 (1046). – С. 53–56.
82. Лавров Е. И. Инвестиции, финансовый рынок и экономический рост : монография / Е. И. Лавров, М. Ю. Маковецкий, Т. Н. Полякова. – Омск : Изд-во ОмГУ, 2007. – 500 с.
83. Лактіонова О. А. Аналіз взаємозв'язку фінансового та реального секторів економіки / О. А. Лактіонова // Економічний простір. – 2009. – № 22/1. – С. 120–137.
84. Левківський В. М. Міжнародний рух капіталу в глобальному економічному просторі (системно-функціональний аналіз) : автореф. дис. ... док. екон. наук : 08.05.01 / Василь Миколайович Левківський. – Київ, 2005. – 490 с.
85. Леонов С. В. Аналіз інституціональних диспропорцій у розвитку вітчизняного ринку цінних паперів / С. В. Леонов, Д. Л. Циганюк // Механізм регулювання економіки. – 2010. – № 3. – Т. 3. – С. 18–23.

86. Лупенко Ю. В. Напрями удосконалення нормативно-правового регулювання ринку цінних паперів України / Ю. В. Лупенко // Наукові праці НДФІ. – 2009. – Випуск 1 (46). – С. 91–98.
87. Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку : монографія / І. О. Лютий, Т. В. Грищенко, О. В. Любка та ін. – К. : Центр учбової літератури, 2008. – 432 с.
88. Макаренко І. О. Механізм впливу факторів на фінансову стійкість ринку похідних фінансових інструментів / І. О. Макаренко // Вісник Запорізького національного університету. Серія "Економічні науки". – 2011. – № 3 (11). – С. 228–238.
89. Маковецкий М. Ю. Инвестиционный процесс и рынок ценных бумаг: механизм формирования, современное состояние, перспективы развития / М. Ю. Маковецкий. – М. : Анкил, 2003. – 312 с.
90. Макогон Ю. В. Практические аспекты публичного размещения акций украинских компаний на мировом фондовом рынке / Ю.В. Макогон, Е.А. Медведкина // Вісник Тернопільського національного економічного університету. – Тернопіль : Економічна думка, 2008. – № 4. – С. 18–25.
91. Маневич В. Е. Особенности финансового кризиса и перспективы развития финансовых рынков в России / В. Е. Маневич // Бизнес и банки. – 2008. – № 44–45. – С. 1–17.
92. Мартюшева Л. С. Теоретичні аспекти та проблеми визнання дефолту емітентів корпоративних облігацій в Україні / Л. С. Мартюшева, О. В. Слуцька // Вісник економіки транспорту і промисловості. – 2010. – № 29. – С. 144–149.
93. Мельник О. В. Емісійна діяльність підприємств гірничодобувної промисловості з випуску корпоративних облігацій / О. В. Мельник, Т. П. Якимчук // Фінанси України. – 2008. – № 1. – С. 118–126.
94. Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок / Я. М. Миркин. – М. : Перспектива, 2007. – 368 с.
95. Михайлова Е. В. Финансовый рынок в РФ (опыт и проблемы становления) / Е. В. Михайлова. – СПб. : Изд-во С-Пб. ун-та экономики и финансов, 1992. – 176 с.
96. Михальская Л. С. Современное состояние фондового рынка Украины: проблемы и перспективы развития / Л. С. Михальская, Д. Б. Юрова // Вестник Хмельницкого национального университета. – 2010. – № 3. – Т. 2. – С. 125–128.

97. Гібридний капітал банку: світовий досвід, перспективи впровадження в Україні : науково-аналітичні матеріали / В. І. Міщенко, В. В. Крилова, В. В. Салтинський та ін. – К. : Національний банк України. Центр наукових досліджень, 2009. – Вип. 13. – 180 с.

98. Москаль О. І. Фінансове забезпечення розвитку агропромислового виробництва регіону (на матеріалах Чернівецької області) : автореф. дис. ... канд. екон. наук : спец. 08.04.01 – "Фінанси, грошовий обіг і кредит" / О. І. Москаль. – К., 2001. – 16 с.

99. Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы / С. З. Мошенский. – М. : "Экономика", 2010. – 240 с.

100. Мошенський С. З. Трансформаційні процеси на світових ринках цінних паперів / С. З. Мошенський // Фінанси України. – 2009. – № 7. – С. 54–63.

101. Музиченко Г. Г. Формування та розвиток світового ринку цінних паперів в умовах економічної глобалізації : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.05.01 "Світове господарство і міжнародні економічні відносини" / Г. Г. Музиченко. – Донецьк, 2006. – 20 с.

102. Науменкова С. В. Развитие финансового сектора Украины в условиях формирования новой финансовой архитектуры : монография / С. В. Науменкова, С. В. Мищенко. – М. : Университет банковского дела, Центр научных исследований НБУ, 2009. – 384 с.

103. Олійник Д. С. Фінансове забезпечення розвитку сільськогосподарського виробництва : автореф. дис. ... канд. екон. наук : спец. 08.04.01 – "Фінанси, грошовий обіг і кредит" / Д. С. Олійник. – К., 2003. – 17 с.

104. Опарін В. М. Фінанси (загальна теорія) : навч. посіб. / В. М. Опарін. – К. : КНЕУ, 2002. – 240 с.

105. Осьмірко І. В. Система фінансового забезпечення інноваційного розвитку: поняття, структура та принципи функціонування / І. В. Осьмірко // Бізнес Інформ. – 2012. – № 7. – С. 47–49.

106. Палка І. М. Роль державного регулювання інвестиційної активності в системі управління економікою / І. М. Палка // Інноваційна економіка. – 2012. – № 3 (29). – С. 305–309.

107. Панчишина С. Доходи та заощадження в перехідній економіці України / С. Панчишина, М. Савлука. – Львів : ЛНУ ім. І. Франка, 2003. – 406 с.

108. Петерс Э. Хаос и порядок на рынках капитала. Новый аналитический взгляд на циклы, цены и изменчивость рынка / Э. Петерс ; пер. с англ. В. И. Гусева. – М. : Изд. "Мир", 2000. – 333 с.

