Ю. М. Коваленко
Т. В. Біловус

ІНВЕСТИЦІЙНІ ПРОЦЕСИ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: ТЕОРІЯ ТА ПРАКТИКА



ІНВЕСТИЦІЙНІ ПРОЦЕСИ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ:
ТЕОРІЯ ТА ПРАКТИКА

ДЕРЖАВНИЙ ПОДАТКОВИЙ УНІВЕРСИТЕТ

Ю. М. Коваленко
Т. В. Біловус

ІНВЕСТИЦІЙНІ ПРОЦЕСИ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: ТЕОРІЯ ТА ПРАКТИКА

Монографія

Ірпінь
2023

УДК 336.76:330.332
ББК 65.264
К 56

Рекомендовано до друку Вченою радою
Державного податкового університету
(протокол № 4 від 27 жовтня 2022 року)

Рецензенти:

Белінська Яніна Василівна, д-р екон. наук, професор, професор кафедри міжнародної економіки Державного податкового університету;

Майорова Тетяна Володимирівна, д-р екон. наук, професор, професор кафедри корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»;

Ткаченко Наталія Володимирівна, д-р екон. наук, професор, директор Інституту післядипломної освіти Київського національного університету імені Тараса Шевченка.

Коваленко Ю. М.

К 56 **Інвестиційні процеси на ринку цінних паперів: теорія та практика** : монографія / Ю. М. Коваленко, Т. В. Біловус. – Ірпінь : Державний податковий університет, 2023. – 252 с.
ISBN 978-966-337-680-6

У монографії висвітлено теоретичні та практичні засади інвестиційних процесів на ринку цінних паперів України.

Монографія включає в себе дослідження еволюції розвитку ринку цінних паперів, зокрема його інвестиційних процесів. Подано детальну оцінку динаміки реалізації інвестиційних процесів на ринку цінних паперів України. Визначено проблемні аспекти та загрози для подальшої активізації діяльності на ринку цінних паперів з урахуванням сучасних інвестиційних механізмів.

У монографії запропоновано шляхи подальшого розвитку ринку цінних паперів, що дасть змогу розширити спектр джерел інвестиційних ресурсів для активізації діяльності всіх учасників цього ринку.

УДК 336.76:330.332
ББК 65.264

© Коваленко Ю. М., Біловус Т. В.
ISBN 978-966-337-680-6
© Державний податковий університет, 2023

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ 5

ВСТУП 6

РОЗДІЛ І. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ 9

1.1. Ринок цінних паперів: функціональні особливості та принципи 9

1.2. Сутність інвестиційного процесу та формуючих його понять на ринку цінних паперів 23

1.3. Інструментарій та учасники інвестиційних процесів на ринку цінних паперів 39

Висновки до розділу І 51

РОЗДІЛ ІІ. ПРАКТИКА РЕАЛІЗАЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ 54

2.1. Інституційне забезпечення реалізації інвестиційних процесів на ринку цінних паперів 54

2.2. Становлення та тенденції розвитку інвестиційних процесів і ринку цінних паперів 69

2.3. Діяльність учасників інвестиційних процесів на первинному і вторинному ринках цінних паперів 88

Висновки до розділу ІІ 109

РОЗДІЛ ІІІ. НАПРЯМИ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ 113

3.1. Систематизація індикаторів оцінювання ефективності реалізації інвестиційних процесів на ринку цінних паперів 113

3.2. Розвиток інвестиційного інструментарію національного ринку цінних паперів 130

3.3. Сек'юритизація як інноваційна форма фінансування інвестиційних процесів на ринку цінних паперів 144

3.4. Концептуальні підвалини активізації
інвестиційних процесів на ринку цінних паперів 161
Висновки до розділу ІІІ 177

ВИСНОВКИ 180

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ДЖЕРЕЛ 183

ДОДАТКИ 207

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

АТ – акціонерне товариство;

ВВП – валовий внутрішній продукт;

ДР – державне регулювання;

ЗПБО − загальноприйняті принципи бухгалтерського обліку;

ІСІ – інститут спільного інвестування;

ІП – інвестиційний процес;

КІФ – корпоративний інвестиційний фонд;

КМУ – Кабінет Міністрів України;

КУА – компанія з управління активами;

МСБО − Міжнародні стандарти бухгалтерського обліку;

МСФЗ − Міжнародні стандарти фінансової звітності;

НБУ – Національний банк України;

НКЦПФР – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку;

НПА – нормативно-правові акти;

НПФ – недержавний пенсійний фонд;

ОВДП – облігація внутрішньої державної позики;

ОПУ – об'єднання професійних учасників;

ПАТ – публічне акціонерне товариство;

ПІФ – пайовий інвестиційний фонд;

ПФТС – Перша фондова торговельна система;

РЦП – ринок цінних паперів;

СК – страхова компанія;

СРО – саморегулівна організація;

УАІБ – Українська асоціація інвестиційного бізнесу;

УБ – Українська біржа;

ЦП – цінний папір;

IOSCO (International organization of securities commissions) −Міжнародна організація Комісій з цінних паперів.

ВСТУП

Ринок цінних паперів (далі – РЦП), на якому формуються найсприятливіші умови для фінансового забезпечення економічного розвитку держави, пов'язаний з процесами інвестування та рухом фінансових ресурсів. За таких обставин одним із основних чинників інвестиційної спрямованості РЦП є активізація процесів акумуляції коштів його учасниками, що зі свого боку забезпечується високим рівнем ефективності здійснення інвестиційних процесів. Збільшення обсягів операцій з цінними паперами (далі – ЦП) та іншими зобов'язаннями на РЦП в економічному кругообігу породжує природний інтерес інвесторів до цього важливого сегмента фінансового ринку. Рух ЦП у їх постійно змінюваному різноманітті динамізує інвестиційно-відтворювальні процеси із забезпеченням саморегулювання національних економічних систем та світового ринку капіталу загалом. Нині РЦП України є нерозвиненим і суттєво відстає у розвитку порівняно з ринками провідних країн світу, не виконуючи при цьому своєї інвестиційної функції. Так, 2019 року співвідношення обсягів торгів на РЦП до ВВП становило 19,6 %, а серед фінансових інструментів найбільший обсяг торгів припадав на операції з ОВДП – 81 %. За таких умов постає необхідність переосмислення наукових підходів щодо забезпечення, підвищення ефективності й активізації інвестиційних процесів в економіці України та на РЦП зокрема.

Проблеми інвестиційних процесів на РЦП багатогранні й актуальні. Механізмам інвестування на цьому ринку та участі в ньому різних учасників присвятили роботи такі відомі закордонні учені, як: Г. Александер, А. Асімакопулос, Дж. Бейлі, Е. Боді, Л. Гітман, А. Деміргуч-Кунт, М. Джонк, Е. Долан, С. Зервос, Б. Карлоф, А. Кейн, Дж. Кейнс, Р. Левін, Д. Ліндсей, Дж. Маркус, В. Шарп, Т. Хаавелмо, Ю. Фама та інші. Цією проблемою займались і вітчизняні дослідники, зокрема В. Базилевич, О. Барановський, О. Васильєв, І. Вахненко, В. Вірченко, О. Вовчак, Т. Грищенко, А. Дука, С. Захарін, І. Івахненко, Р. Квасницька, В. Корнєєв, Т. Косова, Ю. Кравченко, І. Кривов'язюк, С. Кульпінський, Т. Майорова, О. Мозговий, С. Мошенський, А. Пересада, Є. Поліщук, С. Реверчук, І. Рекуненко, В. Шелудько, І. Школьник та інші.

Попри вагомість доробку закордонних і вітчизняних учених потребують вирішення наукові питання щодо теоретико-методичного обґрунтування та розроблення концепції активізації інвестиційних процесів на РЦП з огляду на сучасні виклики. Це пов'язано не лише з новітніми трендами розвитку цього ринку (поширення фінансової глобалізації, фінансіалізації економічної діяльності, різних шоків і дисбалансів та пошук способів їх подолання), а й певною фрагментарністю у підходах до розуміння сутності інвестиційних процесів на РЦП, неоднозначністю поглядів щодо їх подальшої активізації. Особлива значущість вирішення цих питань, недостатня їх наукова та прикладна розробка зумовили вибір теми монографії, визначили її мету, завдання, логіку та зміст.

Монографія складається з трьох розділів, які розкривають теоретико-методичні засади інвестиційних процесів на ринку цінних паперів та розроблення практичних рекомендацій щодо їх активізації в Україні.

У першому розділі висвітлено теоретико-методичні основи інвестиційних процесів на ринку цінних паперів, їх зміст і призначення. Особливу увагу приділено сутності фінансового ринку, зокрема ринку цінних паперів, та його інструментальній сегментації. Визначено специфіку діяльності учасників ринку цінних паперів, зокрема депозитних і недепозитних корпорацій, допоміжних фінансових корпорацій. Розглянуто діяльність інституційних інвесторів як основних суб'єктів ринку цінних паперів, активи яких підлягають управлінню.

У другому розділі подано практику реалізації інвестиційних процесів на ринку цінних паперів і напрями здійснення фінансового інвестування. Проаналізовано інституційне забезпечення реалізації інвестиційних процесів на ринку цінних паперів. Особлива увага приділяється інструментам ринку цінних паперів, зокрема їх інвестиційним якостям і вартісним оцінкам. Описано етапи здійснення процесу управління фінансовими активами з урахуванням особливостей різних груп інвесторів на українському ринку цінних паперів.

У третьому розділі розглянуто напрями підвищення ефективності інвестиційних процесів на ринку цінних паперів України. Систематизовано індикатори оцінювання ефективності реалізації інвестиційних процесів на ринку цінних паперів. Запропоновано напрями розвитку інвестиційного інструментарію національного ринку цінних паперів.

Також здійснено оцінку сек'юритизації як інноваційної форми фінансування інвестиційних процесів на ринку цінних паперів. Обґрунтовано концептуальні підвалини активізації інвестиційних процесів на ринку цінних паперів.

У цілому монографія базується на системному аналізі окремих напрямів досліджень у межах управління цінними паперами, використанні загального понятійного апарату та єдиних умовних позначень, сучасних організаційно-методичних підходах, що адаптовані до типових методик інвестиційних процесів на ринку цінних паперів, реальних економічних ситуацій.

Автори сподіваються, що пропонована монографія стане у нагоді не лише здобувачам освіти закладів вищої освіти, а й фахівцям-практикам з управління активами, інвесторам і професіоналам ринку цінних паперів, усім, хто зацікавлений у вирішенні безлічі висвітлених у ній питань.

Авторами монографії є д-р екон. наук, професор Ю. М. Коваленко (підрозділи 1.1, 2.1, 3.2), канд. екон. наук Т. В. Біловус (підрозділи 1.2, 1.3, 2.2, 2.3, 3.4) та співатором канд. екон. наук, доцент М. В. Рябокінь (підрозділ 3.3).

РОЗДІЛ І
ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

1.1. Ринок цінних паперів: функціональні особливості та принципи

Практика розвинених світових держав свідчить про те, що вагома роль у розвитку економічних, зокрема інвестиційних, процесів належить ринку цінних паперів, який є невід'ємною складовою ефективного функціонування і зростання економіки будь-якої країни, оскільки він являє собою механізм, через який організовуються необхідні правові й економічні взаємозв'язки між суб'єктами господарювання, які потребують фінансового капіталу для свого розвитку, та суб'єктами, які мають їх в надлишку і можуть надати на визначених умовах [127, с. 113]. Важливим завданням РЦП є забезпечення стабільного перерозподілу фінансових ресурсів між країнами, регіонами, галузями, суб'єктами інвестування через купівлю та продаж цінних паперів.

Опрацювання наукової літератури доводить, що науковці по-різному оцінюють роль РЦП як у розвитку сучасної вітчизняної економіки, так і у розвитку світової економіки загалом.

Так, В. Загорський наголошує на тому, що сучасного ринку не може бути без РЦП, і навпаки, адже ринок – це цілісна система, всі елементи і сегменти якої тісно взаємопов'язані. Тому, на його думку, РЦП ніби «вмонтований» в систему ринків і виконує у ній роль «зчеплення» окремих елементів і сегментів у єдине ціле [101, с. 7]. Є. Пугачова вважає, що РЦП повинен сприяти обігу фінансових ресурсів, обмежувати монополізм, надавати змогу самостійно здійснювати оцінку керування підприємством, створювати середовище для доброчесної конкуренції та раціонального розміщення фінансових ресурсів [217, с. 109].

Два аспекти впливу РЦП на соціально-економічний розвиток суспільства виділяє Г. Черніков, який зазначає, що, з одного боку, йдеться про підвищення загальної ефективності функціонування економіки, а з іншого – про вирішення за його допомогою ряду важливих

проблем соціального характеру. Завдяки ринку цінних паперів забезпечується найбільш ефективний рух і використання капіталу, конкретні форми капіталу (промисловий, торговельний, банківський) при цьому стають мобільнішими, що дозволяє швидко концентрувати необхідні кошти для вирішення певних завдань. Отже, за допомогою РЦП посилюються зв'язки між основними економічними операторами – підприємствами та їх об'єднаннями в усіх сферах економіки, домашніми господарствами, фінансовими комерційними посередниками тощо. Ці зв'язки будуються на реальних економічних інтересах суб'єктів виробничих відносин [296, с. 150]. Отже, РЦП впливає на інвестиційний процес, що є одним із «двигунів» економічного розвитку, адже саме через нього здійснюється сам інвестиційний процес, який влаштований так, що інвестиції спрямовуються у найпривабливіші з точки зору інвестора сфери економіки, і їх отримують найбільш життєздатні суб'єкти інвестування.

Продовжуючи розгляд цікавої та водночас складної проблеми удосконалення інвестиційного процесу на РЦП, варто зауважити, що на сьогодні вчені-економісти не мають однозначного тлумачення сутності РЦП, фондового ринку та співвідношення цих понять. Так, зауважимо, що деякі науковці [58; 170; 64], практики та законотворці використовують зазначені терміни як тотожні, що знайшло відображення й у Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок», де у ч. 1 ст. 2 зазначено, що «фондовий ринок (РЦП) – це сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів)» [215], а також у Законі України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», де у ст. 4 він є «сукупністю учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо емісії, обігу та обліку цінних паперів [212], тобто розміщення цінних паперів і похідних (деривативів) замінене їх емісією.

Інші науковці [11; 165; 92; 48] вважають термін «ринок цінних паперів» набагато ширшим, ніж термін «фондовий ринок», а тому ці поняття не є тотожними чи синонімами. Так, як зазначає О. Барановський, «ринок цінних паперів – це двосегментна система (структура), яка складається з ринку комерційних цінних паперів і фондового ринку» [11, с. 22]. Автор вважає, що виділення зі складу РЦП фондового ринку, вищої форми інвестиційних ринків, підвищить його рольове значення у процесах макроекономіки: «фондовий ринок регулятором

інвестиційної діяльності в ринковій економіці, визначає процеси накопичення капіталу, а з урахуванням стійкого співвідношення накопичення та споживання – також споживання» [11, с. 23].

Отже, у тому фрагменті, де РЦП грунтується на капіталі у формі тільки грошей, він вважається фондовим. Фондовий ринок формує більшу структурну частину РЦП. Проте, на думку деяких учених, слова «фондовий», «фондова» є архаїзмами, що являють собою лексичні та законодавчі елементи спадщини від часів СРСР. А. Головко стверджує, що для перекладу будь-якою європейською мовою використовуватиметься словосполучення «ринок цінних паперів», оскільки термін «фондовий» дослівно неможливо перекласти. Тому, враховуючи той факт, що в науково-економічній літературі термін «ринок цінних паперів» використовується у ширшому розумінні, ніж фондовий (фондовий входить до складу РЦП як один із сегментів), а в практичному застосуванні вони мають ключові перетини, а саме за об'єктом обігу, інструментами, функціями у подальшому обмежуватимемося вибором одного з понять – РЦП.

Дійшовши висновку щодо необхідності використання в процесі нашого дослідження саме поняття «ринок цінних паперів», вважаємо доцільним приділити увагу вивченню наукового доробку щодо тлумачення цього поняття. Так, проведений аналіз дозволив пересвідчитись, що в науковій літературі, світовій та вітчизняній практиці регулювання РЦП немає єдиного підходу до трактування сутності РЦП. Авторські визначення різняться через теоретичні знання, практичний досвід автора та сферу, в якій він здійснював свою діяльність. Однак за проаналізованими визначеннями сутності РЦП можна виділити такі найбільш поширені підходи: 1) визначення дається без акценту особливостей саме РЦП, а узагальнюється як визначення фінансового ринку загалом [70; 76; 83; 99; 148; 151; 263]; 2) у визначенні акцентується увага на купівлі-продажі цінних паперів (фондових інструментів або цінностей), але з різними означеннями функціональної характеристики ринку як: а) система (взаємодії; умов; відносин) [66; 68; 135; 263; 282]; б) механізм [169; 119]; в) відносини (сфера, сукупність відносин), взаємодія [58; 77; 79; 101; 185]; г) форма торгівлі [187]; д) сукупність учасників і правовідносин [215]; е) ринок (частина, сегмент, розділ ринку або ринкового господарства) [6; 14; 64; 79; 150; 179; 182; 293]; ж) сукупність ринків [170].