109. Петрик О. Фінансова криза в Україні та заходи щодо її подолання / О. Петрик // Вісник НБУ. – 2009. – № 8. – С. 4–10.
110. Петрик О. Якою має бути організаційна структура банківського нагляду в Україні? / О. Петрик // Вісник НБУ. – 2009. – № 11. – С. 3–6.
111. Пітюлич М. І. Теоретичні аспекти доходів домогосподарства в ринковій економіці / М. І. Пітюлич, Ю. Б. Кушнір // Науковий вісник Ужгородського університету. Серія "Економіка". – 2011. – Спецвипуск 33. – С. 9–15.
112. Плюта В. Сравнительный многомерный анализ в эконометрическом моделировании / В. Плюта ; пер. с польского В. В. Иванова. – М. : Финансы и статистика. – 1989. – 176 с.
113. Поважний О. С. Цінні папери і фондовий ринок : навч. посіб. / О. С. Поважний, Н. С. Орлова, А. Л. Свечкіна. – 2-ге вид., виправл. і доп. – Львів : Магнолія-2006, 2012. – 360 с.
114. Погріщук Г. Б. Фінансове забезпечення охорони навколишнього природного середовища : автореф. дис. ... канд. екон. наук / Г. Б. Поліщук. – Тернопіль, 2005. – 19 с.
115. Податковий кодекс України від 2 грудня 2010 р. N 2755-VI (зі змінами та доповненнями) // Бухгалтерія. – 2013. – № 1–2. – С. 20–386.
116. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 15 "Дохід", затверджене наказом Міністерства фінансів України від 29.11.99 № 290 // Офіційний вісник України. – 1999. – № 50. – С. 442.
117. Положення про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку, затверджено Указом Президента України від 23 листопада 2011 року № 1063/2011 // Офіційний вісник Президента України від 23.11.2011 р. – 2011. – № 31. – С. 9.
118. Полюхович В. І. Особливості використання світового досвіду у процесі формування моделі державного регулювання фондового ринку України / В. І. Полюхович // Приватне право і підприємництво. – 2011. – Випуск 10. – С. 156–159.
119. Поправка О. Г. Регулювання та нагляд за фінансовим сектором у країнах ЄС, перспективи для України / О. Г. Поправка // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць. – Суми : ДВНЗ "УАБС НБУ", 2010. – Т. 30. – С. 263–271.
120. Приказюк Н. Ринок державних цінних паперів : світовий досвід та вітчизняні реалії / Н. Приказюк, Т. Моташко // Фінанси України. – 2009. – № 2. – С. 73–81.

121. Приступко А. О. Проблемы становления фондового рынка Украины в контексте требований законотворческой практики / А. О. Приступко // Современное законотворчество: теория и практика : материалы Международной научно-практической конференции. – М. : Изд-во МГУ, 2006. – С. 232–235.

122. Про акціонерні товариства : Закон України від 17.09.2008 р. № 514-VI зі змінами та доповненнями // Відомості Верховної Ради України. – 2008. – № 50–51. – Ст. 384.

123. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення вимог до професійних учасників фондового ринку : Закон України від 04.07.2012 р. № 2393-VI // Офіційний вісник України. – 2012. – № 60. – С. 22.

124. Про внесення змін до Закону України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" : Закон України № 2804-15 від 06.09.2005 р. // Відомості Верховної Ради України. – 2005. – № 42. – Ст. 466.

125. Про внесення змін до Закону України "Про цінні папери та фондовий ринок" щодо розкриття інформації на фондовому ринку : Закон України № 3264-VI від 21 квітня 2011 р. // Відомості Верховної Ради України. – 2011. – № 43. – Ст. 447.

126. Про внесення змін у Податковий кодекс України щодо подальшого вдосконалення адміністрування податків та зборів : Закон України № 5519 від 06.12.2012 р. // Офіційний вісник України від 15.01.2013 р. – 2013. – № 1. – С. 64.

127. Про депозитарну систему України : Закон України № 5178-VI від 6 липня 2012 року // Голос України. – 2012. – № 191. – 2 с.

128. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди) : Закон України № 2299-14 від 15.03.2001 р. // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 21. – Ст. 103.

129. Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні : Закон України № 710/97-ВР від 10.12.1997 р. // Відомості Верховної Ради України. – 1998. – № 15. – Ст. 67.

130. Про недержавне пенсійне забезпечення : Закон України № 1057-15 від 09.07.2003 // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 47–48. – Ст. 372.

131. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України № 3480-IV із змінами і допов. від 23 лютого 2006 р. // Инвест-газета : нормативна база. – 2009. – № 36. – 3 с.

132. Птащенко Л. О. Управління корпоративними фінансами : навч. посіб. для студ. вищих навч. закладів / Л. О. Птащенко. – К. : Центр учбової літератури, 2008. – 296 с.
133. Райхман Э. Н. Экспертные методы в оценке качества товаров / Э. Н. Райхман, Г. Г. Азгальдов. – М. : Экономика, 1974. – 152 с.
134. Ревенко О. В. Вплив інструментів податкової політики на розвиток регіональних фондових ринків / О. В. Ревенко, Т. В. Ревенко, О. А. Гулій // Теорія та практика державного управління : зб. наук. праць. – Х. : Вид-во ХарPI НАДУ "Магістр", 2012. – Вип. 2 (37). – С. 234–249.
135. Родионова В. М. Финансы / под ред. В.М. Родионовой. – М. : Финансы и статистика, 1995. – 432 с.
136. Ромашко О. Ю. Роль державного регулювання фондового ринку в подоланні кризових явищ / О. Ю. Ромашко // Моніторинг. – 2008. – № 3. – С. 9–13.
137. Самець С. М. Місце і значення ринку цінних паперів в економіці України / С. М. Самець, О. В. Іконніков // Науковий вісник НЛТУ України. – 2010. – № 20. – С. 244–252.
138. Самородов Б. В. Використання інструменту IPO для виходу банку на зовнішні фондові ринки з метою залучення коштів / Б. В. Самородов // Збірник наукових праць "Фінанси, облік і аудит". – К. : КНЕУ, 2011. – Випуск 18. – С. 118–129.
139. Сапога Т. В. Домогосподарство – важлива складова функціонування економіки / Т. В. Сапога // Сталий розвиток економіки : всеукраїнський виробничий журнал. – 2011. – № 6. – С. 49–52.
140. Саркисян А. Система международных долгов / А. Саркисян. – М. : ДеКа, 1999. – 720 с.
141. Свечкина А. Л. Зарубежный опыт государственного регулирования финансового рынка / А. Л. Свечкина // Ключевые аспекты научной деятельности – 2007 : II междунар. науч.-практ. конф. (Днепропетровск, 16 – 31 января 2007 г.). – Днепропетровск : Наука и образование, 2007. – Т. 3. – С. 39–41.
142. Свечкіна А. Л. Дослідження фінансового ринку як об'єкту системного аналізу / А. Л. Свечкіна // Ключевые аспекты научной деятельности – 2008 : IV междунар. науч.-практ. конф. (Прага, 15 – 31 января 2008 г.). – Прага, 2008. – С. 13–15.
143. Слезко Е. А. Факторы, влияющие на развитие рынка ценных бумаг в развитых и развивающихся экономиках / Е. А. Слезко // Економічний простір : зб. наук. пр. – Дніпропетровськ : ПДАБА, 2009. – № 25. – С. 146–158.