Результати аналізу деталізації підходів до трактування РЦП свідчать про багатогранність та різноаспектність саме функціональної його характеристики. Отже, огляду на те, що будь-який ринок є неподільною системою, до складу якої входять взаємозалежні та взаємодоповнюючі компоненти, з яких будь-який може самостійно позначатися на розвитку цієї системи [182, с. 6], вважаємо, що саме системність економічно-правових взаємовідносин між покупцями і продавцями на РЦП забезпечує можливість відстеження прямих та зворотних зв'язків у процесі формування попитуї пропозиції на об'єкт купівлі-продажу – цінні папери. Також підтримуємо думку авторів, які наголошують на тому, що РЦП є частиною фінансового ринку, що включає кредитний, грошовий ринок і ринок пайових цінних паперів (рис. 1.1).

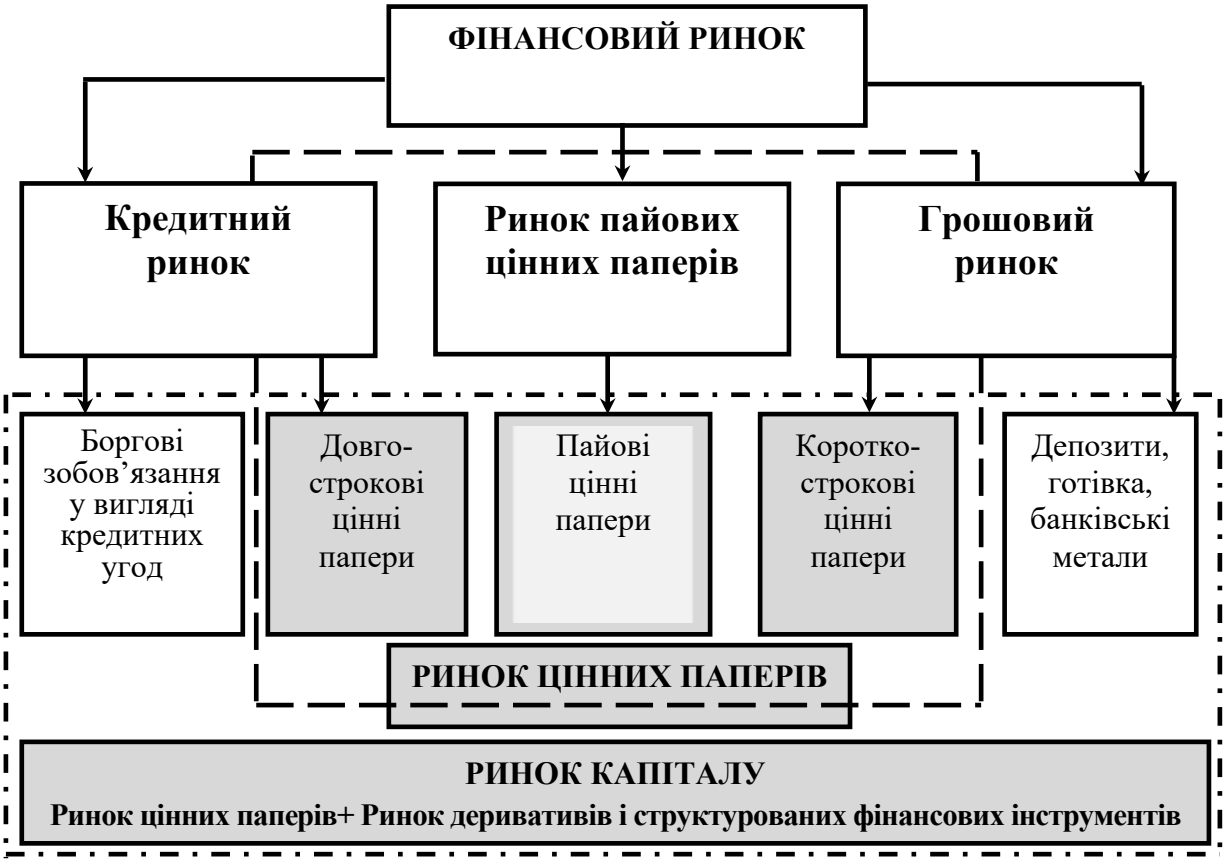


Рис. 1.1. РЦП в інструментальній сегментації фінансового ринку і ринку капіталу

Джерело: побудовано на основі [212].

Так зазначається, що «на грошовому ринку обертаються грошові кошти та їх еквіваленти, а також високоліквідні фінансові інструменти: готівка і депозити; цінні папери (векселі, казначейські зобов'язання, депозитні сертифікати). До нього належить і валютний ринок; кредитний ринок оперує борговими зобов'язаннями у вигляді угод (кредитні

угоди; поруки; гарантійні листи; заставні; коносаменти; акредитиви), а також борговими цінними паперами, (облігації, ощадні сертифікати, іпотечні сертифікати). Ринок пайових цінних паперів є сферою торгівлі акціями, інвестиційними сертифікатами, іпотечними сертифікатами участі. Зважаючи, що цінні папери увійшли до складу грошового, кредитного ринку і ринку пайових цінних паперів, можна зробити висновок, що всі вони формують ринок цінних паперів» [248, с. 18].

Ринок деривативів необхідно виокремити в окремий ринок, адже він є похідним від інструментів інших сегментів фінансового ринку. Як базовий актив може виступати цінний папір, готівка, зокрема валюта, фондові індекси тощо. Останнім часом на західних ринках набули розвику різні види структурованих фінансових інструментів, або квазігрошей, що утворені на основі сек'юритизації.

Отже, авторська позиція щодо визначення сутності РЦП зводиться до такого: ринок цінних паперів – частина фінансового ринку, зокрема ринку капіталу, що є системою економічно-правових відносин щодо емісії, обігу та обліку цінних паперів, пов'язана з перерозподілом грошових ресурсів між емітентами, інвесторами та професійними учасниками на основі співвідношення попиту та пропозиції цінних паперів за відповідної інфраструктурної підтримки.

Варто зауважити, що РЦП може мати різні класифікаційні ознаки. У монографії використовуватимемо універсальний підхід, запропонований Ю. Коваленко [248], але з відповідною модернізацією. Отже, ринки цінних паперів можна класифікувати за:

1) розвитком інституційного середовища: а) розвинені ринки (developed markets); б) ринки, що розвиваються (emerging markets). Вони відрізняються історико-економічним і структурним характером розвитку. Перші характеризуються ефективною торговельною і правовою системою, де прозоро відстежується обіг фінансових ресурсів. Другі зазвичай є ринками, де капіталізація становить не більше 1/10 світового рівня. Ці РЦП сьогодні стрімко розвиваються і критерієм віднесення до них є обсяг торгів більше 2 млрд дол. на місяць, а кількість лістингових компаній – більше 100. Варто зазначити, що ці критерії є дещо умовними, тож переважна більшість інвесторів бере за основу дані Міжнародної фінансової корпорації (МФК), яка оперує найповнішим переліком РЦП, що розвиваються. Можна зустріти й інші групи ринків, зокрема ті, що формуються, розвиваються та розвинені;

2) критерієм ефективності: а) ефективно слабкий; б) напівсильний; в) сильний. Гіпотезу ефективного ринку (Efficient Market Hypothesis) пов'язують із Нобелівським лауреатом Ю. Фамою (2013), який довів, що варто оцінювати рівень ефективності РЦП на основі визначення ринкових цін та інформаційного забезпечення учасників цього ринку, тобто РЦП буде ефективним, якщо ціни на ЦП повністю відображатимуть усю наявну інформацію, а у випадку появи нових даних, які вплинуть на ціни, відбуватиметься миттєва зміна останніх. Прибічники теорії ефективного РЦП довели, що сучасні ринки цінних паперів можуть мати слабку і напівсильну форму ефективності, а щодо сильного ринку, то його не існує;

3) ступенем задоволення інвестиційних цілей: а) універсальний; б) неуніверсальний. На першому попит задовольняється повною мірою з незначними операційними витратами на проведення угод, а другий продукує проблеми для учасника щодо розміщення вільних ресурсів, постачальника капіталу, а також отримання капіталу для того, хто його потребує. Універсальний РЦП відрізняється високим розвитком з точки зору асортименту ЦП в обігу, стратегії розвитку, правового захисту інвесторів і учасників, прозорістю;

4) територіальною ознакою: а) регіональний (місцевий, локальний); б) національний; в) міжнародний (глобальний). Така класифікація розкриває операційний механізм РЦП у просторі. Перший РЦП функціонує у межах відповідного регіону, де основними контрагентами є місцеві професійні учасники РЦП та домогосподарства. Національний РЦП формується на території певної держави щодо ЦП емітентів, зареєстрованих за законодавством цієї держави. На міжнародному ринку в обігу перебувають як національні, так і іноземні цінні папери. Зачасту універсальний ринок є і міжнародним одночасно, адже потокам капіталу не перешкоджають адміністративні перепони. В умовах фінансової глобалізації національна ідентичність економіки є не визначальним фактором розвитку, а підпорядкованим. Інтеграційні тенденції розвитку РЦП приводять до їх екстериторіального функціонування, де прикладом є євроринок. Подальший розвиток фінансової глобалізації часто пов'язують фінансовими хабами. «Словосполучення «фінансовий хаб» було взято з новин агентства Bloomberg. Воно являє собою фінансовий центр (фінансову столицю) – регіон (місто,

фінансова установа), де сконцентровані фінансові потоки. Таких територій у світі сьогодні налічується 83 і в них сконцентровані основні фінансові ресурси. Інші території лише втягуються у найближчий фінансовий хаб» [248, с. 26];

5) способом організації розміщення, обігу та обліку ЦП: а) первинний; б) вторинний. Першому властиве обслуговування емісій і первинного розміщення ЦП, а учасниками є емітенти, інвестори, які взаємодіють напряму або через андерайтерів (професійних учасників ринку-торговців), які займаються «укладенням договорів щодо відчуження цінних паперів та/або здійснення дій чи надання послуг, пов'язаних з таким відчуженням, у процесі емісії цих ЦП за дорученням, від імені та за рахунок емітента на підставі відповідного договору з емітентом» [215]. Другий РЦП оперує купівлею-продажем раніше випущених ЦП, а його призначенням є забезпечення їх ліквідності, але з елементами спекуляції. У табл. 1.1 наведено відмінності первинного і вторинного РЦП.

Таблиця 1.1

Ключові відмінності первинного та вторинного РЦП

Ознака	**Первинний РЦП**	**Вторинний РЦП**
Цілі	Формування залученого та позичкого капіталу	Купівля-продаж цінних паперів та отримання прибутку (доходу)
Основні учасники	Емітент, андеррайтер, оферент, інвестор	Торговець ЦП, інвестор багатосторонній торговельний майданчик (БТМ), односторонній торговельний майданчик (ОТМ)
Правила поведінки учасників	Унормовані	Менш жорсткі
Регулятори	Державні регулятори РЦП	Саморегулівні організації (СРО) та об'єднання професійних учасників (ОПУ)
Умови започаткування	Посередництво андеррайтера	Купівельний попит
Рівень прозорості	Адміністративно заданий і контрольований	Мінливий
Можливість спекуляції	Обмежена	Необмежена

Джерело: складено на основі [123, с. 94].

До вторинного РЦП можна віднести біржовий і позабіржовий РЦП, або регульовані ринки, багатосторонні торговельні майданчики (БТМ) і позаорганізовані РЦП, як це визначено у Законі України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» [212].

«Регульований (організаційно оформлений) РЦП – фондова біржа, що функціонує постійно на підставі відповідної ліцензії, виданої НКЦПФР в установленому нею порядку, і забезпечує проведення регулярних торгів ЦП та іншими фінансовими інструментами за встановленими правилами, а також організовує централізоване укладання і виконання договорів щодо ЦП та інших фінансових інструментів» [212]. Іншими словами, організований ринок – це ринок організатора торгівлі, який своїми правилами забезпечує мобільність капіталу і формування адекватних ринкових цін на цінні папари з лістингу. Він має створити та впровадити організаційну і технічну систему, яка б надавала можливість швидкого, впорядкованого та ефективного укладання та виконання договорів купівлі-продажу ЦП. Позаорганізований РЦП являє собою сферу обігу цінних паперів поза біржі як організатора торівлі. У переважній більшості на такому ринку вперше розміщують ЦП, а також перепродаються ЦП тих емітентів, які не хочуть або з певних причин не мають можливості продавати свої активи на фондовій біржі. Організаторами позабіржового (неорганізованого) РЦП є торговці, які можуть являтися або являтися членами фондової біржі.

Також можна класифікувати РЦП за: формою організації торгівлі як публічний і комп'ютеризований; строками укладання угод з ЦП – касовий і строковий ринки, де негайно виконуються укладені угоди, або відстрочкою виконання угоди; емітентом – ринки державних, муніципальних і корпоративних ЦП. Із розвитком РЦП перелік його класифікаційних ознак може бути розширений.

Досліджуючи роль РЦП у забезпечені реалізації інвестиційних процесів на ньому, необхідним є дослідження функцій цього ринку, оскільки вважаємо, що сутність та специфіка ринку проявляється саме у його функціях. Сучасне трактування поняття «функція» означає зовнішнє виявлення властивостей об'єкта у певній системі відносин, а також роль, яку здійснює соціальний інститут або процес у цілому.

Різноманітні міжсуб'єктні дії на РЦП дають можливість виділити характерні функції цього ринку. Зауважимо, що функції РЦП науковцями подаються у різні способи (або узагальнено [80, с. 87–88; 165,

с. 11–12; 190, с. 25–26; 53, с. 102; 82, с. 209; 184, с. 17–18; 162, с. 205], або із їх поділом на загальноринкові та специфічні [145, с. 34–35; 67, с. 30–32; 92, с. 322; 282, с. 154; 133, с. 324].

Поряд з цим деякі автори деталізують загальні та специфічні функції РЦП за їх: 1) спрямованістю (фінансові, загальноекономічні, загальносоціальні) [135, с. 29]; 2) роллю (основні, допоміжні) [111, с. 3]; 3) сферами їх прояву (політичні, соціальні, морально-психологічні) [179, с. 110–115; 268, с. 7–8]; 4) роллю РЦП (в економіці взагалі, в системі національного ринку: функції, які виконує первинний і вторинний ринки) [268].

Також є науковці [219, с. 369–370], які у своїх дослідженнях розкривають сутність функцій РЦП та акцентують увагу не на функціональному призначенні цього ринку, тобто не на його функціях, а на його ролі саме як ринку.

Ми підтримуємо думку науковців, які поділяють функції РЦП на загальноринкові (основні), що притаманні будь-якому ринку, та специфічні, що відрізняють РЦП від інших ринків. Так, до загальноринкових функцій РЦП варто віднести такі функції:

– комерційну (спекулятивну), що передбачає отримання суб'єктами торгівлі на РЦП прибутку (доходу);

– ціноутворюючу, яка полягає у тому, що РЦП забезпечує встановлення ціни на ЦП, яка повинна задовольняти суб'єктів торгівлі, щоб відбувся сам акт їх купівлі-продажу;

– регулюючу, що відображає створення нормальних умов та організацію процесу купівлі-продажу ЦП, що забезпечує регулювання сфери грошового обігу та кредиту через виявлення обсягу і структури попиту на окремі ЦП та своєчасне його задоволення через формування мережі інфраструктури РЦП, а також визначення та дію правил торгівлі, координацію суперечностей та розбіжностей між державним і приватним секторами ринку, а також між усіма його учасниками в цілому;

– інформаційну, відповідно до якої забезпечується відкритість та доступність інформаційних даних загалом про РЦП, про всі об'єкти купівлі-продажу, дійсну фінансову звітність про стан емітента ЦП, про різні сегменти ринку та інструменти тощо, тобто РЦП акумулює необхідну інформацію про ЦП та суб'єкти торгівлі, а також сприяє передачі інформаційних даних до осіб та організацій, які в них зацікавлені.