144. Слуцька О. В. Визначення факторів зовнішнього середовища при прогнозуванні дефолту емітентів облігацій / О. В. Слуцька // Збірник тез доповідей V Міжнародної науково-практичної конференції "Теорія і практика економічного аналізу: сучасний стан, актуальні проблеми та перспективи розвитку" (м. Тернопіль, 29 вересня – 1 жовтня 2011 р.). – Тернопіль : ТНЕУ, 2011. – С. 314–316.
145. Смагін В. Л. Формування та розвиток фінансового ринку в умовах трансформаційної економіки : монографія / В. Л. Смагін. – К. : КНЕУ, 2008. – 232 с.
146. Смирнов А. Кредитный "пузырь" и перлокация финансового рынка / А. Смирнов // Вопросы экономики. – 2008. – № 10. – С. 5–8.
147. Собкевич О. В. Розвиток фондового ринку України як чинник підвищення рівня економічної безпеки держави : автореф. дис. ... канд. екон. наук : спец. 21.04.01 "Економічна безпека держави" / О. В. Собкевич. – К., 2008. – 23 с.
148. Соболева В. М. Інституційні чинники розвитку фінансового сектору економіки в умовах ринкової трансформації : монографія / за заг. ред. д.е.н., проф. В. М. Соболевой. – К. : УБС НБУ, 2010. – 300 с.
149. Сокирська І. Г. Діагностика фінансового забезпечення діяльності підприємства / І. Г. Сокирська // Фінанси України. – 2003. – № 1. – С. 89–93.
150. Стеценко Б. С. До питання місця та ролі державних цінних паперів на фондовому ринку України / Б. С. Стеценко // Ринок цінних паперів України. – 2011. – № 1–2. – С. 57–64.
151. Стрижиченко К. А. Аналіз зв'язків між фондовими ринками країн Східної Європи / К. А. Стрижиченко, К. О. Дмитрусенко // Бізнес Інформ. – 2009. – № 4 (2). – С. 142–146.
152. Стрижиченко К. А. Концептуальна модель формування портфеля цінних паперів / К. А. Стрижиченко, К. О. Дмитрусенко // Бізнес Інформ. – 2009. – № 2 (2). – С. 71–76.
153. Сучасний стан та тенденції розвитку фондового ринку: діяльність з управління активами інститутів спільного інвестування // Ринок цінних паперів України. – 2010. – № 8. – С. 34–35.
154. Таратута О. Ю. Фінансові потоки світового ринку цінних паперів в умовах глобалізації / О. Ю. Таратута // Вісник Харківського національного університету. Економічна серія. – 2011. – № 943. – С. 55–58.

155. Тимчишин Л. В. Основні проблеми розвитку фондового ринку в Україні / Л. В. Тимчишин // Економіка та держава. – 2009. – № 4. – С. 28–34.
156. Формирование конкурентной позиции предприятия в условиях кризиса : монография / А. Н. Тищенко, Ю. Б. Иванов, Н. А. Кизим и др. – Х. : ИД "ИНЖЭК", 2007. – 376 с.
157. Тищук Т. А. Тіньова економіка в Україні: масштаби та напрями подолання : аналіт. доп. / Т. А. Тищук, Ю. М. Харазішвілі, О. В. Іванов ; за заг. ред. Я. А. Жаліла. – К. : НІСД, 2011. – 96 с.
158. Торкановский В. С. Рынок ценных бумаг и его финансовая структура : учеб. пособ. / под ред. В. С. Торкановского. – СПб. : Комплект, 2009. – 159 с.
159. Тридед А. Н. Моделирование взаимодействия структурных составляющих финансового рынка : монография / А. Н. Тридед. – Х. : ФЛП Александрова К. М., ИД "ИНЖЕК". 2009. – 167 с.
160. Уляницкая А. Кто не в курсе. Чиновники определились, как облагать налогами операции с ценными бумагами на фондовых биржах / А. Уляницкая // Бизнес. – 2013. – № 6. – С. 43.
161. Унінець-Ходаківська В. П. Податкове регулювання діяльності інститутів спільного інвестування в Україні / В. П. Унінець-Ходаківська // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2010. – № 2. – С. 201–213.
162. Фишер И. Покупательная сила денег / И. Фишер. – М. : Дело, 2001. – 198 с.
163. Фомішина В. М. Ринок цінних паперів і його роль у трансформації заощаджень в інвестиції / В. М. Фомішина // Вісник Донецького університету економіки та права. – 2009. – № 2. – С. 44–49.
164. Фондовий ринок України : проблеми, тенденції та перспективи // Цінні папери України. – 2010. – № 4 (598). – С.4–6.
165. Ходаківська В. П. Ринок фінансових послуг : навч. посіб. / В. П. Ходаківська, О. Д. Данілов. – Ірпінь : Академія ДПС України, 2001. – 501 с.
166. Хоружій С. Складові системи регулювання ринків цінних паперів в ЄС / С. Хоружій // Ринок цінних паперів. – 2009. – № 9–10. – С. 65–70.
167. Цивільний кодекс України від 16.01.2003 р. № 435-IV. – Х. : ООО "Одиссей", 2010. – 352 с.
168. Циганов О. Р. Закордонний досвід державного регулювання діяльності товарних бірж та напрями його використання в Україні / О. Р. Циганов, С. М. Повний // Менеджер. – 2004. – № 4(30). – С. 119–124.