Щодо специфічних функцій, що притаманні РЦП, то, незважаючи на численні наукові результати вчених з цих питань, єдиного їх переліку сьогодні не сформовано. Досліджуючи змістовність та характеристику функцій РЦП, що виокремлюються як загальні (без розподілу) або специфічні, простежуються спільні погляди сутності певних функцій чи їх груп. Більшістю дослідників серед специфічних виділяються такі функції:

1) акумуляції (мобілізації та трансформації, централізації, залучення) тимчасово вільних коштів (заощаджень, інвестицій);

2) розроблення нових фінансових продуктів і розміщення фінасових ресурсів в інноваційні об'єкти;

3) переміщення (перерозподілу, переливу, міграції, перерахунку) капіталу (заощаджень) з однієї сфери в іншу (з невиробничої у виробничу форму) (регулювання та спрямування фінансових потоків);

4) фінансування (ліквідації) дефіциту державного бюджету;

5) розподілу та перерозподілу капіталу (грошових засобів, вільних коштів, інвестицій) між галузями економіки;

6) перерозподілу прав власності на капітал (трансформації відносин власності; опосередкування руху та оцінювання прав власності; «природнього відбору» в економіці);

7) перерозподілу ризику (страхування цінових і фінансових ризиків (хеджування).

Розглянувши перелік специфічних функцій РЦП зазначимо, що перша з перерахованих відображає основи призначення РЦП – забезпечення економіки необхідними інвестиційними ресурсами та стимулювання економічного розвитку. Тож доцільно називати цю функцію саме інвестиційною. Реалізація РЦП цієї функції, безумовно, приводить до перерозподілу прав власності на капітал, тобто до іншої специфічної функції, яку виконує цей ринок (рис. 1.2).

Вільні кошти (заощадження) трансформуються на РЦП в інвестиції (дія інвестиційної функції РЦП), що зі свого боку розміщуються у різних сферах економічної діяльності, тобто реалізується така функція РЦП, як переміщення капіталу із однієї сфери економіки в іншу. Надання на РЦП свободи інвесторам щодо вибору можливостей здійснення різних типів та видів операцій на основі різних за своєю характеристикою ЦП забезпечує виконання такої специфічної функції РЦП – функції перерозподілу ризиків, пов'язаних з інвестуванням.

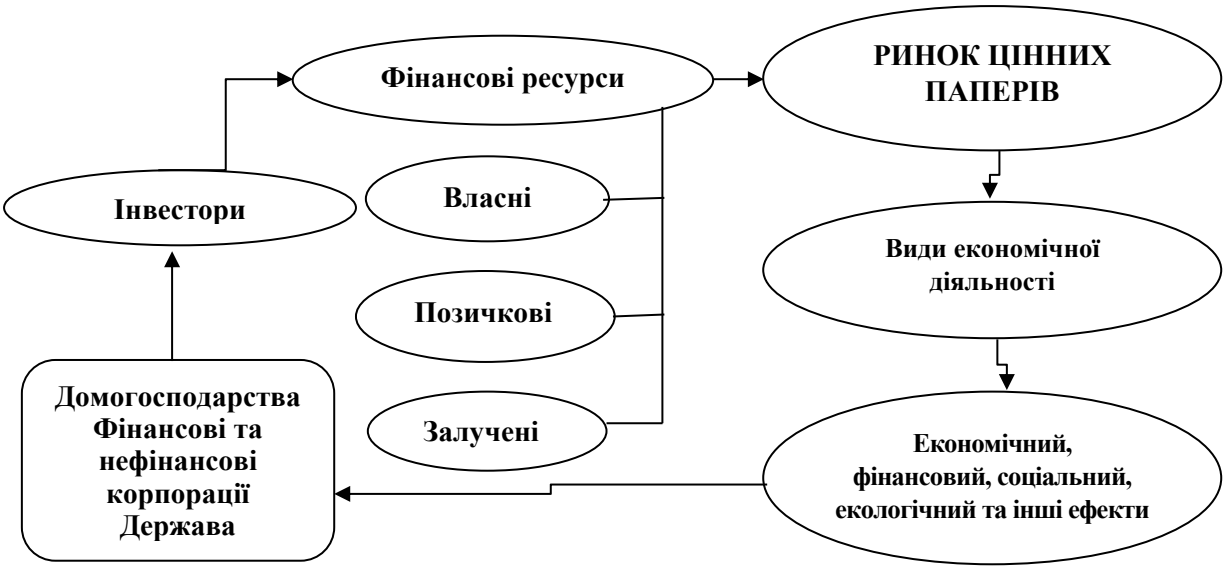


Рис. 1.2. Сутність інвестиційної функції РЦП

Джерело: побудовано автором.

Підвищення загальної ефективності функціонування економіки та вирішення ряду важливих проблем соціального та екологічного характеру не в останню чергу залежить від ефективності функціонування РЦП, адже специфіка його функціонального призначення передбачає виконання функції фінансування державного бюджету (бюджетів органів влади різних рівнів) та ліквідації бюджетного дефіциту.

Якщо аналізувати табл. А.1 додатка А, зазначимо, що серед функцій, які не знайшли широкого виокремлення у дослідників, заслуговує на увагуфункція економії витрат обігу (скорочення операційних витрат). Це пояснюється тим, що вирішальну роль у переміщенні капіталів на РЦП відіграють інституційні інвестори та професійні учасники РЦП, що, здійснюючи великі обсяги операцій з інвестування, зменшують при цьому не тільки ризики, а й витрати, пов’язані з їх проведенням. Саме так реалізується функціональна специфіка РЦП щодо економії витрат обігу (скорочення операційних витрат з інвестування).

Проведений нами аналіз специфічних функцій, які виділяються різними науковцями (табл. А.1 додатка А), дозволив узагальнити перелік та сутність функцій, що, на нашу думку, найповніше відображають специфічність функціональної та економічної природи РЦП загалом (табл 1.2).

Таблиця 1.2

Перелік та змістова характеристика специфічних функцій РЦП

Специфічна функція РЦП	Змістова характеристика специфічної функції РЦП
Інвестиційна функція	Залучення вільних коштів (заощаджень) фізичних і юридичних осіб, їх трансформація в інвестиції
Інноваційна функція	Акумулювання фінансових ресурсів для НДКР, нових проєктів; створення нових ЦП та фін. інструментів
Функція перерозподілу прав власності на капітал	Емісія, продаж та перепродаж ЦП (акцій) є одночасно і процесом перерозподілу часток у капіталі акціонерних товариств між його акціонерами (одні з них продають свої права власності на капітал, а інші, навпаки, купують їх
Функція переміщення капіталу між сферами (видами діяльності) економіки	Переміщення капіталу (коштів) між видами економічної діяльнсоті та сферами діяльності, між регіонами та країнами, між населенням та інститутами різних секторів економіки
Функція перерозподілу ризиків, пов'язаних з інвестуванням	Використання фінансових інструментів РЦП для зменшення ризикованості інвестиційних операцій та захист інвесторів від негативного впливу на здійснення операцій з ЦП змін на них цін, вартості та їх дохідності
Функція фінансування державного бюджету (бюджетів органів влади різних рівнів) та ліквідації бюджетного дефіциту	Здатностість РЦП формувати значні обсяги фінансових ресурсів, які можуть виступати джерелом фінансування державного бюджету (бюджетів органів влади різних рівнів) та зменшення бюджетного дефіциту
Функція економії витрат обігу (скорочення операційних витрат з інвестування)	здійснення великих обсягів операцій з інвестування інституційними інвесторами та професійними учасниками РЦП з одночасним зменшенням операційних витрат

Джерело: складено автором.

Отже, узагальнена роль РЦП полягає у забезпеченні умов для залучення інвестицій компаніями, доступ підприємств до більш дешевого капіталу, порівняно з іншими джерелами, а також залучення і перерозподіл капіталу в ті галузі економіки, де це необхідно з точки зору економічної доцільності [30, с. 27]. Тому РЦП повинен сприяти раціональному розміщенню фінансових ресурсів, їх обігу через втілення у ЦП, обмежувати монополізм, надавати можливість самостійно оцінювати

ефективність управління корпорацією, створювати умови для добросовісної конкуренції, а тому цей ринок потребує досконалої методологічної бази, на основі якої може розроблятися законодавство щодо його функціонування та регулювання. Формування та функціонування РЦП вимагає врахування знаних загальносвітових принципів і стандартів функціонування для того, щоб він став ефективним механізмом обігу ЦП, сприяв економічному розвитку і забезпечував належні умови для інвестицій та надійний захист інтересів його учасників. Так, підтримуючи думку Р. Квасницької щодо сутності принципів фінансового ринку, зазначимо, що принципами РЦП є «сукупність правил та засобів, використання яких лежить в основі його формування й ефективного функціонування» [128, с. 3–7].

Як визначено у Концепції функціонування та розвитку фондового ринку України, «для того щоб РЦП України став ефективним механізмом обігу ЦП, сприяв економічному розвитку і забезпечував належні умови для інвестицій та надійний захист інтересів, його створення та подальше функціонування повинні будуватися на відповідних принципах» [211]: усі вони систематизовані у табл. 1.3.

Таблиця 1.3

Принципи ринку цінних паперів України

Принцип	Сутність
1	**2**
Соціальна справедливість	Створення середовища з рівними для всіх умовами та можливостями, а також полегшення умов входу інвесторів та позичальників на РЦП, рівного доступу до фінансових ресурсів, заборона монопольних явищ щодо порушення прав та свобод суб'єктів РЦП
Надійність захисту інвесторів	Забезпечення необхідного середовища із відповідними соціальними, економічними, політичними та правовими умовами, для реалізаціїї захисту інтересів та майнових прав суб'єктів РЦП
Регульованість	Впровадження гнучкої та успішної системи регулювання РЦП
Контрольованість	Забезпечення надійно та стабільно функціонуючого механізму обліку, контролінгу, протидії та профілактики правопорушень і злочинів на РЦП
Ефективність	Гранична найповніша реалізація потенційних можливостей ринку щодо акумуляції та розподілу грошових ресурсів у перспективні галузі економіки країни, що призведе до її зростання й забезпечення життєвих потреб суспільства

Продовження таблицы 1.3

1	2
Правова упорядкованість	Побудова ефективної правової інфраструктури, яка узгоджуватиме функціонування РЦП, чітко окреслюватиме взаємовідносини між суб'єктами РЦП та встановлюватиме необхідні правила поведінки між учасниками
Прозорість та відкритість	Створення необхідної та доступної інформаційної інфраструктури, що забезпечуватиме вільний доступ інвесторів до важливої для них інформації щодо особливостей емісії та обігу на РЦП, публічну відкритість діяльності підприємств-емітентів, запобігання ймовірній несправедливості та порушенням прав суб'єктів РЦП
Конкурентність	Створення сприятливих умов для реалізації свободи підприємницької діяльності суб'єктів господарювання на РЦП, забезпечення змагального ефекту в процесах найвигіднішого залучення інвестиційних ресурсів та визначення немонопольних ринкових цін щодо оплати послуг посередників РЦП за обов'язкового контролю щодо додержання правил доброчесної конкуренції суб'єктами РЦП
Цілісність ринку	Реалізовується дією єдиного комплексного біржового механізму, що функціонує під керівництвом Державної фондової біржі, Національної депозитарної і клірингової системи та вимагає розробки й втілення єдиних базових положень і правил щодо встановлення цін на РЦП в Україні

Джерело: складено на основі [211].

З огляду на вищезазначене основною дієвою особою на РЦП є інвестор, який потребує надійного розміщення його фінансових ресурсів. Держава при цьому має забезпечити соціальну справедливість, регульованість, контрольованість, ефективність, прозорість і відритість, конкурентність цього ринку. Важливим при цьому є визначення тих об'єктів, які пропонуються на РЦП, а також специфіки інвестиційного механізму й інвестиційних процесів, що на ньому відбуваються.

1.2. Сутність інвестиційного процесу та формуючих його понять на ринку цінних паперів

Важливим чинником перезавантаження й інтенсивного економічного зростання України є активізація інвестиційних процесів, зокрема на РЦП. Будь-які реформи, що впроваджуються у державі, вимагають суттєвих інвестиційних ресурсів, які є джерелом розвитку підприємств, окремих видів економічної діяльності й економіки загалом.

Базовою економічною категорією, з якої починаються дослідження інвестиційних процесів у науковій літературі, є поняття «інвестиції». Дослідивши наукові праці вчених-економістів, можна зробити висновок, що саме вони є однією із найбільш досліджуваних економічних категорій. При цьому велика та варіативна кількість підходів до визначення цього поняття ускладнює однозначне їх формулювання.

Так, зауважимо, що термін «інвестиції» пішов від латинського слова «invest», що перекладається як «одягати», «вкладати», а якщо перекладати з англійської (inwestment) і німецької (inwestition) мов – капітальні вкладення або інвестиції [93, с. 111]. Уперше інвестування як процес було виокремлено в епоху феодалізму, коли «інвеститурою» називали процес призначення феодалом свого васала для управління володінням. Інвеститурою також називали призначення церквою настоятеля приходу, який при цьому отримував землі із їх мешканцями та право виконувати судочинство над ними. Інвеститура давала можливості інвестору приєднувати нові території та брати участь в управлінні ними [59, с. 12].

Поступово поняття «інвестування» та «інвестиції» набували нових значень і завдяки науковцям та їх дослідженням увійшли в економічну сферу, де вони використовуються донині.

Досліджуючи історичний ракурс інвестування, зазначимо, що початок розвитку інвестиційної теорії пов’язують з епохою меркантилізму. Основними представниками цього періоду були: Т. Манн, Д. Юм, Дж. Ло (ранній меркантилізм); Ж. Кольбер, Й. Бехер, Ф. фон Горніг, Л. фон Зекендорф (пізній меркантилізм). Спочатку меркантилісти ототожнювали інвестиції з грошима та капіталом, а згодом стали пов’язувати їх лише із грошима. Так, на їх переконання, способом збагачення держави є тільки гроші, які водночас є як фундаментом для розвитку виробництва, так і для зростання розмірів торгівлі. Спосіб

збільшення багатства – це імпорт грошей у державу, накопичення скарбів. Прибічникам пізнього меркантилізму характерна гіперболізація ролі грошей, оскільки вони гроші сприймали чи не єдино можливим способом розвитку та зростання виробничих процесів. Це пов'язувалось з розумінням товарної природи економічного добробуту країни: ввезення товарів до країни означало відплив грошей, а їх вивіз – приплив.

Представники класичної політичної економії (В. Петі, П. де Буагільбер, Ф. Кене, Ж. Тюрго, А. Сміт, Д. Рікардо) пов'язували інвестиції із накопиченням капіталу, який розглядався ними як накопичений запас продуктів праці, тобто як сукупність засобів виробництва [197]. Так, А. Сміт у своїй науковій роботі«Дослідження про природу та причину багатства народів» (1784) розкрив сутність капіталу як фактора виробництва, запровадив такі понятійні категорії, як «основний та оборотний капітал», а також перелічив блага, з яких він утворюється. Фактично А. Сміт вже тоді говорив про інвестування, просто не застосовував цього терміна як такого. Він вважав, що надлишковий капітал повинен залишатися всередині країни, а не експортуватися за її кордони. У його праці капітал описується як благо, «від якого людина очікує отримати дохід (у результаті покращення землі, придбання корисних машин та обладнання, або інших подібних засобів виробництва, що забезпечують дохід, прибуток без переходу від одного власника до іншого, без подальшого обороту)» [177, с. 50].

Подальшому розвитку інвестиційної теорії сприяли праці представників французької школи фізіократів, зокрема: Ф. Кене, Ж. Тюрго та інших, які вважали землю єдиним джерелом багатства. Так, Ф. Кене трактував інвестиції як початкові аванси або капітальні вкладення. При цьому «капітал у Ф. Кене – це не гроші, а те, що купується за гроші, тобто засоби виробництва. А інвестиції – це необхідні для виробництва витрати, які визначають вартість товарів» [75, с. 22].

Значний внесок у визначення сутності інвестицій і капіталу зробив німецький вчений К. Маркс, який розглядав інвестиції як функцію прибутку. На його думку, «інвестування насамперед здійснюють у досягнення науково-технічного прогресу, що дозволяє капіталісту здешевити основний капітал та зменшити його витрати на одиницю продукції. Марксова модель інвестиційного процесу включає категорію інноваційної діяльності, яку він передбачив задовго до того, як вона стала дійсно

актуальною. Він зробив висновок, що інновації є фактором, який протистоїть тиску ринку на виробника, засобом, що сприяє дії основного мотиву інвестування» [119, с. 11].

Фундатором теорії інвестицій вважається англійський економіст Дж. Кейнс, який запропонував визначати їх як приріст цінності капітального майна в результаті виробничої діяльності за певний період [296]. Він вважав, що основним спільним чинником, який визначає динаміку заощаджень та інвестицій, є рівень доходу домашніх господарств (тоді як у класичній теорії основним чинником вважався прибуток або ставка процента). Головна ідея теорії Дж. Кейнса – потреба державного регулювання капіталістичної економіки, а саме свідомої побудови макроекономічних умов для зростаючого прогресу економіки шляхом створення економічних механізмів притягнення інвестицій у національне господарство. Основним фактором стимулювання ефективного попиту вчений вважав інвестиції, оскільки зростання обсягів інвестицій спричинятиме зростання споживчого попиту, а зростання попиту – збільшення зайнятості й національного доходу. Згідно з кейнсіанським підходом динаміка інвестиційного попиту безпосередньо залежить від рівня процентних ставок, а вплив грошово-кредитної політики держави здійснюється за схемою: грошова маса – норма відсотка – інвестиції – національний дохід.

У загальновідомій праці «Інвестиції» В. Шарпа, Г. Александера та Дж. Бейлі зазначається, що «у найширшому розумінні термін «інвестувати» означає розлучитися з грошима сьогодні для того, щоб отримати їх більшу суму в майбутньому» [267]. «Інвестиції, як спосіб розміщення капіталу, який має забезпечити збереження або зростання суми капіталу» визначено американськими економістами Л. Гітманом і М. Джонком у їх праці «Основи інвестування» [70].

У зарубіжних джерелах можна знайти також визначення інвестицій як: залучення поточних фінансових ресурсів для досягнення більших прибутків у майбутньому [289]; передачу власних грошей компанії чи підприємству, із сподіванням, що вона буде успішною і поверне ще більше грошей [292]; передачу певної кількості багатства від однієї власності чи зайнятості до іншої [287]; можливість заробити потенційно більш високу довгострокову віддачу. Інвестиції можуть допомогти і створити, і зберегти своє багатство [288].

Відповідно до ст. 1 Закону України «Про інвестиційну діяльність» «інвестиціями є всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (дохід) та/або досягається соціальний і екологічний ефект»[210]. Відповідно до Закону «такими цінностями можуть бути: кошти, цільові банківські вклади, паї, акції та інші цінні папери (крім векселів); рухоме та нерухоме майно (будинки, споруди, устаткування та інші матеріальні цінності); майнові права інтелектуальної власності; сукупність технічних, технологічних, комерційних та інших знань, оформлених у вигляді технічної документації, навичок і виробничого досвіду, необхідних для організації того чи іншого виду виробництва, але не запатентованих («ноу-хау»); права користування землею, водою, ресурсами, будинками, спорудами, обладнанням, а також інші майнові права; інші цінності» [210].

Огляд наукової літератури дозволив встановити, що термін «інвестиція» як окрема економічна категорія і водночас формуюча складова поняття «інвестиційний процес» є широко досліджуваним сучасними вченими-економістами. Так, було встановлено, що думки щодо визначення сутності поняття «інвестиції» є досить варіативними, а тому їх можна розмежувати за різними підходами:

– витрати на (виробництво чи будівництво; нові засоби виробництва; створення нових потужностей чи основного капіталу; відтворення капіталу; вкладення капіталу) [153; 220; 194; 107; 2; 6; 231; 9];

– процес: 1) вкладання (витрачання, використання): капіталу; коштів (грошей, інвестиційних коштів); ресурсів чи інвестиційних ресурсів цінностей; 2) зміни форм капіталу; 3) перетворення ресурсів у витрати; 4) здійснення будь-яких проєктів) [267; 47; 183; 65; 261; 143; 27; 268];

– спосіб розміщення (переміщення) капіталу [70; 114];

– вкладання чи використання (капіталу; ресурсів; цінностей; коштів) [45; 151; 58; 91; 155; 248; 168; 131; 129; 188; 225];

– те, що вкладається (фінансові ресурси; різні види цінностей; майно та майнові права) [232; 8; 180; 100; 49];

– приріст чи збільшення обсягу капіталу [118; 87]

– здійснення будь-яких проєктів [112].

Отже, дослідження й узагальнення різних точок зору, які розкривають зміст інвестицій, дають змогу побачити багато модифікацій їх розуміння, що обумовлено акцентами тих чи інших базисних аспектів формулювання. Тому, на нашу думку, проаналізовані трактування інвестицій мають право на існування та на застосування в теорії і на практиці. Однак базисні морфології поняття «інвестиції» дають змогу зробити висновок про те, що в їх основі дійсно лежить процес, який одні автори чітко виокремлюють у своїх визначеннях, а інші, упускаючи саме слово «процес», акцентують увагу на конкретизації, що це за процес (здійснення витрат, вкладання, використання, спосіб розміщення тощо). При цьому у трактуваннях цього поняття диференціюються підходи до виокремлення (не виокремлення), узагальнення (деталізації) цінностей, які є інвестиціями, об'єктів здійснення означеного процесу та його мети. Тож для глибшого розуміння сутності інвестицій доцільною є конкретизація ключових характеристик цього поняття. До них відносимо:

1) процес їх здійснення (вкладання, [витрачання, використання, спосіб розміщення [переміщення] капіталу, коштів [зокрема грошових], ресурсів чи інвестиційних ресурсів цінностей; зміни форм капіталу; перетворення ресурсів у витрати; здійснення будь-яких проєктів);

2) цінності, що є інвестиціями (фінансові ресурси; різні види цінностей; майно та майнові права, вартість яких може бути виражена в грошовому еквіваленті);

3) об'єкт процесу їх здійснення (різні види економічної діяльності або інструменти різних сегментів фінансового ринку);

4) цільовий характер їх здійснення;

5) мета процесу їх здійснення – задоволення господарських необхідностей та запитів інвестора, одержання економічних вигод, прибутку (доходу), забезпечення зручних умов та сприятливого середовища для роботи й перепочинку штатних працівників, що, зрештою, призведе до зростання кінцевої продуктивності та прибутку виробництва, отримання соціального, економічного чи екологічного ефектів, водночас забезпечуючи суспільні запити (у нових товарах, об'єктах побуту, культури, освіти, охорони здоров'я, духовного життя);

6) наявність ризику їх здійснення, оскільки досягнення кінцевих цілей інвестування має ймовірнісний характер.

Поставивши за основу окреслені характеристики, інвестиції можна визначити як вкладення (розміщення) грошових ресурсів, майнових та інтелектуальних цінностей у різні види економічної діяльності або фінансові інструменти з певним рівнем ризику, кінцевою метою якого є отримання прибутку (доходу) або збереження реальної вартості фінансових активів, що у підсумку приводитиме до економічного, соціального або екологічного ефекту. У цьому визначенні ми не включили соціальний та екологічниій ефект як мету. «Соціальним ефектом виражається якісний інноваційний результат, який забезпечує врахування та задоволення потреб людини та суспільства, наприклад: покращенням рівня здоров'я, розвитком демократії, освіти, задоволенням естетичних потреб» [157, с. 221], а екологічний ефект, який уособлюється у змінах умов природного середовища (довкілля), кількості та якості природних ресурсів [91, с. 271] і впливає або може вплинути в майбутньому на економічні результати різних сфер діяльності людей. У цьому контексті дотримуємося позиції, що ці ефекти досягаються не через пряме інвестування, а через збільшення прибутів (доходів) від інвестування і надходжень до бюджетів різних рівнів, коли ці кошти спрямовуються на екологічні проєкти та соціальні програми і забезпечують економічний розвиток.

Характеризуючи інвестиції загалом, не можна не зазначити про значну спектральність сутності цього поняття за тим, у що і де здійснюються певні вкладання (розміщення). Маючи на меті нашого дослідження розгляд інвестування на РЦП, звернемо увагу на характерні особливості мети інвестицій саме на РЦП. Так, інвестування у різноманітні ЦП значною мірою визначається реальністю можливостей отримання інвестором певних прибутів (доходів) у майбутньому, які складаються з дивідендів, відсотків за ЦП, курсової різниці або частки чистого прибутку суб'єкта господарювання. Як відомо, прибутковість (дохідність) є властивістю, що знаходиться у взаємозалежності від таких забезпечуючих параметрів як надійність (мінімізація ризику), ліквідність та час або строк здійснення вкладень (інвестиційний горизонт), що притаманні як РЦП загалом, так і окремим його ЦП. Надійність є важливою характеристикою останніх, через яку визначається певна гарантія щодо тримання прибутку (доходу) за настання строку оплати вартості

інструмента за його подальшої куівлі-продажу. Саме надійність передбачає достатній рівень довіри до відповідного емітента ЦП з боку кредиторів, а також перебуває у безпосередньому зв'язку з іншими характеристиками самого ЦП. Зрозуміло, що зі збільшенням ступеня надійності (мінімізація ризику) зменшується дохідність, адже менший ризик – менша ризик-премія – менший дохід. Отже, рівень збереження цінностей, що інвестуються у ті чи інші ЦП, визначається їх надійністю та функціоналу самого РЦП. Прибутковість (дохідність) інвестування також перебуває у прямій залежності від ліквідності, тобто спроможності «окремих об'єктів інвестування бути реалізованими протягом короткого часу без втрати їхньої реальної вартості в разі зміни раніше прийнятих інвестиційних рішень» [152]. Саме ліквідність ЦП відображає можливість їх швидкого продажу (переведення в гроші) з мінімальними витратами та без істотної втрати вартості цього ЦП, тож оцінкою ліквідності слугує час, що необхідний для трансформації у грошову форму на РЦП. Крім того, ліквідність характеризується розміром фінансових збитків за умови їх трансформації у грошову форму. При цьому до фінансових збитків, пов'язаних з трансформацією ЦП у гроші, відносять часткову втрату первинного капіталу в разі продажу ЦП у період зниження їхнього ринкового курсу та інфляційне знецінення [187, с. 349]. Зауважимо, що за більшого рівня фінансових втрат під час трансформації ЦП зростає швидкість такої трансформації і навпаки. Ще однією важливою характеристикою інвестицій є час або термін їх здійснення (інвестиційний горизонт), який може впливати як на прибутковіть (дохідність), так і на ліквідність інвестицій. Ці параметри початково визначають можливості досягнення мети процесу здійснення інвестицій – отримання прибутку (доходу). Тому, на нашу думку, інвестиції на РЦП варто розглядати саме з позицій акценту на їх додаткові характеристики щодо спектральності мети інвестування (рис. 1.3).

Отже, з огляду на вищезапропоноване визначення інвестицій інвестиції на РЦП є процесом вкладення (розміщення) грошових коштів у ЦП з певним рівнем ризику, кінцевою метою якого є отримання доходу (прибутку) та/або зростання реальної вартості фінансових активів, що формується під дією таких параметрів, як надійність, ліквідність і термін такого вкладання (розміщення).



Рис. 1.3. Основні характеристики означення сутності інвестицій на РЦП

Джерело: побудовано автором.

Зауважимо, що інвестиції не можуть існувати без заощаджень – частки прибутку (доходу), що не була використана на повсякденні потреби. Тому ними можуть бути будь-які заощадження, які не лежать «у скарбничці», а вкладені з метою отримання певних фінансових та інших вигод. Відмовившись від споживання сьогодні, інвестори спрямовують свої заощадження на інвестування і очікують їх зростання задля майбутнього споживання.

Розглядаючи інвестиції як джерело розвитку економіки, розуміємо, що інвестиційна діяльність впливає на фундаментальні основи економічних та соціальних перетворень, на суспільний розвиток у цілому. Саме вона є процесом закладання майбутнього економічного розвитку країни. Із збільшенням обсягів інвестицій збільшуватимуться обсяги ВВП завтра. «Як діалектична єдність процесів вкладання ресурсів та одержання потоку доходів у майбутньому, інвестиційна діяльність може виникати і ефективно здійснюватися на основі урівноваження інвестиційного попиту та інвестиційної пропозиції» [114, с. 121]. Отже, динамізм інвестицій передбачає здійснення низки перетворень (вкладення цінностей та отримання прибутку (доходу) та/або зростання вартості капіталу), які узагальнюються в інвестиційній діяльності.

Теоретичне обґрунтування концептуальних і методичних засад здійснення інвестиційного процесу на РЦП вбачається неможливим без з'ясування семантики, власне, поняття «інвестиційна діяльність». Сучасна економічна наука відзначається напрацюванням різних підходів до тлумачення її сутності. Розкриття різних аспектів такого складного та багатогранного виду діяльності, а також відображення особливостей історичного та сучасного розуміння цього поняття і спричинило багато відтінків щодо його трактування в економічних наукових джерелах.

Аналізувати сутність категорії «інвестиційна діяльність» раціонально починати із трактування цього поняття на загальнодержавному рівні. Так, Законом України «Про інвестиційну діяльність» від 18.09.1991 № 1560-XII визначено, що «інвестиційна діяльність – це сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави щодо реалізації інвестицій» [210]. Саме таке тлумачення використовується у науково-методичних доробках більшості учених-економістів. Інші, даючи свої авторські формулювання, поєднують сутнісні підходи до інвестиційної діяльності і самих інвестицій. Так, за результатами аналізу поглядів різних вчених на сутність інвестиційної діяльності можна виділити такі ключові дефініційні елементи цього поняття, як:

1) сукупність (комплекс) дій (заходів) щодо:

а) реалізації (здійснення) інвестицій (інвестиційних намірів) [210; 78, с. 21; 151, с. 12; 248; 268, с. 32; 131, с. 28; 168, с. 164];

б) вкладення (розміщення) власних коштів (ресурсів; інвестиційних ресурсів) [84, с. 59; 116, с. 203; 268, с. 13];

в) перетворення заощаджень [185, с. 137];

г) організації, реалізації та контролю за рухом вкладання коштів [166, с. 66];

д) прийняття рішень про інвестування [104, с. 38–39];

2) процес:

а) пошуку інвестиційних ресурсів, вибору об'єктів (інструментів) інвестування, формування інвестиційної програми (інвестиційного портфеля) і забезпечення її реалізації [46, с. 39; 89, с. 63; 193, с. 8; 189, с. 333];

б) взаємодії тих, хто пропонує гроші, «з тими, хто пред'являє попит на гроші» [54, с. 44];

3) діяльність (робота) із:

а) «формування, розміщення, вкладення, трансформації і відшкодування інвестицій» [106, с. 80];

б) «капіталізації об'єктів власності у формуванні та використанні інвестиційних ресурсів, регулюванні процесів інвестування» [268, с. 8];

4) «діяльність і процес щодо знаходження інвестиційних ресурсів, вибору об'єктів чи інструментів, розробки і впровадження інвестиційної програми чи стратегії та забезпечення її реалізації» [13, с. 87];

5) діяльність і дії, які здійснюються на різних стадіях інвестиційного процесу; сукупність (система) операцій, пов'язаних з рухом капіталу [195, с. 134];

6) вкладання і сукупність дій (здійснення діяльності) щодо інвестицій та їх реалізації [63, с. 36; 200, с. 59; 268, с. 355].

Хоча поняття «інвестиційна діяльність» і визначається таким різноманіттям ключових дефініційних елементів, однак, на нашу думку, уваги заслуговує ідентифікація цього поняття саме як виду діяльності, тобто форми активності, яка характеризується певними діями [195, с. 134]. Тому вважаємо доречним її розгляд саме як сукупності практичних дій щодо вкладання (розміщення). Однак, спираючись на вищеаргументоване тлумачення поняття «інвестиції», доходимо висновку про те, що визначення сутності інвестиційної діяльності має обов'язково містити такий дефініційний елемент, як кінцева мета здійснення цього виду діяльності (у багатьох проаналізованих визначеннях він відсутній [268, с. 32; 131, с. 28; 116, с. 203; 84, с. 59; 166, с. 66; 168, с. 164; 104, с. 38–39; 189, с. 333; 268, с. 8; 13, с. 87; 63, с. 36; 200, с. 59; 268, с. 355].

Серед авторських окреслень кінцевої мети інвестиційної діяльності є її бачення у одержані прибутку (доходу) та/або досягнення соціального й екологічного ефекту, «який як результат сприяння тій або іншій соціально значущій проблемі є водночас оцінкою впливу інвестицій на поліпшення рівня і якості життя людини» [114, с. 126]. На підставі цих міркувань, на нашу думку, інвестиційну діяльність варто розглядати саме як сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави, дій щодо вкладення (розміщення) грошових ресурсів, майнових та інтелектуальних цінностей у різні види економічної діяльності або інструменти з певним рівнем ризику, кінцевою метою якого є отримання прибутку (доходу) та/або зростання вартості капіталу, що у підсумку приводитиме до економічного, соціального або екологічного ефекту.