169. Чечетова Н. Ф. Пріоритети державного регулювання ринку цінних паперів в Україні / Н. Ф. Чечетова // Збірник наукових праць ЧДТУ. – 2008. – Випуск 21. – С. 88–90.
170. Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли ; пер. с англ. – М. : Инфра-М, 2001. – 1035 с.
171. Шкодiна І. В. Проблеми та перспективи розвитку фондового ринку України / І. В. Шкодiна // Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків : матеріали VI Міжнародної науково-практичної конференції (Черкаси, 20–21 жовтня 2001 р.). – Черкаси : Видавець Чабаненко Ю. А., 2011. – С. 311–313.
172. Школьник І. О. Стратегія розвитку фінансового ринку України : автореф. дис. ... д-ра екон. наук : спец. 08.00.08 "Гроші, фінанси і кредит" / І.О. Школьник. – Суми, 2008. – 36 с.
173. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку : монографія / І. О. Школьник. – Суми : Мрія УАБС НБУ, 2008. – 348 с.
174. Шутєєва О. Ю. Напрямки вдосконалення фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів України / О. Ю. Шутєєва // Кримський економічний вісник : науковий журнал. – 2013. – № 3. – С. 258–261.
175. Шутєєва О. Ю. Особливості оцінки рівня фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів в Україні / О. Ю. Шутєєва // Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. – 2013. – № 4. – Том1. – С. 161–165.
176. Шутєєва О. Ю. Особливості фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів / О. Ю. Шутєєва // Інвестиції : практика та досвід. – 2012. – № 19. – С. 66–73.
177. Шутєєва О. Ю. Теоретичні засади визначення сутності фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів / О. Ю. Шутєєва // Фінансовий простір. – 2013. – № 3 (11). – С. 118–124.
178. Шутєєва О. Ю. Функції та механізм функціонування ринку цінних паперів як складової фінансового ринку / О. Ю. Шутєєва // Економічний простір : зб. наук. пр. – Дніпропетровськ : ПДАБА, 2012. – № 63. – С. 212–218.
179. Шухно В. М. Ринок цінних паперів РБ та тенденції його розвитку / В. М. Шухно, О. Ю. Семенов, В. А. Котова. – Мн. : БДУ, 2005. – 340 с.

180. Щербина А. Г. Інноваційні технології на ринку цінних паперів / А. Г. Щербина // Збірник наукових праць Національного університету Державної податкової служби України. – 2010. – № 2. – С. 240–247.

181. Якимчук Т. П. Емісійна діяльність підприємств гірничодобувної промисловості з випуску корпоративних облігацій / О. В. Мельник, Т. П. Якимчук // Фінанси України. – 2008. – № 1. – С. 118–126.

182. Якимчук Т. П. Особливості формування економічних відносин між суб'єктами корпоративної облігаційної позики / Т. П. Якимчук // Вісник Криворізького економічного інституту КНЕУ. – 2007. – № 3. – С. 99–106.

183. Яроцький В. Цінні папери як інструмент моделювання майнових прав / В. Яроцький // Юридична Україна – 2007. – № 4. – С. 63–68

184. Ящук В. Становлення та перспективи розвитку фондового ринку України / В. Ящук // Вісник КНТЕУ. – 2011. – № 6. – С. 46–54.

185. Crowley P. M. An intuitive guide to wavelets for economists. Discussion Papers 1 / P. M. Crowley. – Bank of Finland Research, 2005. – 68 p.

186. Henry Inegbedion. Efficient Hypothesis and the Nigerian Capital Market : Examination of the Nigerian Stock Market for Market Efficiency, 2012 – 108 p.

187. Holzmann R. Aging Population, Pension Funds, and Financial Markets. Regional Perspectives and Global Challenges for Central, Eastern, and Southern Europe / ed. R. Holzmann. – Washington : The World Bank, 2009. – 162 p.

188. Kim S. On the relationship between changes in stock prices and bond yields in the G7 countries : Wavelet analysis / S. Kim, F. In // Journal of International Financial Markets, Institutions and Money. – 2007. – № 17. – P. 167–179.

189. Kononenko I. The Modeling and Forecasting of the Technological and Innovational Development of a Transition-Economy Country // I. Kononenko 3rd International Conference on Project Management (ProMAC2006). – P. 5.

190. 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.

191. Аналітичний огляд фондового ринку України за 2010 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.rurik.com.ua>.

192. Беляєв О. Що принесуть зміни в податковому законодавстві приватним інвесторам? [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.ua.prostobank.ua/layout/set/print/finansoviy_gid.

193. Білоруський фондовий ринок: міф чи реальність? [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.infobank.by>.
194. Бондарчук В. Налоговики вновь напали на фондовый рынок [Електронний ресурс] / В. Бондарчук. – Режим доступу : <http://www.epravda.com.ua/rus/publications/2012/10/16/339705>.
195. Бондарчук В. Хто хоче контролювати "технічні" папери [Електронний ресурс] / В. Бондарчук // Економічна правда. – 2012. – Режим доступу : <http://www.epravda.com.ua/publications/2012/11/6/342657>.
196. Гладій С. Фінансовий механізм інвестування інноваційного розвитку: теоретико-методологічний підхід до управління [Електронний ресурс] / С. Гладій // Наука молода. – 2005. – № 3. – Режим доступу : http://www.library.tane/edu.ua/images/nauk_vydannya/gHL8ef.pdf.
197. Гула Ю. Я. Міжнародний досвід регулювання біржової діяльності та шляхи його використання в українській економіці [Електронний ресурс] / Ю. Я. Гула // Сучасні тенденції фінансового ринку. – 2011. – Режим доступу : <http://libfor.com/index.php?newsid=89>.
198. Державна служба статистики України. Обсяги реалізованої промислової продукції (робіт, послуг) за основними видами діяльності за 2004 – 2011 роки [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.gorstat.kiev.ua/p.php3?c=433&lang=1>.
199. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : Закон України № 475/96-ВР від 30.10.96 р. зі змінами від 01.01.2012 р. на підставі 3461–17 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.
200. Леонов Д. А. Гармонізація податкового законодавства із законодавчою базою фондового ринку України [Електронний ресурс] / Д. А. Леонов. – Режим доступу : <http://kbs.org.ua/files/file33333.pdf>.
201. Мезенцева О. О. Міжнародні моделі державного регулювання ринку цінних паперів [Електронний ресурс] / О. О. Мезенцева. – Режим доступу : http://www.rusnauka.com/ONG/Economics/15_mezenceva%20o.o.doc.htm.
202. Нагляд за ринком цінних паперів. Зарубіжний досвід [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://investblog.net.ua/fondovyj-rynok/nahlyad-za-rynkom-tsinnyh-paperv-zarubizhnyj-dosvid>.
203. Нікончук В. Особливості реалізації інституціональних функцій фондового ринку : тези Інтернет-конференції (22–23 березня 2012 року) [Електронний ресурс] / В. Нікончук. – Режим доступу : <http://www.stelma->

schuk.info/internet-conference/announced-internet-onference/-22-23-2012-/48-konferencia-22-03-2012/133-2012-03-22-22-33-34.html.

204. План заходів із розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів на період до 2014 року. Затверджено розпорядженням Кабінету Міністрів України від 26 грудня 2012 року № 1059-р [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1059-2012-r#n8%23n8>.

205. Рейтинг глобальной конкурентоспособности 2011 – 2012 г. World Economic Forum, 2011. The Global Competitiveness Report 2011–2012 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.weforum.org>.

206. Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2010 рік. Динамічний розвиток. Ефективне регулювання [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>.

207. Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2011 рік Український фондовий ринок: впевненість, стійкість та зростання [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>.

208. Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2012 рік : інновації для розвитку ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>.

209. Симановский М. Фондовый рынок Украины [Электронный ресурс] / М. Симановский. – Режим доступа : <http://dnews.donetsk.ua/dntu/src/papers/0c09cdd91193641a06d6488ace7610c8.doc>.

210. Смородская П. Финансовый рынок отмегарегулируют [Электронный ресурс] / П. Смородская // Газета "Коммерсантъ". – 2011. – № 39 (4580). – Режим доступа : <http://www.kommersant.ru/Doc/1596841>.

211. Украина в мировых рейтингах [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://inve-trade.eu/ru/investments/article/information/10-investment/16-ukraine-in-global-rankings.html>.

212. Федорків М. Зарубіжний досвід функціонування ринку державних облігацій [Електронний ресурс] / М. Федорків. – Режим доступу : <http://libfor.com.index.php?do=cat&category=suchasn-tendencyi-fnansovogo-rinku-2011>.

213. Чемерис Є. Кінцем якого фондового ринку нас лякають [Електронний ресурс] / Є. Чемерис // Економічна правда. – 2013. – Режим доступу : <http://www.epravda.com.ua/publications/2013/01/5/342445>.

214. Serido J. Parents Often the Key to Children's Financial Well-being / J. Serido, J. Norton, D. Norton. – [Electronic resource] // The University of Arizona News, School of Family and Consumer Sciences. – 2009. – May 4. – Access mode : <http://uanews.org/section/Social+Sciences+and+Education>. – Загол. з екрану.

215. The Global Competitiveness Report 2008 – 2009 [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.weforum.org>.

216. The Global Competitiveness Report 2009 – 2010 [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.weforum.org>.

217. The Global Competitiveness Report 2010 – 2011 [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.weforum.org>.

218. The Global Competitiveness Report 2011 – 2012 [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.weforum.org>.

Додатки

Додаток А

Підходи до класифікації функцій ринку цінних паперів

Таблиця А.1

Визначення переліку за змісту функцій ринку цінних паперів

Автори	Перелік за зміст функцій
1	2
А. Буренін [13]	Мобілізація коштів вкладників для цілей організації і розширення масштабів господарської діяльності. Інформаційна
В. Фомішина [163]	Загальноринкові (загальні) функції: комерційна, пов'язана з отриманням прибутку від операцій на даному ринку; цінова (ціноутворююча), за допомогою якої забезпечується процес формування ринкових цін, їх постійний рух та є умовою реалізації інших його функцій. інформаційна, на основі якої ринок виробляє і повідомляє своїх учасників інформацію про об'єкти торгівлі; регулююча, пов'язана зі створенням правил торгівлі та участі в ній, порядку вирішення спорів між учасниками, встановленням пріоритетів і освітою органів управління і контролю. Специфічні функції: перерозподільчу, яка забезпечує перелив грошових коштів між галузями і сферами діяльності і фінансування дефіциту бюджету; функцію страхування цінних та фінансових ризиків, яке здійснюється на основі нового класу таких виробничих цінних паперів, як ф'ючерсні та опціонні контракти
Я. Міркін [94]	Функція перерозподілу грошових коштів полягає в перерозподілі коштів між галузями та сферами діяльності; територіями та країнами; населенням та підприємствами. Функція перерозподілу ризиків (функція хеджування) – це використання інструментів ринку цінних паперів (передусім так званих похідних інструментів) для захисту власників будь-яких активів (товарних, валютних, фінансових) від несприятливої для них зміни цін, вартості або дохідності цих активів

1	2
	<p>Облікова функція полягає в обов'язковому обліку в спеціальних списках (реєстрах) усіх видів цінних паперів, що обертаються на ринку, реєстрації учасників ринку цінних паперів, а також фіксації фондових операцій, оформлених договорами купівлі-продажу, застави, трасту, конвертації тощо.</p> <p>Функція збалансування попиту та пропозиції означає забезпечення рівноваги попиту й пропозиції на фінансовому ринку проведенням операцій із цінними паперами.</p> <p>Стимулююча функція полягає в мотивації юридичних і фізичних осіб стати учасниками ринку цінних паперів</p>
С. Еш [36]	<p>Облікова. Контролю. Збалансування попиту та пропозиції. Стимулююча. Перерозподільна. Регулююча. Фінансування дефіциту державного бюджету на не інфляційній основі, тобто без випуску в обіг додаткових коштів</p>
В. Нікончук [203]	<p>До загальноринкових функцій відносяться: ціноутворююча, інформаційна, регулююча та зниження витрат трансакцій.</p> <p>До специфічних функцій: забезпечення, з одного боку, створення і функціонування ринкової системи обміну правами власності а, з іншого, – підвищення мобільності капіталу (РЦП як інституціональна інновація); регулювання формування інституціональної організації суспільства, і інститутів, які прямо регулюють економічну та соціальну поведінку (РЦП як регулятивний інститут ринкової економіки)</p>
Г. Кобилинська, Г. Шиян [62]	<p>Функціональне призначення ринку цінних паперів полягає, з одного боку, в мобілізації вільних коштів для користувачів капіталу (емітентів), з іншого – в забезпеченні механізму ефективного розміщення вкладень для постачальників капіталу (потенційних інвесторів)</p>
І. Школьник [173]	<p>Мобілізаційна функція – мобілізація тимчасово вільних коштів для цілей фінансування розвитку економіки.</p> <p>Організаційна – виявляється через створення мережі різноманітних інститутів з реалізації фінансових активів</p>
О. Слезко [143]	<p>Ключовою функцією фондового ринку є мобілізація та перерозподіл тимчасово вільних грошових ресурсів на цілі розвитку економіки, від якості й об'ємності реалізації якої залежить повнота фінансування потреб у позичковому капіталі для покриття дефіциту інвестицій, що обслуговують зростаючу економіку</p>