Здійснення інвестиційної діяльності є доволі складним процесом, який заснований на аналізі впливу різних умов та чинників на його результативність. Цей процес здійснення інвестицій часто називають інвестиційним процесом, тобто ототожнюють ці два поняття. Наприклад, таке ототожнення знаходимо у таких авторів, як А. Пересада [188], К. Макконнелл і С. Брю [153]. Для визначення правильності такого твердження, на нашу думку, варте уваги співвідношення сутності понять «діяльність» і «процес». Так, вище було означено, що діяльність – це форма активності, яка характеризується певними діями [195, с. 134], тобто вона забезпечує перманентну трансформацію суб'єктивного в об'єктивне і навпаки.

Слово «процес» походить від латинського processus, яке означає проходження, просування. Звертаючись до пояснень сучасної науки та техніки, що містяться у тлумачних та енциклопедичних словниках, одержуємо такі визначення сутності поняття «процес», як: 1) послідовна зміна явищ, станів розвитку будь-чого; сукупність послідовних дій для досягнення певного результату; 2) перебіг, хід будь-якого явища; сукупність послідовних дій, спрямованих на досягнення певного результату; 3) категорія філософської дискусії, що характеризується сукупністю безповоротних, взаємопов'язаних, тривалих трансформацій як випадкових, так і таких, якими управляють, як само організованих, так і організованих, результатом яких є якась новизна чи нововведення»; 4) закономірна послідовна зміна явища, його перехід в інше явище. За визначеннями процесу прослідковується його зв'язок саме з послідовністю (закономірністю) змін, дій, перебігу, ходу. Щодо діяльності, то їй притаманний і хаотичний, непослідовний характер. Крім того, діяльність притаманна тільки окремому суб'єкту, якого можна охарактеризувати набором ознак і побудувати систему відповідних показників. Процес може бути як результатом діяльності, так і результатом бездіяльності, тобто діяльності з мінусом [131, с. 28].

За такого підходу тотожність понять «інвестиційна діяльність» та «інвестиційний процес» не є беззаперечною. Лише можемо погодитися, що інвестиційну діяльність і інвестиційний процес потрібно розглядати як дві сторони одного цілого, які мають певні особливості прояву та взаємозв'язку. Такі особливості прояву і взаємозв'язку диференціюються залежно від ієрархічних рівнів економіки, в межах яких здійснюється інвестування: мегарівень (різні держави, міжнародний ринок); макрорівень (держава, національний ринок); мезорівень (регіон, вид економічної діяльності) та мікрорівень (юридичні особи та домогосподарства).

Нам імпонує підхід до розгляду інвестиційного процесу через його багаторівневість і особливості формування на різних економічних рівнях. Так, Т. Майорова тлумачить інвестиційний процес у двох напрямах:

1) «на мікрорівні (як процес), що є закономірною сукупністю послідовних дій (що мають циклічний характер, тобто повторюються) суб'єктів інвестиційної діяльності, спрямована на зміну об'єкта інвестування або його розвиток з метою отримання результату (доходу);

2) на макрорівні (як система), що є системою економічних відносин (регулярно відтворюваних), що складається з комплексу взаємозалежних компонентів однієї складної мінливої системи – інвестиційної сфери, яка перебуває у стані постійних змін під впливом багатьох внутрішніх і зовнішніх системотвірних чинників, спрямована на перетворення інвестиційних ресурсів суб'єктів господарювання на нові дохідні активи – фінансові, реальні та людські» [152, с. 20].

Колектив авторів, на чолі з П. Куциком [146], позиціонує підхід до розгляду інвестиційного процесу саме на трьох рівнях: мікро-, мезо- та макрорівнях. При цьому вони акцентують увагу на необхідності термінологічного застосування поняття «інвестиційний процес» чи «інвестиційна діяльність» відповідно до того, який ієрархічний рівень економіки розглядається. Саме такий підхід у визначенні інвестиційного процесу взятий нами за основу для проведення подальшого дослідження. Отже, розглядаючи інвестиційний процес на макрорівні саме як систему, яка має певні функції та формується з певних елементів, сукупна дія яких та їх взаємозв'язок утворюють макроекономічний процес [146, с. 12], підтримуємо думку про те, що саме поняття «інвестиційний процес» у цьому сенсі має переважне використання, а не поняття «інвестиційна діяльність». Щодо мезо- та мікрорівнів, то інвестиційний процес на них відображає інвестиційний намір (процес формування та прийняття інвестиційного рішення), а безпосередньою реалізацією цього рішення є інвестиційна діяльність. Тому на цих ієрархічних рівнях економіки варто використовувати два поняття, зокрема «інвестиційний процес» та «інвестиційна діяльність». Отже, на мікро- і мезорівнях вони уособлюються у макроекономічному інвестиційному процесі, тобто на макроекономічному рівні інвестиційний процес є результатом інвестиційної діяльності підприємства (установи, організації), домогосподарств, що можуть виходити на рівень регіону чи виду економічної діяльності.

Хоча економічна наукова думка й має значні досягнення у своєму розвитку, проте єдиного неподільного підходу до тлумачення економічної категорії «інвестиційний процес» між науковцями-економістами так і не розроблено. Розбіжності у тлумаченнях аргументуються тим, що його сутність розкривається шляхом відділення однієї або декількох характерних ознак, які, як вважає певний автор, є наріжним для цього поняття. Так, найбільш вживаними тлумаченнями сутності інвестиційний процес є такі морфологічні одиниці: 1) система (відносин, елементів) [152; 154; 268]; 2) сукупність (дій, відносин) [131; 146; 152; 147; 73; 154]; 3) механізм (зведення, реалізації) [70; 268; 106; 13]; 4) діяльність [84; 158]; 5) послідовність [161; 154]; 6) процес (прийняття рішень, вкладання) [131]; 7) вкладання [72; 167; 106]; 8) взаємодія [132]; 9) єдність функціонування [15]; 10) набір процедур [267]; 11) розвиток, послідовні зміни [88; 191]; 12) мережа [154]; 13) ланцюжок перетворень [51].

Отже, у межах морфологічної декомпозиції поняття «інвестиційний процес» чітко виділяється ряд окремих наріжних морфологічних одиниць цього терміна. Однак, на нашу думку, інвестиційний процес уособлює в собі не просто дії, процедури, етапи, а саме зміни, перетворювання виду, форми, істотних властивостей вкладених цінностей, тобто їх трансформацію.

Отже, найприйнятнішим для проведення подальшого дослідження особливостей ІП на РЦП є визначення інвестиційного процесу. Це сукупність послідовних і взаємопов’язаних трансформацій, що здійснюються у результаті прийняття інвестиційних рішень інвесторами (зокрема, за допомоги учасників) щодо вкладення (розміщення) грошових ресурсів, майнових та інтелектуальних цінностей в різні види економічної діяльності або фінансові інструменти з певним рівнем ризику, кінцевою метою яких є отримання прибутку (доходу) та/або зростання вартості капіталу, що у підсумку може привести до економічного, соціального або екологічного ефекту. Важливо також розуміти, що він відбувається на інвестиційному ринку, що являє собою системи економіко-правових відносин щодо формування попиту та пропозиції на інвестиційні товари і фінансові інструменти, тобто об’єкти реального та фінансового інвестування (рис. Б.1 додатка Б).

З огляду на сутність РЦП його місце на інвестиційному ринку, особливості функціонування та принципи уможливлюється виокремлення такого поняття, як «інвестиційний процес на РЦП», під яким варто розуміти сукупність послідовних і взаємопов'язаних трансформацій, які здійснюються у результаті прийняття інвестиційних рішень щодо вкладання грошових ресурсів у цінні папери, кінцевою метою яких є отримання прибутку (доходу) та/або зростання капіталу, що формується під дією таких параметрів, як надійність (безризиковість), ліквідність і строк.

На РЦП ІП розпочинається з моменту вкладення грошових ресурсів у певні ЦП і завершується з досягненням мети цього вкладання (отриманням прибутку (доходу) та/або зростання вартості капіталу. У момент здійснення вкладання інвестор встановлює взаємозв'язок із конкретним об'єктом і стає його учасником. Таке об'єднання у результаті дії інвестора спочатку веде до зміни властивостей об'єкта інвестицій. Згодом змінені властивості у вигляді інвестиційного прибутку (доходу) впливають на інвестора, змінюючи при цьому його властивості, передусім збільшують ресурсний потенціал для майбутніх інвестицій. Тож необхідним є комплексне вивчення інвестиційного процесу як єдиного цілого з представленням взаємовідносин між суб'єктами й об'єктами інвестиційної діяльності, спрямованих на організовану діяльність щодо здійснення інвестицій (ланцюжка [метаморфоз] перетворень: ресурси [цінності] → вкладання [витрати] → отримання прибутку / доходу та/або зростання капіталу [ефекту] в результаті інвестування).

Зрозуміло, що об'єктивною основою будь-якого інвестиційного процесу є послідовно здійснювані інвестиційні цикли, стадії, ступені або етапи, а кожен суб'єкт інвестиційної діяльності є рушійно-складовим елементом інвестиційного процесу, який має власні цілі та інтереси, без врахування яких втрачається мотивація до участі в інвестиційному процесі, а отже, зменшується інвестиційна активність на макроекономічному рівні. У цьому контексті варто визначитись із конкретизацією ринкового застосування інвестиційного процесу, тобто його розгляд саме в рамках самого РЦП, що є об'єктом нашого дослідження. РЦПє потужним фінансовим механізмом, що трансформує звичайні грошові ресурси на ресурси капітальні, тож специфіка здійснення інвестиційного процесу на РЦП може бути конкретизована на основі особливостей здійснення фінансових інвестицій. Так, узагальнено сутність та етапність інвестиційного процесу на РЦП (рис. 1.4).



Рис. 1.4. Узагальнена модель інвестиційного процесу на РЦП
Джерело: побудовано автором.

Перший етап «Визначення обсягів потенційного вкладання грошових коштів та основних цілей інвесторів», на якому останні аналізують розміри власного вільного капіталу, що трансформується у форму інвестицій, та вивчають усю відому інформацію щодо об'єктів інвестування вкладання, їх інвестиційні якості, які оцінюються, як правило, за трьома показниками: дохідність (прибутковість) (характеризує ефективність інвестиційних операцій і показує співвідношення між інвестиційними прибутками [доходами] й інвестиційними витратами), ризиковість (відображає можливість отримання інвестором результату, відмінного від ним очікуваного) і ліквідність (відображає здатність швидкого перетворення на гроші без втрати для власника, залежить від якості ЦП і рівня розвиненості РЦП). Перший етап закінчується на стадії формування першої вибірки ЦП, що насамперед залежить від розмірів запланованого інвестування та досяжності ресурсів.

Другий етап «Проведення моніторингу ЦП», на якому досліджуються ЦП й детально аналізуються їх вибіркові види, емітенти (продавці) цих ЦП.

Третій етап «Формування інвестиційного портфеля», який є можливим, якщо інвестор буде здійснювати вкладання капіталу в різні інвестиційні об'єкти.

Четвертий етап «Управління портфелем ЦП», який є можливим як продовження третього етапу і на якому здійснюється сукупне управління інвестиціями, що входять до портфеля ЦП.

П'ятий або третій (якщо інвестиційний портфель неукомплектовано) етап «Оцінювання ефективності ІП», на якому здійснюється оцінка результативності та прибутковості ІП за визначений період включно з ризиком.

Кожний етап інвестиційного процесу характеризується виконанням певних видів робіт, операцій, які здійснюються різними учасниками РЦП і які необхідні для задоволення інвестиційного попиту через формування інвестиційних пропозицій на цьому ринку. Отже, інвестиційний процес на РЦП має прояв через безперервний потік свого відновлення, адже він постійно діє, від етапу до етапу із можливим розширенням варіативності та масштабності. При цьому реалізація його є специфічною залежно від того, на якому (первинному чи вторинному; організованому чи неорганізованому) ринку він відбувається. Тому визначення сутності, ролі та функціональних особливостей РЦП є вкрай важливими для обґрунтування інвестиційного процесу саме на цьому ринку.

Наявність та взаємоузгоджене функціонування усіх вищезазначених забезпечень дають можливість «запустити» в дію інвестиційні процеси на РЦП та сприяти їх розвитку як в країні загалом, так і на ринку зокрема. Визначення особливостей ефективного здійснення інвестиційних процесів на РЦП та функціональної ролі в ньому різних учасників ринку дасть змогу дослідити детальніше вітчизняний РЦП та його можливості впливу на інвестиційний розвиток у державі.

1.3. Інструментарій та учасники інвестиційних процесів на РЦП

Дослідження інвестиційного процесу на теренах РЦП (одним із найважливіших інститутів ринкової економіки, який сприяє здійсненню інвестиційних процесів на макроекономічному рівні) ґрунтується на вивченні його об'єкта, суб'єктів та інституційного забезпечення.

Як зазначалось вище, об'єктом купівлі-продажу на РЦП є різні види ЦП, які є, з одного боку, фінансовими інструментами із грошовою вартістю, а з іншого – об'єктами інвестиційних процесів на РЦП. Такого підходу дотримуються практично усі вчені-економісти.

Часто визначення фінансових інструментів подається відповідно до міжнародних та національних стандартів бухгалтерського обліку. Так, у МСФЗ 32 «Фінансові інструменти: розкриття і подання» фінансовий інструмент трактується як «будь-який договір, у результаті якого одночасно виникають: фінансове зобов'язання або пайовий інструмент в однієї сторони і фінансовий актив – у іншої» [163]. Подібне визначення дає П(С)БО 13 «Фінансові інструменти», де він є контрактом, який одночасно зумовлює виникнення (збільшення) фінансового активу в одного підприємства і фінансового зобов'язання або інструменту власного капіталу в іншого» [196]. Щодо Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», то фінансовими інструментами є цінні папери, строкові контракти (ф'ючерси), відсоткові строкові контракти (форварди), строкові контракти на обмін (на певну дату в майбутньому) у разі залежності ціни від відсоткової ставки, валютного курсу або фондового індексу (відсоткові, курсові чи індексні свопи), опціони, що дають право на купівлю або продаж будь-якого із зазначених фінансових інструментів, зокрема тих, що передбачають грошову форму оплати (курсові та відсоткові опціони) [215]. З цього визначення можна зробити висновок, що до фінансових інструментів можна віднести ЦП та деривативи.

У цілому у Системі національних рахунків (СНР-2008) термін «інструмент» «використовується для балансових статей фінансових активів і пасивів відносно як активів, так і зобов'язань» [128]. Цікаво, що фінансові інструменти тут представлені лише: 1) золотом у зливках, яке перебуває у розпорядженні органів грошово-кредитного регулювання

та інших суб'єктів, що фактично підконтрольні цим органам, і охороняється як фінансовий актив і є елементом міжнародних резервів; 2) акціями, іншими корпоративними ЦП та участю у фінансовому капіталі. У табл. 1.4 наведено лише ті фінансові інстументи з переліку СНР, що мають відношення до РЦП.

Таблиця 1.4

Фінансові інструменти у СНР-2008, що є об'єктами РЦП

№ з/п	Фінансові інструменти	Складові та їх визначення
1.	Боргові ЦП	«Інструменти, які перебувають в обігу та посвідчують борг (векселі, облігації, депозитні сертифікати у вільному обігу, комерційні папери, боргові зобов'язання, ЦП, що забезпечені активами та інші схожі фінансові інструменти, що, як правило, підлягають торгівлі на фінансових ринках)»
2.	Акціонерний капітал та акції інвестиційних фондів	**«Акціонерний капітал –** усі інструменти та документи, що посвідчують вимоги на залишкову вартість активів корпорації або квазікорпорації після забезпечення вимог усіх кредиторів. Включає: а) акції, що включені до лістингу; б) акції, що не включені до лістингу; в) інші види участі в капіталі»
		«Інвестиційні фонди – установи колективного інвестування, за допомогою яких інвестори об'єднують кошти для інвестування у фінансові або нефінансові активи». **«Фонди грошового ринку** – інвестиційні фонди, які інвестують виключно або переважно в короткострокові ЦП грошового ринку, такі як казначейські векселі, депозитні сертифікатами і комерційні папери. Акції та паї фондів грошового ринку є вимогою на частини вартості чистих активів заснованого фонду грошового ринку. Акції і паї інших інвестиційних фондів є вимогою на частину вартості чистих активів заснованого інвестиційного фонду за винятком фондів грошового ринку»

Джерело: складено на основі [287].

Категорія ЦП є досить багатогранною, бо економічні відносини, які вони відображають, безперервно розвиваються, що знаходить своє відображення у нових їх формах. Відповідно до чинного законодавства «цінним папером є документ установленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчує грошове або інше майнове право, визначає взаємовідносини емітента цінного папера (особи, яка видала цінний папір) і особи, яка має права на ЦП та передбачає виконання зобов'язань за таким цінним папером, а також можливість передачі прав на цінний папір та прав за цінним папером іншим особам» [215].