**Результати аналізу сутності визначення
поняття "фінансове забезпечення"**

Таблиця Б.1

**Морфологічний аналіз визначення сутності
фінансового забезпечення**

Автори, джерело	Ключові ознаки	Визначення поняття
1	2	3
Гладій С. П. [196]	Функція інвестування через фінансові форми	Фінансове забезпечення – це узагальнюючий метод інвестування через фінансові форми як конкретні прояви категорій фінансової сфери, зовнішнього вияву механізму та його структурних елементів
Кириленко О. П. [59, с. 24]	Оподаткування є інструментом фінансового регулювання в складі фінансового забезпечення	У складі методів фінансового забезпечення виділяє фінансове регулювання, що відбувається, в першу чергу і головним чином, через оподаткування. В умовах ринкової економіки використання адміністративних методів впливу надто обмежене, і тому головний акцент у регулюванні економіки робиться на оподаткуванні
Козій І. С. [66, с. 224, 228]	Елемент фінансового механізму; формування та використання фінансових ресурсів	Фінансове забезпечення є одним із складових елементів фінансового механізму поряд з управлінням фінансовою діяльністю, фінансовим регулюванням, фінансовим плануванням і прогнозуванням та іншими. Фінансове забезпечення передбачає формування та використання фінансових ресурсів підприємств за допомогою оптимізації співвідношення всіх його форм і дає змогу створити такі обсяги фінансових ресурсів господарської діяльності, від яких підприємство мало б змогу функціонувати не тільки беззбитково, але і підвищувати ефективність діяльності та зміцнювати економіку країни загалом
Ковальова А. М. [63, с. 39–41]	Елемент фінансового механізму	Функція забезпечення підприємства грошовими засобами тісно пов'язана з розподільчою функцією фінансів, яка здійснюється за допомогою фінансового механізму

1	2	3
Колодізев О. М. [69, с. 88–89]	Система фінансових відносин, що діє через сукупність форм і методів створення, мобілізації і використання фондів фінансових ресурсів	Фінансове забезпечення розвитку інноваційного потенціалу треба розглядати як систему фінансових відносин, що діють через сукупність законодавчо закріплених форм і методів створення, мобілізації і використання фондів фінансових ресурсів з метою забезпечення інноваційного розвитку як на рівні підприємства, так і на рівні країни
Москаль О. І. [98, с. 6–7]	Сукупність економічних відносин, що виникають з приводу пошуку, залучення і ефективного використання фінансових ресурсів	Механізм фінансового забезпечення розглядається як сукупність економічних відносин, що виникають з приводу пошуку, залучення і ефективного використання фінансових ресурсів та організаційно-управлінських принципів, методів і форм їх впливу на соціально-економічну життєдіяльність територіальних одиниць та господарських суб'єктів
Олійник Д. С. [103, с. 5]	Процес організації фінансування на основі відповідної системи фінансування; обсяг фінансових ресурсів	Фінансове забезпечення – це організація через визначення обсягу фінансових ресурсів, науково обґрунтованого їх прогнозування, створення фінансових резервів і нормативно-правового забезпечення
Опарін В. М. [104, с. 17–18]	Процес організації фінансування на основі відповідної системи фінансування	Фінансове забезпечення підприємства реалізується на основі відповідної системи фінансування, яке може здійснюватись через самофінансування, кредитування та зовнішнє фінансування
Осьмірко І. В. [105, с. 48]	Сукупність економічних відносин, методів і форм впливу фінансових ресурсів на інноваційний розвиток національної економіки. Оподаткування як складова фінансового регулювання	Під фінансовим забезпеченням інноваційного розвитку розуміється "сукупність економічних відносин, що виникають з приводу пошуку, залучення і ефективного використання фінансових ресурсів, а також організаційно-управлінських принципів, методів і форм впливу цих ресурсів на інноваційний розвиток національної економіки". У структурі методів фінансового забезпечення надається особливе значення фінансовому регулюванню, яке відбувається, головним чином, через оподаткування

Закінчення додатка Б

Закінчення табл. Б.1

1	2	3
Погріщук Г. Б. [114, с. 4]	Складовими фінансового забезпечення є мета, завдання, функції, методи, джерела, обсяги фінансових ресурсів	При визначенні фінансового забезпечення доцільно врахувати такі складові як: мета, завдання, функції, методи, джерела, обсяги фінансових ресурсів, а також діяльність як держави, так і суб'єктів господарювання, що пов'язана з мобілізацією і використанням цих ресурсів
Сокирська І. Г. [149, с. 92]	Безперервний характер відтворювальних процесів за рахунок власних і залучених фінансових ресурсів	Фінансове забезпечення інноваційної діяльності відбувається з позиції реалізації безперервного характеру відтворювальних процесів за рахунок власних і залучених фінансових ресурсів з виокремленням механізму фінансового забезпечення, формування структури капіталу, планування і бюджетування та балансування грошових потоків

Результати аналізу сутності, переваг та недоліків моделей державного регулювання ринку цінних паперів у іноземній практиці

Таблиця В.1

Моделі державного регулювання ринку цінних паперів (складено за [64; 84; 138; 201])

174

Класифікаційні ознаки	Назви моделей	Зміст моделей регулювання	Переваги	Недоліки	Країни, які використовують модель
1	2	3	4	5	6
Організація державного регулювання	Модель прямого урядового контролю	Держава безпосередньо регулює процеси функціонування та розвитку фондового ринку, дана модель використовується в країнах зі слаборозвинутим ринком цінних паперів	Централізація вихідної та звітної	Завищені витрати на здійснення контролю. Низька привабливість з причини високої зарегульованості ринку	Ірландія, Нідерланди, Португалія
	Модель створення спеціального міжвідомчого закладу	Спеціальний орган, який має широке коло повноважень, об'єднує представників різних міністерств і відомств, дана модель найбільш поширена	Підвищення відповідальності, доступ до загальної інформації та її концентрація	Зниження дії інструментів прямого впливу держави	Великобританія, Іспанія, Італія, США, Франція

1	2	3	4	5	6
	Модель контролю за допомогою банківських та інших фінансових органів	Комерційні банки є основними найбільшими учасниками ринку цінних паперів	Взаємопов'язаність розвитку фондового ринку та банківського сектору, що приводить до формування фінансового потенціалу для операцій на ринку	Підвищення ризику невизначеності поведінки учасників ринку. Обмеженість доступу до фінансових ресурсів для фізичних осіб	Бельгія, Данія, Німеччина
Характер регулювання	Модель жорсткого державного адміністрування (американська)	Активний контроль держави за розвитком фондового ринку. Жорсткі вимоги до емітентів цінних паперів	Максимальний захист прав та інтересів інвесторів	Зниження привабливості ринку, особливо для іноземних учасників	США, Франція
	Модель переважно саморегулювання ринку (європейська)	Держава переважно обмежується нормотворчістю. Безпосереднє регулювання ринку цінних паперів здійснюють саморегулювні організації та уповноважені біржі	Економія коштів на утримання регуляторів. Швидкість прийняття рішень за конкретних умов	Низька підконтрольність, керованість, необхідність у більш гнучкій фондовій політиці, особливо за умов зміни вимог учасників ринку	Великобританія, більшість країн Західної Європи