Групи ЦП, через які забезпечується оборот фінансових ресурсів на РЦП, наведені у Законі України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» [215], зокрема це пайові, боргові, іпотечні, приватизаційні, похідні та товаророзпорядчі ЦП. Приватизаційні ЦП «посвідчують право власника на безоплатне одержання у процесі приватизації частки майна державних підприємств, державного житлового фонду, земельного фонду» [215], а товаророзспорядчі ЦП «є певними видами документів, які застосовуються у сфері господарювання як опосередкованні певні дії з майном та майновими правами, визначають певні підстави набуття права власності на них та яким притаманні властивості цінних паперів» [160, с. 143], тобто не містять ознак інвестиційних. Щодо похідних ЦП, то їх важко віднести до групи ЦП, адже вони є контрактами на ЦП та інші інструменти фінансового ринку.

Класифікацію ЦП з урахуванням положень Закону України «Про ринки капіталу й організовані товарні ринки» та їх відношення до інвестиційних процесів на РЦП наведено на рис. Б.2 додатка Б. Отже, грунтуючись на ключових позиціях міжнародних та вітчизняних нормативно-правових актів, до основних груп інвестиційних ЦП варто віднести лише ті фінансові інструменти, які забезпечуватимуть реалізацію інвестиційних цілей, зокрема [215]:

1) пайові ЦП: акції; інвестиційні сертифікати; сертифікати ФОН; акції корпоративних інвестиційних фондів;

2) боргові ЦП: корпоративні облігації; державні облігації України; облігації місцевих позик; казначейські зобов'язання України; ощадні сертифікати банків; депозитні сертифікати банків; векселі; облігації міжнародних фінансових організацій;

3) іпотечні ЦП, зокрема іпотечні облігації, заставні.

Це дає підстави ввести поняття «інвестиційний інструментарій РЦП» як сукупність фінансових інструментів, що засвідчують вкладення коштів у пайові, боргові й іпотечні цінні папери, зокрема іпотечні облігації, та дають власнику право на одержання певної суми грошей або засвідчують майнове володіння у встановленому порядку.

Сукупність суб'єктів (учасників) РЦП і правовідносини між ними формують законодавче визначений зміст самого РЦП. Отже, відповідно до Концепції функціонування та розвитку фондового ринку України [211] суб'єктів РЦП поділено на такі три групи:

– «емітенти ЦП – юридичні й у випадках, передбачених законодавством, фізичні особи, які від свого імені випускають ЦП і зобов'язуються виконувати обов'язки, що випливають з умов їх випуску.

ЦП випускаються з метою залучення фінансових ресурсів для свого розвитку. Емітентом ЦП може бути також держава в особі своїх органів та органи місцевого самоврядування, які можуть випускати ЦП для задоволення потреб у фінансуванні видатків відповідних бюджетів та окремих проєктів;

– інвестори – фізичні та юридичні особи, зокрема інституціональні інвестори, які мають вільні кошти і бажають вкласти їх у ЦП з метою одержання від вкладених коштів доходу (відсотків) чи з метою збільшення ринкової вартості ЦП;

– посередники – юридичні особи, діяльність яких тісно пов'язана з наданням професійних послуг щодо опосередкування діяльності на фондовому ринку емітентів та інвесторів;

– держава, яка шляхом прийняття законодавчих актів і створення відповідних державних органів визначає умови правового регулювання діяльності фондового ринку з метою підтримання його ефективного функціонування і захисту його учасників» [211].

Більш деталізований склад суб'єктів РЦП вказується у Законі України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» [215], де зазначено, що «учасники фондового ринку – це емітенти, зокрема іноземні, або особи, які видали неемісійні цінні папери, особи, які надають забезпечення, інвестори у фінансові інструменти, які набули права власності на цінні папери, адміністратори, професійні учасники ринків капіталу, особи, які провадять діяльність, пов'язану з ринками капіталу та організованими товарними ринками, об'єднання професійних учасників ринків капіталу» [215].

На РЦП емітенти виконують роль виключно продавців ЦП, що випущені ними в обіг, і які мають зобов'язання виконувати всі вимоги, що випливають з умов їх випуску. Емісія акцій є досить потужним і найрішучішим фінансовим інструментом інвестиційного процесу, завдяки чому можна задовольнити фінансування будь-яких інвестиційних проєктів за розмірами інвестицій. Однак випуск акцій в умовах України ще не прижився як один з найдієвіших способів фінансування інвестицій через особливості національного корпоративного законодавства та надто високої концентрації власності в руках невеликої групи осіб, які перешкоджає розвитку як РЦП, так і майбутньому вдосконаленню здійснення інвестиційних процесів на ньому.

Відповідно до Закону України «Про ринки капіталу та орнагізовані товарні ринки» «емітент – це юридична особа, територіальна громада в особі представницького органу місцевого самоврядування, держава в особі уповноважених нею органів державної влади, міжнародна фінансова організація, які від свого імені розміщують емісійні цінні папери та беруть на себе зобов'язання за такими цінними паперами перед їх власниками» [215].

Інвестиційний процес завжди починається з інвестора та розуміння потреб і переваг, що ним надаються певним інвестиційним інструментам. Узагальнено можна зазначити, що інвесторами є фізичні та юридичні особи, які володіють інвестиційними ресурсами та купують ЦП на РЦП для одержання економічних вигод (прибутку) та/або отримання певних прав, що законодавчо закріплені за такими ЦП.

Саме інвестори накопичують капітал, що у процесі їх інвестиційної діяльності стає рушійною силою і фінансовим фундаментом функціонування РЦП загалом. А тому на РЦП виокремлюються такі групи інвесторів, як: домашні господарства; нефінансові корпорації; фінансові корпорації; корпорації, що приймають депозити; фонди грошового ринку, тобто інститути, які нагромаджують кошти шляхом продажу акцій, паїв або сертифікатів юридичним особам або населенню; інвестиційні фонди негрошового ринку, тобто інститути, які акумулюють капітал населення, що інвестується в основному у нерухомість або інші нефінансові активи; страхові корпорації; пенсійні фонди).

Аналіз спеціалізованої економічної літератури дозволив узагальнити такі підходи до поділу інвесторів за їх статусом на РЦП:

– індивідуальні (приватні), корпоративні й інституційні інвестори [113, с. 147; 151, с. 15; 187, с. 180; 226, с. 208];

– індивідуальні (приватні) та інституційні інвестори [194, с. 24; 218, с. 20];

– інвестори у ЦП та інституційні інвестори [215];

– індивідуальні (фізичні осіби), інституціональні (колективні) інвестори та професіонали ринку [268];

– професійні та непрофесійні інвестори [195].

Підтримуємо думку науковців, які поділяють інвесторів на індивідуальних, корпоративних та інституційних (група 1, що наведені вище). Конкретизація статусу інвесторів на РЦП уможливлює визначення специфіки здійснення інвестиційного процесу за кожною зазначеною групою інвесторів та окремими її представниками. Так, індивідуальним

інвестором на РЦП може бути будь-яка фізична особа (домогосподарство), яка має вільні кошти, які використовуються для інвестування. Водночас індивідуальні інвестори беруть участь безпосередньо у процесі утворення заощаджень та у процесі їх вкладання в інструменти РЦП.

Корпоративними інвесторами на РЦП можуть бути юридичні особи – нефінансові корпорації різних форм власності, які шукають варіанти прибуткового розміщення своїх тимчасово вільних коштів у різних інвестиційних інструментах, що обертаються на РЦП. Однак зауважимо, що індивідуальні та корпоративні інвестори, не маючи можливостей, необхідних знань, а також часу для того, щоб ефективно розміщувати свої заощадження на РЦП шляхом прямого інвестування, потребують професійного управління їх коштами під час здійснення інвестиційного процесу, яке вони і отримують від інституційних інвесторів. «Створення сприятливого середовища для нагромадження фінансових ресурсів суб'єктами економіки та забезпечення функціонування ефективного механізму їх трансформації в інвестиції, як одне з важливих завдань державної інвестиційної політики, і покладається на інституційних інвесторів» [63]. Отже, «інституційний інвестор – це спеціалізований фінансовий посередник, який є юридичною особою, яка акумулює заощадження (кошти) індивідуальних та корпоративних інвесторів для подальшого їх інвестування на професійній основі в інтересах дрібних інвесторів з метою отримання доходу (прибутку) та збереження вартості колективних фінансових активів» [115, с. 48]. В Україні до них віднесено «інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, фонди банківського управління, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, – також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів» [215]. На нашу думку, це спонукає до розширення переліку посередників, які беруть участь в опосередкуванні інвестиційних процесів, зокрема із включенням до них НБУ, дилерів з ЦП і центрального клірингового контрагенту.

Зазначимо, що разом з вищезазначеним розмежуванням інвесторів за їх статусом на РЦП є група інвесторів, до складу якої, згідно з чинним законодавством України, входять кваліфіковані інвестори у фінансові інструменти – інвестори у фінансові інструменти, «які володіють вміннями, досвідом і знаннями в галузі ринків капіталу, достатніми для прийняття ними інвестиційних рішень з метою вчинення правочинів щодо фінансових інструментів» [209]. До них належать: «1) міжнародні фінансові організації; 2) іноземні держави та їх центральні банки; 3) держава Україна в особі уповноважених нею органів державної влади, НБУ; 4) професійні учасники ринку цінних паперів, банки та страхові компанії; 5) юридичні особи, зокрема створені за законодавством іншої держави, якщо вони відповідають принаймні двом з таких критеріїв: підсумок балансу становить не менше 20 млн євро по курсу НБУ станом на день останньої річної звітності; річний чистий дохід від реалізації товарів, робіт і послуг за останній фінансовий рік становить не менше 40 млн євро по курсу НБУ станом на день останньої річної звітності; власні кошти становлять не менше 2 мільйонів євро по курсу НБУ станом на день останньої річної звітності» [209].

Важливим кроком на шляху дослідження різних інвесторів, які діють на РЦП, є їх класифікація. На основі узагальнення думок українських та зарубіжних дослідників була узагальнена їх класифікація за найсуттєвішими ознаками, які інтерпретуються у різних особливостях реалізації інвестиційного процесу на РЦП (рис. В.1, додатка В).

Вагоме значення для жвавого та активного розвитку РЦП має посередницька діяльність з ЦП щодо одержання економічних вигод та/або підвищення вартості активів. Дохідність є значимою для притягнення на РЦП інтелектуального та інвестиційного капіталу і водночас для реалізації консалтингу та вивчення фінансів, компенсації ризиків під час первинної емісії ЦП. Цю функцію виконують інвестиційні фінансові посередники. Взаємодія між інвесторами й емітентами може здійснюватися шляхом прямого інвестування коштів у ЦП, тобто без допомоги посередників, та шляхом непрямого інвестування – за допомогою професійних учасників РЦП (рис. 1.5).



Рис. 1.5. Види професійної діяльності на РЦП України
Джерело: побудовано на основі [215; 212; 222].

Види професійної діяльності на РЦП визначені Законом України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» [215] (рис. 1.5). Професійні учасники РЦП опосередковують рух ЦП від емітентів до інвесторів, тобто забезпечують реалізацію інвестиційних процесів, а також забезпечують взаємозв'язок первинного і вторинного РЦП. Варто зауважити, що рух грошових потоків та ЦП у результаті реалізації інвестиційних процесів на первинному (вторинному) й організованому (неорганізованому) РЦП є досить варіативним. Так, інвестори можуть стати учасниками процесів, які здійснюються на сегментах РЦП, що були розглянені в п. 1.1, за умови наявності ЦП, що задовольняють їх

інвестиційні вимоги щодо дохідності, ліквідності, надійності та строку обігу. У будь-якому випадку інвестиційний процес на РЦП розпочинається із пропозиції ЦП емітентами, основною метою яких є отримання додаткових фінансових ресурсів. Узагальнено структуро-логічну схему здійснення інвестиційних процесів на первинному РЦП наведено на рис. 1.6.

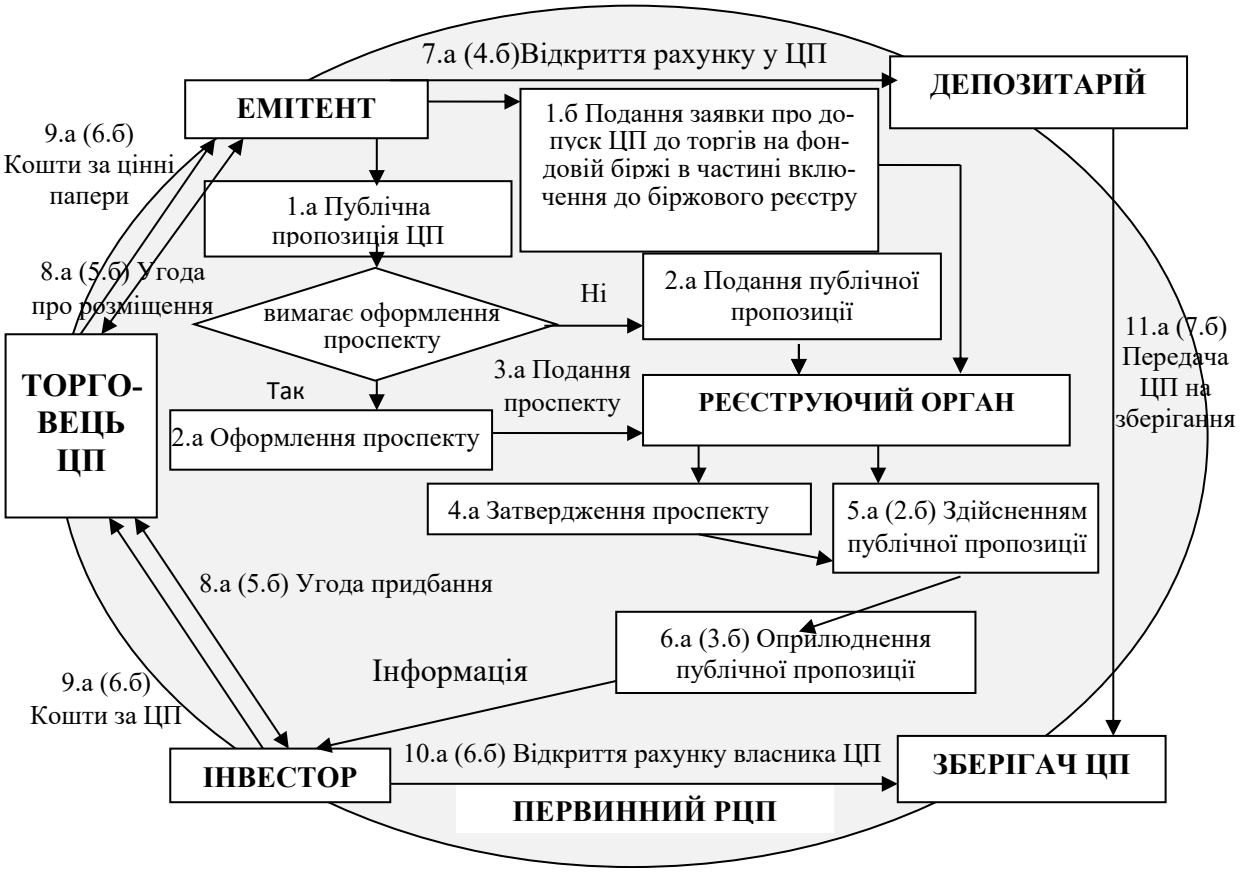


Рис. 1.6. Структуро-логічна схема реалізації інвестиційних процесів на первинному РЦП

Джерело: побудовано автором.

Організатори розміщення або інші професійні учасники РЦП здійснюють викуп ЦП емітента для подальшого перепродажу їх інвесторам на вторинному РЦП. Водночас учасниками інвестиційних процесів на вторинному ринку можуть бути власник ЦП (продавці), інвестор (покупці), торговець ЦП, організатор торгівлі (на біржовому РЦП), особи, які здійснюють клірингову діяльність, Центральний депозитарій, НБУ, зберігачі ЦП. Узагальнено структуро-логічну схему реалізації інвестиційних процесів на біржовому та позабіржовому РЦП наведено на рис. 1.7.