Закінчення додатка В

Закінчення табл. В.1

1	2	3	4	5	6
176	Регулювання за завданнями	Регулювання здійснюється за двома напрямками – пруденційне регулювання (попередження фінансових установ від банкрутства); регулювання діяльності у фінансовій сфері з метою надання достовірної інформації та забезпечення інформаційної прозорості приватного бізнесу. Така модель є перехідною від секторної моделі до моделі мегарегулятора	Економія коштів на утримання регуляторів. Спрямована на лібералізацію фінансового ринку	Ризик розпорошеності кваліфікованих кадрів, здатних здійснювати пруденційне регулювання. Послаблення контрольних функцій	Нідерланди, Південна Корея, Швеція, Японія
	Модель мегарегулятора	Контроль за будь-якою діяльністю з надання фінансових послуг здійснює єдиний орган, який охоплює функції тих регулятивних органів, що увійшли до його складу. Притаманна компактним ринкам, для яких характерна універсалізація фінансових інститутів	Економія коштів на утримання регуляторів	Обмеження надзорної діяльності. Скорочення контрольних зусиль у розрізі кожної фінансової галузі. Зниження гнучкості у системі планування фондової політики	Великобританія, Данія, Естонія, Ісландія, Казахстан, Угорщина

Вихідні дані для факторного аналізу

Таблиця Д.1

Кількісний вираз первинних показників за період 2007 – 2012 рр.

Показники	Роки					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1	2	3	4	5	6	7
ВВП, млрд грн	720,73	948,06	913,35	1 082,57	1 316,6	1 408,89
Обсяг торгів на ринку цінних паперів, млрд грн	754,31	883,39	1067,26	1 541,38	2 171,1	2 530,87
Обсяг реалізованої промислової продукції, млрд грн	92,02	112,49	114,39	146,76	184,16	140,46
Обсяг залучених інвестицій в економіку України через інструменти фондового ринку, млрд грн	93,21	129,15	137,1	92,91	173,38	67,23
Обсяг залучених прямих іноземних інвестицій в Україні, млн дол	21 607	29 543	35 616	40 053	44 708	54 462,4
Обсяг зареєстрованих НКЦПФР випусків цінних паперів, млрд грн	133,25	153,05	162,68	95,55	179,17	107,73
Кількість перевірок, здійснених НКЦПФР	224	250	250	184	287	242
Кількість суб'єктів, у діяльності яких виявлено порушення	93	190	193	74	100	176
Кількість виданих ліцензій на фондовому ринку	1 703	1 877	1 806	1 807	1 679	1 522
Кількість письмових звернень громадян до НКФРЦП	7 670	6 315	3 509	3 733	4 339	2 483
Кількість недержавних пенсійних фондів	88	93	92	89	88	84

Закінчення додатка Д

Закінчення табл. Д.1

1	2	3	4	5	6	7
Сума нарахованих дивідендів, млрд грн	12,7	15,34	6,12	19,08	18,2	21,19
Сума сплачених дивідендів, млрд грн	3,79	9,92	0,7	175,76	8,9	22,34
Кількість товариств, які розкрили інформацію про стан корпоративного управління	6 091	6 104	4 936	5 479	5 390	7 784
Кількість товариств, які мають власний кодекс корпоративного управління, %	1,08	1,23	1,66	2,64	3,48	6,7
Кількість проведених зборів, %	82,56	81,85	82,39	91,28	92,87	92,12
Середньомісячна заробітна плата, грн	1 351	1 806	1 906	2 239	3 054	3 026
Доходи населення, млрд грн	470,953	646,337	661,9	841,6	1139,25	1 407,19
Економічно активне населення в країні, тис. осіб	22 322,3	22 397,4	22 150,3	22 051,6	22 056,9	22 011,5
Податкові надходження, млн грн	198 524	227 165	171 811	219 853	261 605	297 753
Рівень тіньової економіки, % (від ВВП)	28	31	36	38	34	34

Значення факторних навантажень складових

Таблиця Е.1

Статистичні данні остаточних результатів факторного аналізу

Показники	Фактори		
	F1	F2	F3
П1	0,969	-0,218	0,036
П2	0,988	-0,138	-0,014
П3	0,761	-0,331	0,427
П4	0,202	0,811	0,401
П5	0,957	-0,124	0,108
П6	0,171	0,932	0,040
П7	-0,133	0,955	-0,246
П8	0,092	-0,427	-0,313
П9	0,074	-0,703	0,524
П10	0,270	0,074	-0,701
П11	0,775	-0,286	0,399
П12	-0,171	0,302	-0,137
П13	-0,227	-0,879	0,635
П14	-0,517	0,297	0,709
П15	0,967	-0,194	-0,146
П16	0,930	0,095	0,230
П17	0,974	-0,159	0,051
П18	0,980	-0,152	-0,091
П19	-0,855	-0,037	-0,382
П20	-0,866	-0,057	-0,368
П21	-0,470	0,063	-0,713

Результати факторного аналізу

Перемен.	Фактор.нагрузки (без вращ.) (Таблица_РЦП.ста) Выделение: Главные компоненты (Отмечены нагрузки >,700000)		
	Фактор 1	Фактор 2	Фактор 3
П1	0,96882	-0,217981	0,035742
П2	0,98821	-0,137936	-0,014259
П3	0,76123	-0,331432	0,427042
П4	0,20246	0,811402	0,401490
П5	0,95686	-0,124017	0,107755
П6	0,17132	0,931928	0,039766
П7	-0,13277	0,955410	-0,246428
П8	0,09189	-0,427230	-0,312676
П9	0,07432	-0,702931	0,523564
П10	0,27047	0,073847	-0,701371
П11	0,77455	-0,285748	0,399112
П12	-0,17078	0,302315	-0,136540
П13	-0,22680	-0,879371	0,635270
П14	-0,51655	0,297130	0,709063
П15	0,96663	-0,194046	-0,146048
П16	0,92956	0,094820	0,230472
П17	0,97392	-0,159102	0,051151
П18	0,98036	-0,151722	-0,091260
П19	-0,85549	-0,037468	-0,382396
П20	-0,86607	-0,056730	-0,367774
П21	-0,46965	0,063250	-0,713080
Общ.дис.	11,60862	3,732345	3,104810
Доля общ	0,55279	0,177731	0,147848

Рис. Ж.1. Вагові коефіцієнти для факторів

Значен.	Собственные значения (Таблица_РЦП.ста) Выделение: Главные компоненты			
	Соб. зн.	% общей дисперс.	Кумулятивн. собст. знач.	Кумулятивн. %
1	11,60862	55,27915	11,60862	55,27915
2	3,73235	17,77307	15,34097	73,05222
3	3,10481	14,78481	18,44578	87,83703

Рис. Ж.2. Вклад факторів до загальної дисперсії

Значения факторов (Таблица_РЦП.sta)			
Вращение: без вращ.			
Выделение: Главные компоненты			
Набл.	Фактор 1	Фактор 2	Фактор 3
1	-1,10301	-0,39747	1,04508
2	-0,64211	0,50636	0,05206
3	-0,24707	0,75317	-1,39170
4	0,59029	-1,58241	-0,53240
5	1,40037	0,72034	0,82742
6	1,48460	-0,83299	-1,08708

Рис. Ж.3. Економічні значення факторів

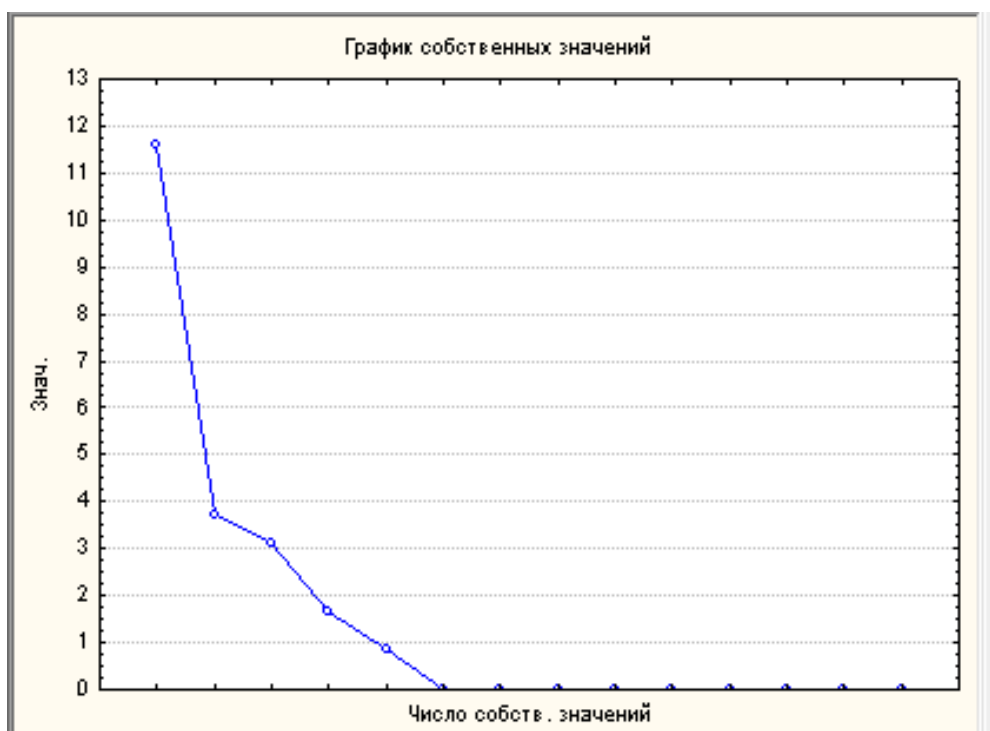


Рис. Ж.4. Значення факторів у графічному вигляді

Результати таксономічного аналізу

Таблиця 3.1

**Матриця стандартизованих показників
та відстаней до еталону розвитку фінансового забезпечення
функціонування ринку цінних паперів**

Роки	Стандартизовані матриці			Матриці відстаней		
	F ₁	F ₂	F ₃	F ₁	F ₂	F ₃
2007	-0,95505	-0,31732	1,07092	1,98764	0,91920	-1,85441
2008	-0,44620	0,40445	0,31530	1,47879	0,19743	-1,09880
2009	-0,17153	0,60188	-0,78349	1,20412	0	0
2010	0,41120	-1,26450	-0,12909	0,62139	1,86638	-0,65441
2011	0,97376	0,57550	0,90503	0,05883	0,02638	-1,68853
2012	1,03259	-0,66582	-0,55146	0	1,26769	-0,23203

Зміст

Вступ.....	3
Розділ 1. Теоретичні аспекти функціонування ринку цінних паперів та його фінансового забезпечення	5
1.1. Функції та механізм функціонування ринку цінних паперів як складові фінансового ринку	5
1.2. Нормативно-правові засади фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів	23
1.3. Фінансовий інструментарій забезпечення функціонування ринку цінних паперів	42
Розділ 2. Оцінювання сучасного стану функціонування ринку цінних паперів та його фінансового забезпечення.....	55
2.1. Атрибутивне оцінювання розвитку ринку цінних паперів в Україні ...	55
2.2. Вибір позиції українського ринку цінних паперів та його фінансового забезпечення порівняно із зарубіжним досвідом.....	70
2.3. Визначення факторів впливу на фінансове забезпечення функціонування ринку цінних паперів	85
Розділ 3. Методичні підходи до фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів	100
3.1. Методичний підхід до оцінювання рівня фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів України	100
3.2. Науково-методичний підхід до формування стратегії фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів	115
3.3. Стимулювання населення до участі в операціях з цінними паперами як інструмента фінансового забезпечення ринку цінних паперів України.....	131
Висновки.....	147
Використана література.....	150
Додатки.....	169

НАУКОВЕ ВИДАННЯ

Гавкалова Наталія Леонідівна

Шутєєва Ольга Юріївна

**РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ:
ОСОБЛИВОСТІ
ТА ФІНАНСОВЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ
ЙОГО ФУНКЦІОНУВАННЯ**

Монографія

Відповідальний за випуск *Гавкалова Н. Л.*

Відповідальний редактор *Оленич М. М.*

Редактор *Бутенко В. О.*

Коректор *Маркова Т. А.*

План 2015 р. Поз. № 84-Н.

Підп. до друку 24.12.2015 р. Формат 60x90 1/16. Папір офсетний. Друк цифровий.

Ум. друк. арк. 11,5. Обл.-вид. арк. 14,38. Тираж 500 пр. Зам. № 266.

Видавець і виготівник – ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 61166, м. Харків, просп. Леніна, 9-А

*Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи до Державного реєстру
ДК № 4853 від 20.02.2015 р.*