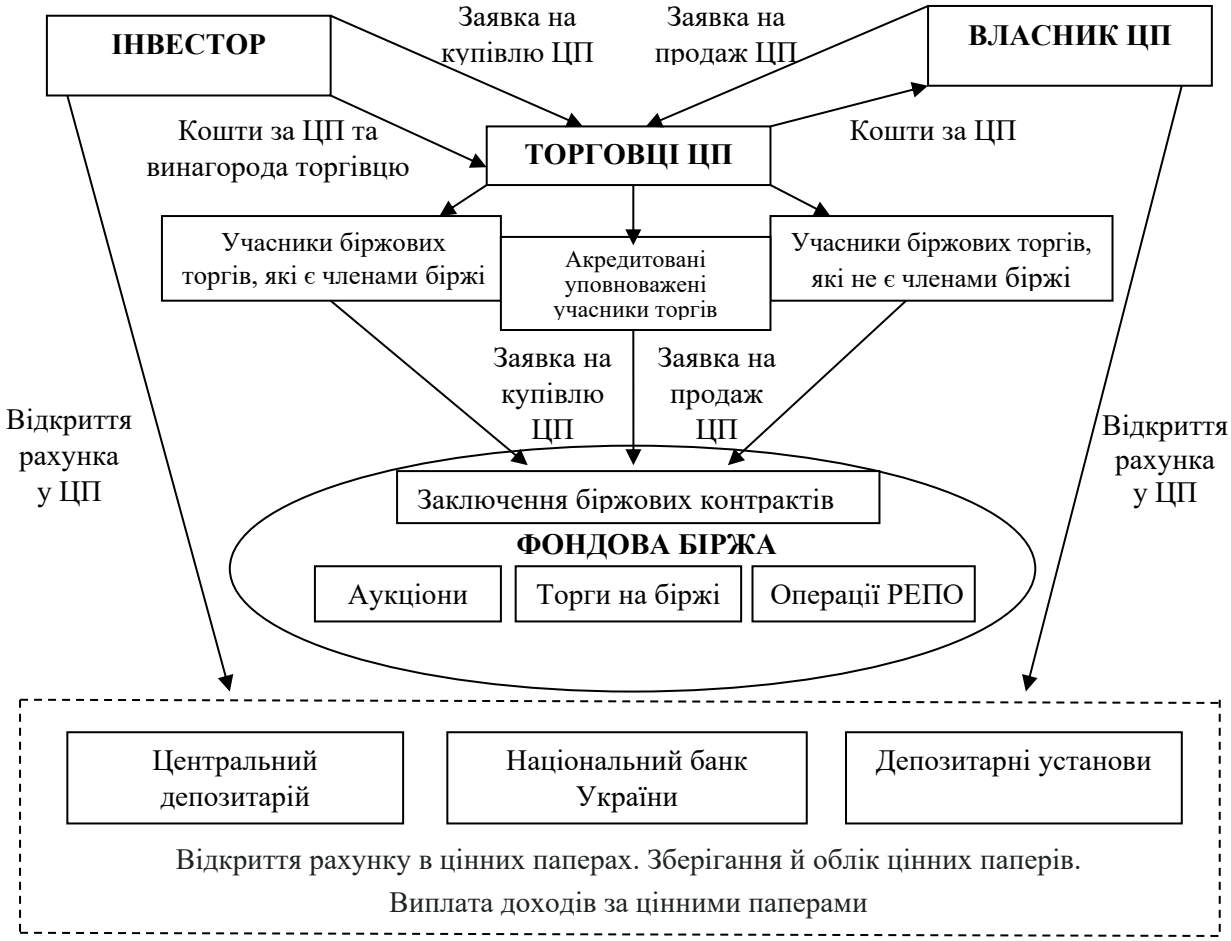


Рис. 1.7. Структуро-логічна схема реалізації інвестиційних процесів на біржовому (регульованому [організаційно оформленому]) РЦП

Джерело: побудовано автором.

Усі операції з ЦП контролюють регулятори в особі органів державного регулювання та СРО, а також обліковуються національними депозитаріями.

«Торгівля ЦП також може відбуватись і на багатосторонньому торговельному майданчику (далі – БТМ), який є багатосторонньою системою, що управляється оператором БТМ і у встановленому НКЦПФР порядку та згідно з визначеними таким оператором БТМ недискреційними правилами забезпечує взаємодію третіх сторін щодо купівлі-продажу фінансових інструментів (укладання деривативних контрактів), результатом чого є договори (контракти)» [212].

Особливостями здійснення інвестиційних процесів на БТМ чи на ОТМ є те, що діяльність з організації торгівлі на БТМ та діяльність з організації торгівлі на ОТМ може здійснюватися виключно оператором

БТМ чи ОТМ (інвестиційною фірмою, що отримала відповідну ліцензію на провадження діяльності торгівлі та/або з організації торгівлі ЦП на фондовому БТМ або діяльність з торгівлі та/або організації торгівлі облігаціями на ОТМ облігацій) (рис. 1.8).

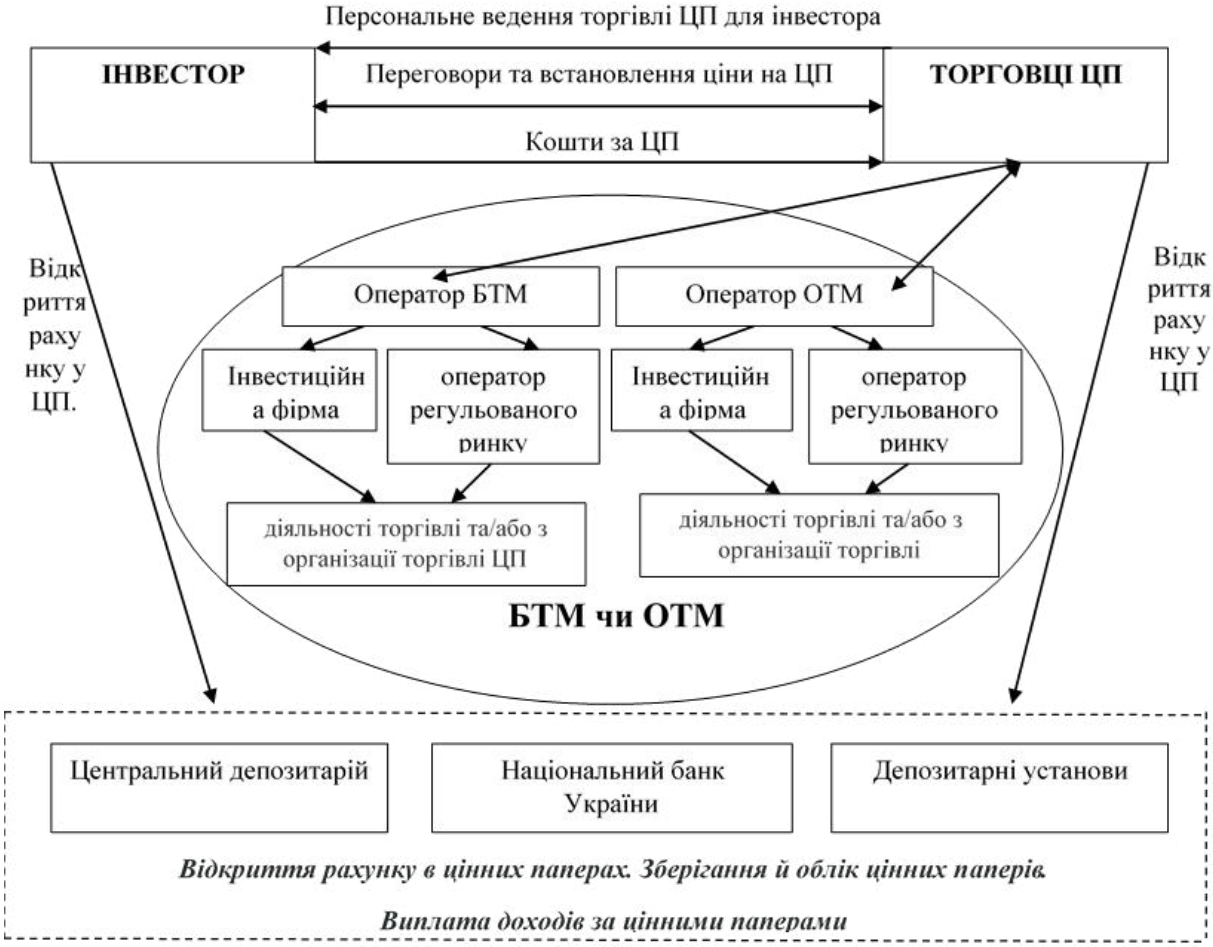


Рис. 1.8. Структуро-логічна схема здійснення інвестиційних процесів на багатосторонньому торговельному майданчику (БТМ) чи на організованому торговельному майданчику (ОТМ) РЦП

Джерело: побудовано автором.

Розвиток РЦП, ефективне управління інвестиційними процесами на ньому першочергово залежить від ефективного розподілу функцій між інститутами, що забезпечують реалізацію процесів інвестування, тобто від ефективності функціонування інфраструктури РЦП, яка, як будь-яка інфраструктура, є основою, підґрунтям, фундаментом системи, її внутрішньою будовою, що забезпечує цілісність [8, с. 40].

Аналіз економічної літератури показав, що інфраструктура РЦП науковцями розглядається саме з позиції того, що це саме ринкова інфраструктура, яка є комплексом інститутів, служб, компаній, установ, організацій, що забезпечують нормальний режим безперебійного

функціонування ринку цінних паперів, створюючи необхідні умови для обігу ЦП на біржовому та позабіржовому ринках, сприяючи укладанню угод щодо ЦП між учасниками ринку [8, с. 40; 60, с. 32], або, іншими словами, є системою установ і організацій, які забезпечують функціонування взаємозв'язків між інвесторами й емітентами на РЦП; оптимізує рух фінансових потоків і має забезпечуючий характер щодо економіки країни [79].

Отже, саме інфраструктура РЦП через свою гнучкість, яка характеризується швидким реагуванням на різні зміни зовнішнього та внутрішнього середовища ринку, забезпечує високу мобільність здійснення інвестиційних процесів. Вона є сполучною ланкою між інвестором і емітентом, забезпечуючи акумуляцію коштів інвесторів і направляючи фінансові потоки напридбання ЦП емітентів, що дають найбільшу прибутковість [79]. Водночас ця інфраструктура характеризується складністю, багатогранністю, варіативністю та неоднорідністю. Тому ряд дослідників сутності та складу інфраструктури РЦП виділяють у ній окремі (досить різні за призначенням та особливостями) функціональні елементи.

За результатами аналізу підходів до виокремлення окремих структурних елементів у інфраструктурі РЦП [60, с. 32–37; 79; 95, с. 6; 97, с. 68; 71, с. 83–84], на наше переконання, доцільним є розмежування інфраструктури РЦП залежно цільового спрямування на функціональну, посередницьку, регуляторну, інформаційно-консультативну, технічну (табл. В.1 і В.2 додатка В).

Варто зауважити, що оптимізаційне формування та ефективне функціонування інфраструктури РЦП: сприяє залученню та нагромадженню інвестиційних ресурсів громадян та організацій-підприємств; оптимізує вкладення національного та зарубіжного інвестиційного капіталу в економічні сфери країни та її регіонів; покращує механізм приватизації на її кінцевому етапі; збалансовує майнову зацікавленість держави (регіонів), колективних та індивідуальних інвесторів у процесі операцій з ЦП; економить операційні витрати суспільства та спрощує взаєморозрахунки компаній; покращує якість управління; формує сприятливе середовище для входження держави (регіонів) у міжнародний економічний простір шляхом прийняття міжнародних принципів та нормативів функціонування РЦП.

У підсумку це дає змогу визначити РЦП як частини фінансового ринку, зокрема ринку капіталу, що є системою економічно-правових відносин щодо емісії, обігу та обліку ЦП, пов'язану з перерозподілом грошових ресурсів між емітентами, інвесторами та професійними учасниками на основі співвідношення попиту та пропозиції ЦП за відповідної інфраструктурної підтримки.

Отже, прийняття інвесторами на РЦП ефективних інвестиційних рішень великою мірою залежить від вміння аналізувати РЦП, а також від того, наскільки ефективно здійснюється інвестиційний процес, який оптимізується злагодженою роботою окремих складових елементів інфраструктури РЦП та ефективним їх функціонуванням. Прийняття інвесторами правильних інвестиційних рішень не тільки підвищує ефекти від вкладення інвестиційних ресурсів у ЦП, а й оптимізує інвестиційні процеси на РЦП та в державі загалом.

Висновки до розділу І

1. Фінансовий ринок складається з кредитного, грошового ринків і ринку пайових цінних паперів. При цьому РЦП становить лише їх частину. Разом з ринком деривативів і структурованих фінансових інструментів він складає ринок капіталу. Ринки цінних паперів можна класифікувати за різними ознаками, зокрема за інституційним розвитком, ефективністю, ступенем задоволення споживчих потреб, територіальним аспектом, способом розміщення та обігу ЦП, рівнем регулювання. Замість біржового і позабіржового ринку пропонується використовувати поняття організованого і позаорганізованого РЦП. Функції РЦП варто поділяти на загальноринкові та специфічні, що принципово відрізняють РЦП від інших. До специфічних функій віднесено: 1) інвестиційну; 2) інноваційну; 3) перерозподілу прав власності на капітал; 4) переміщення капіталу між сферами (видами діяльності); 5) перерозподілу ризиків, пов'язаних з інвестуванням; 6) фінансування державного бюджету (бюджетів органів влади різних рівнів) та ліквідація бюджетного дефіциту; 7) економії витрат обігу (скорочення операційних витрат з інвестування).

2. Інвестиції визначено як вкладення (розміщення) грошових ресурсів, майнових та інтелектуальних цінностей у різні види економічної діяльності або фінансові інструменти з певним рівнем ризику,

кінцевою метою якого є отримання прибутку (доходу) або збереження реальної вартості фінансових активів, що у підсумку може приводити до економічного, соціального або екологічного ефекту. Це дало змогу визначити інвестиції на РЦП як процес вкладення (розміщення) грошових коштів у ЦП з певним рівнем ризику, кінцевою метою якого є отримання доходу (прибутку) та/або зростання реальної вартості фінансових активів, що формується під дією таких параметрів, як надійність, ліквідність і термін такого вкладання (розміщення).

3. Інвестиційну діяльність та інвестиційний процес потрібно розглядати як дві сторони одного цілого, які мають певні особливості прояву та взаємозв'язку. Такі особливості прояву та взаємозв'язку диференціюються залежно від ієрархічних рівнів економіки, в межах яких здійснюється інвестування – мега-, мезо та мікрорівень. Інвестиційний процес і інвестиційна діяльність на мікро- та мезорівнях уособлюються у макроекономічному інвестиційному процесі, що є результатом інвестиційної діяльності корпорацій чи домогосподарств.

4. Інвестиційним процесом є сукупність послідовних і взаємопов'язаних трансформацій, що здійснюються у результаті прийняття інвестиційних рішень інвесторами (зокрема, за допомогою учасників) щодо вкладення (розміщення) грошових ресурсів, майнових та інтелектуальних цінностей у різні види економічної діяльності або фінансові інструменти з певним рівнем ризику, кінцевою метою яких є отримання прибутку (доходу) та/або зростання вартості капіталу, що у підсумку може привести до економічного, соціального або екологічного ефекту. З огляду на сутність РЦП, особливості його функціонування і принципи уможливлюється виокремлення такого поняття, як «інвестиційний процес на РЦП», під яким варто розуміти сукупність послідовних і взаємопов'язаних трансформацій, які здійснюються у результаті прийняття інвестиційних рішень щодо вкладання (розміщення) грошових коштів у ЦП з певним рівнем ризику, кінцевою метою якого є отримання доходу (прибутку) та/або зростання реальної вартості фінансових активів, що формується під дією таких параметрів, як надійність, ліквідність і термін такого вкладання (розміщення).

5. До основних груп інвестиційних цінних паперів варто віднести лише ті фінансові інструменти, які забезпечуватимуть реалізацію інвестиційних цілей у вигляді відсотків, дивідендів, курсової різниці та/або зростання вартості капіталу, зокрема: 1) пайові цінні папери; 2) боргові

цінні папери (за виключенням векселів); 3) іпотечні цінні папери у вигляді іпотечних облігацій. Це дало підстави ввести поняття інвестиційного інструментарію на РЦП як сукупності фінансових інструментів, що засвідчують вкладення коштів у пайові, боргові та іпотечні цінні папери, зокрема іпотечні облігації, та дають власнику право на одержання певної суми грошей або засвідчують майнове володіння у встановленому порядку.

6. Визначено важливу роль інституційного інвестора, який є інвестиційним фінансовим посередником, який акумулює фінансові ресурси фізичних і юридичних осіб із наступною їх диверсифікацією в інструменти фінансового ринку, зокрема ринку цінних паперів, з метою реалізації інвестиційних цілей – отримання прибутку та/або зростання вартості капіталу, що формується під дією таких параметрів, як надійність, ліквідність і термін такого вкладання (розміщення).

7. Рух грошових потоків і ЦП у результаті реалізації інвестиційних процесів на первинному та вторинному РЦП є досить варіативним, а оптимізацію цього руху забезпечує інфраструктура РЦП. Ефективному функціонуванню учасників РЦП сприяє інфраструктура, яку варто розглядати в розрізі таких основних складових елементів: функціональна (організатори торгівлі); посередницька (торгівці цінними паперами); регуляторна (органи державної влади, нормативно-правова база, СРО); інформаційно-консультативна (ЗМІ, інформаційні, рекламні, консалтингові та консультаційні компанії, мережа «Інтернет», інформаційні агенти РЦП); технічна (депозитарії, депозитарні установи, розрахункові центри, клірингові системи, депозитарії банків та бірж; технологічні платформи, лінії передачі інформації та здійснення розрахунків у режимі онлайн, управління грошовими потоками і ЦП клієнта, застосування мережі «Інтернет», телефонного зв'язку). Це дало змогу визначити РЦП як частину фінансового ринку, зокрема ринку капіталу, що є системою економічно-правових відносин щодо емісії, обігу й обліку ЦП, пов'язану з перерозподілом грошових ресурсів між емітентами, інвесторами та професійними учасниками на основі співвідношення попиту і пропозиції ЦП за відповідної інфраструктурної підтримки.

РОЗДІЛ ІІ
ПРАКТИКА РЕАЛІЗАЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

2.1. Інституційне забезпечення реалізації інвестиційних процесів на РЦП

Розвиток та ефективність РЦП першочергово залежать від ефективного регулювання інвестиційних процесів, які здійснюються на ньому, що здатне забезпечити ефективну трансформацію інвестиційних ресурсів, що є в економіці, в інвестиції через інвестиційний інструментарій РЦП. Саме наявність суб'єктно скоординованого ефективного регулювання, спроможного організовувати інвестиційні процеси на ринку, налагоджувати діяльність та взаємозв'язки між державою та усіма учасниками РЦП, уможливлює злагоджене функціонування як РЦП загалом, так і його окремих суб'єктів. Без ефективного регулювання організації інвестиційних процесів розвиток РЦП не буде благом, а лише хаосом.

Життєво важливими для реалізації інвестиційних процесів на РЦП є такі його забезпечення, як ресурсне, правове, нормативне, організаційне, інформаційне та технологічне (табл. 2.1). Водночас можна виокремити та інституційне забезпечення – систему державних (формальні правила) і недержавних (неформальні норми) органів-регуляторів, що забезпечує наявність необхідних для реалізації інвестиційних процесів на РЦП правових, нормативних, організаційних, ресурсних, інформаційних і технологічних умов.

Найважливішими елементами інституційного забезпечення інвестиційних процесів на РЦП є:

1. Правове забезпечення, до якого віднесено: Конституцію України, Господарський кодекс України, Цивільний кодекс України, національні класифікатори, зокрема інституційних секторів економіки і видів економічної діяльності, закони України «Про господарські товариства», «Про акціонерні товариства», «Про банки та банківську діяльність», «Про Національний банк України», «Про страхування», «Про інститути спільного інвестування», «Про недержавне пенсійне забезпечення», «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»,

Таблиця 2.1

Види забезпечення реалізації інвестиційних процесів на РЦП

№ з/п	Вид забезпечення	Характеристика
1	**2**	**3**
1.	Правове	Комплекс нормативно-правових актів та законів, що регулюють, підтримують, впорядковують та регламентують інвестиційну діяльність на РЦП. Правове забезпечення включає в себе розробку правових норм, інвестиційне законодавство, Конституцію, податкове законодавство, інші закони, постанови ВРУ, укази Президента, накази міністерств і відомств, статут юридичної особи, міжнародні угоди, місцеве регулювання тощо
2.	Нормативне	Розробка та наявність норм, правил, стандартів, інструкцій, методичних вказівок, методичних рекомендацій щодо інвестування в ЦП
3.	Організаційне	Комплекс заходів, що здійснюються суб'єктами організаційної структури РЦП задля організації інвестиційних процесів та функціонування РЦП в цілому. До таких заходів відносимо: ініціювання інвестиційного процесу; планування, прогнозування і реалізацію інвестиційного процесу; оцінку та підвищення ефективності інвестиційної діяльності; обґрунтування емісійної політики та вихід на фондові ринки; розробку основних напрямів інвестиційної політики; деталізацію інвестиційної стратегії шляхом розробки тактичних цілей інвестиційної діяльності; інвестиційний моніторинг; корекцію інвестиційної політики; управління інвестиційним процесом на РЦП; контроль результатів; антикризове регулювання; інституційну інфраструктуру РЦП, спеціалізовані виробники бланків РЦП тощо
4.	Ресурсне	Джерела інвестиційних коштів, дослідження важелів, факторів і умов мобілізації зазначених джерел. Джерелами інвестиційних ресурсів можуть бути самофінансування, акціонерний капітал, кредитування, безповоротне фінансування, державні інвестиції, кошти від приватизації, капіталізована частина прибутку підприємства, амортизаційний фонд, заощадження населення, заробітна плата, депозити банків, ресурси ІФ та ПФ, СК, кредитних спілок, іноземні інвестиції, кошти міжнародних фінансових організацій та установ тощо

Продовження таблиці 2.1

1	2	3
5.	Інформаційне	Сукупність форм та методів збору інформаційних даних, документів, електронних інформаційних джерел та суб'єктів, які є носіями необхідних економічної, комерційної, фінансової та іншої бази даних, що необхідна інвесторам та іншим учасникам РЦП. Інформаційне забезпечення включає звітні бухгалтерські та статистичні документи, спеціалізовану пресу, Інтернет сайти ПУ, аудиторські та консалтингові компанії, маркетингові компанії, інформаційні центри та агенства, спеціалізовані навчальні заклади, юридичні контори, рекламні агенства, семінари і курси професійної освіти. Також до інформаційного забезпечення належать методи спостереження за інвестиційними процесами на РЦП, аналізу ринку тощо
6.	Технологічне	Наявність відповідного програмного забезпечення високої якості у застосуванні високорозвинених комп'ютерних технологій та інших високотехнологічних продуктів, які сприятимуть і полегшуватимуть розвиток інвестиційних процесів на РЦП

Джерело: складено автором.

«Про депозитарну систему України», «Про інвестиційну діяльність», «Про режим іноземного інвестування», «Про холдингову діяльність», «Про державно-приватне партнерство» тощо. Останнім часом законопроєкти, що стосуються РЦП та інвестиційних процесів, подаються до Верховної Ради України з урахуванням найкращих нормативно-правових норм та стандартів, зокрема важливих актів європейського законодавства. До них можна віднести Рекомендації Міжнародної асоціації свопів та деривативів (ISDA), Директиву про ринки фінансових інструментів від 15.05.2014 (MiFID II) № 2014/65/ЄС, Регламент ЄС про ринки фінансових інструментів від 15.05.2014 (MiFIR) № 600/2014, Регламент про позабіржові похідні інструменти, центральних контрагентів і торгові репозитарії (EMIR) ЄС від 04.07.2014 № 648/2012 та інші.

2. Суб'єкти:

а) представницькі (ВРУ) та виконавчі (КМУ) органи влади;

б) підпорядковані представницьким та виконавчим органам влади органи у сфері інвестиційної діяльності на РЦП: Міністерство

фінансів України; Національний банк України; Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку; Державна служба фінансового моніторингу України; Державна податкова служба України; Антимонопольний комітет України; Фонд державного майна України;

в) консультативно-дорадчі органи при Президентові України: Дорадча міжнародна рада реформ; Координаційний центр з упровадження економічних реформ; Міжнародна дорадча рада; Національна інвестиційна рада України; Національна рада з питань антикорупційної політики; Національна рада реформ; Національна тристороння соціально-економічна рада; Національний антикорупційний комітет України;

г) професійні організації у галузі РЦП та інвестиційної діяльності, зокрема об'єднання професійних учасників (Українська асоціація інвестиційного бізнесу (УАІБ), Професійна асоціація учасників ринків капіталу та деривативів (ПАРД), Асоціація «Українські фондові торговці» та Асоціація з управління фінансами та інвестиціями) та саморегулівні організації (Українська асоціація інвестиційного бізнесу (УАІБ), Професійна асоціація учасників ринків капіталу та деривативів (ПАРД) та Асоціація «Українські фондові торговці»);

д) учасники РЦП, створені і внесені у відповідні реєстри регуляторів (розділ 1.3).

3. Розвиток інституційного середовища у сфері РЦП, що потребує заходів з активізації інвестиційної діяльності в Україні. Цьому сприятимуть:

а) дотримання міжнародних рекомендацій щодо інвестиційної діяльності: в галузі РЦП, які пропонують: IOSCO – для НКЦПФР; Базельський комітет з банківського нагляду (Basle Committee on Banking Supervision) і Basle III – для банківських установ; Міжнародна асоціація органів страхового нагляду (International Association of Insurance Supervisors – IAIS), Директива Європейського Парламенту та Ради від 25.12.09 № 2009/138/ЄСщодо здійснення діяльності зі страхування та перестрахування (Solvency II) – для страхових компаній як інституційних інвесторів; Міжнародна асоціація органів нагляду за державними пенсійними фондами (International Organization of Pension Supervisors – IOPS) – для пенсійних фондів як інституційних інвесторів;

б) державні програми і проєкти (Стратегія сталого ровзитку України до 2030 року; Стратегія розвитку фінансового сектору економіки України до 2025 року), а також реформи, зокрема «Поліпшення бізнес-клімату», «Реформа та розвиток фінансового сектору», «Боротьба з корупцією», «Захист права власності», «Реформа державного управління», «Розвиток електронних послуг», «Гідне пенсійне забезпечення» та інші.

Можна виділити і рівні регулювання інвестиційних процесів на РЦП, зокрема мезо-, макро, мікро- та саморегулювання. Мезорегулювання – це рівень міжнародного РЦП, де вибудовується комплекс методів та інструментів у галузі ІД. Щодо макрорегулювання, то у світовій практиці розрізняють такі його моделі:

– «основні функції виконують державні органи, тільки невелика частка повноважень делегується об'єднанням ПУ РЦП;

– більша частка компетенцій та повноважень передається СРО, якими керують професіонали у галузі РЦП, що переймаються питаннями авторитету своєї організації на ринку. Це означає, що саморегулівна модель управління може опиратися тільки на константні звичаї та традиційну бізнес-етику, що вироблена роками та практикою, на переговорних відносинах та домовленостях, що вимагають певного часу [233, с. 54].

До недавна було модним та популярним орієнтуватися на міжнародну практику регулювання РЦП розвинених країн світу, які за всіма характеристиками розвитку фінансового ринку та РЦП, зокрема, були в рейтингу перших. Та фінансова світова криза навчила, що нема досконалого підходу щодо регулювання та управління РЦП, оскільки негативних наслідків цієї кризи найсильніше зазнали саме міжнародні РЦП-лідери передових країн. Також потрібно завжди враховувати специфічні особливості певної країни, які зумовлені різним історичним чи політичним досвідом, економічним укладом чи менталітетом громадян різних країн. Але це не означає, що варто зневажати зарубіжну практику, навпаки, формування та становлення українського ринку цінних паперів відбувається в той час, коли у світі шляхом численних випробувань, експериментів, дій напрацьовано ефективні моделі управління та регулювання РЦП, які потрібно досліджувати, аналізувати, та певні елементи (а то й весь механізм) запозичувати для розвитку власного РЦП.

Найпоширенішими організаційними механізмами регулювання РЦП є американський та європейський підходи. Взірцевою вважається американська модель, в якій основна роль належить небанківським фінансовим установам, що перерозподіляють грошовий капітал. Ця модель стала результатом впровадження закону Гласса-Стігала, що значно лімітував інвестиційні можливості банківських установ на РЦП і водночас пришвидшив та активізував діяльність інших фінансових установ, а також сприяв утворенню інвестиційних банків, що надавали класичні банківські послуги. Але 2000 року всі лімітні обмеження були зняті новим законом Грема-Ліч Блайлі. І тепер американській моделі менеджменту РЦП притаманна активність комерційних банків у процесах інвестування на РЦП. На основі американської законодавчої бази створена японська модель організації РЦП, тому їх називають схожими (табл. Г.1 додатка Г).

Європейський підхід віддає перевагу банківським установам у перерозподілі інвестиційних потоків. Так склалося історично, оскільки перші банківські установи з'явилися саме в Європі. Європейські банки характеризуються значними показниками капіталізації, що дозволяє їм брати активну участь в інвестиційних процесах на РЦП. Попри те, що тенденції останніх років вказують на збільшення частки небанківських європейських фінансових установ, між американським та європейським підходами щодо здійснення регуляторної політики на РЦП простежується велика відмінність [146, с. 216].

Проаналізувавши зарубіжний та історичний досвід регулювання РЦП, важко зазначити, яка модель управління підходить Україні найбільше. Адже РЦП досить вразливі до дії суб'єктивних чинників, які притаманні економічним відносинам. На нашу думку, негативними є як надмірне саморегулювання РЦП (свідченням цього є фінансова криза 1929–1933 рр.), так і жорстке ДР РЦП (доказ – економічна криза 1973–1974 рр.). Зважаємо, що модель регулювання РЦП має бути змішаною – поєднувати як елементи ДР РЦП, так і елементи саморегулювання, але при цьому має бути вироблений такий механізм управління РЦП, який би їх збалансовував.

М. Кутузова пропонує такі розширені форми механізму регулювання сучасних РЦП країни, зокрема державне саморегулювання, біржове, міжнародне, громадське [145, с. 161]. Така думка має право на

існування, оскільки в сучасних умовах світової глобалізації посилилося регулювання РЦП з боку фондових бірж, міжнародних організацій, а також зросла увага до РЦП з боку домогосподарств, думки яких теж певною мірою, хоч і непрямо, впливають на розвиток РЦП. Зважаючи на нинішнє економічне становище України, ми схильні вважати, що на цьому етапі розвитку вітчизняного РЦП найважливішим суб'єктом, що має в своєму розпорядженні потрібні впливові важелі та інструменти керування і може вивести РЦП з інертного стану й модифікувати його, є держава.

Регуляторна політика України щодо РЦП «загрузла» в 90-х рр. НКЦПФР впродовж довгого часу виконувала тривіяльні функції реєстратора, будучи обмеженою в реалізації справжнього контролю та моніторингу за РЦП, виявилася неспроможною зашкодити правопорушенням з ЦП та здійснити реальний захист належних прав і інтересів інвесторів. Відгомін процесів роздержавлення через ЦП у 90-х рр., нерівномірний підхід щодо розсекречення інформації про емітентів ЦП, активи сумнівної якості, що обертаються на РЦП, недосконаліть організації торгів ЦП тощо – це неповний спектр проблем, які й досі притаманні українському РЦП [267].

РЦП вимагає трансформацій, очищення від фінансового хаосу, який вбачаємо в наявності фінансових махінацій на РЦП та значної кількості ЦП тих емітентів, які не мають ніякого зв'язку з виробничою діяльністю. Саме тому вважаємо, що трансформаційні процеси щодо українського РЦП насамперед треба розпочинати з кардинальної зміни підходів у сфері ДР РЦП, з активізації участі держави в процесах регулювання РЦП на початковому етапі, з поступовим подальшим переходом (щодо сформованості та стабільності зростаючих показників розвитку РЦП) на процеси дерегулювання ІП та автономного функціонування РЦП, рухаючись у сторону збільшення внутрішнього саморегулювання РЦП. Відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» «державне регулювання РЦП – здійснення державою комплексних заходів щодо упорядкування, контролю, нагляду за РЦП та їх похідних і запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері» [206]. Цим законодавчим актом регламентується ДР РЦП та контроль органів державної влади за емісією та обігом

інструментів РЦП та їх похідних в Україні, а також мета та форми їх здійснення (рис. Г.1 додатка Г).

Варто зазначити, що серед науковців немає однозначності щодо функцій ДР РЦП. Призначення ДР РЦП уособлюється у реалізації функцій, які виокремлюються різними вченими-економістами, зокрема: 1) регулятивна; 2) оперативно-управлінська; 3) контрольна. Однак у контексті державного регулювання вітчизняного РЦП та інвестиційних процесів на ньому, на нашу думку, вартим уваги є обов'язкове виділення таких функцій, як: а) розвиваюча, сутність якої полягає у здатності держави впливати на інвестиційні процеси РЦП та стимулювати розвиток РЦП; б) керуюча, сутність якої полягає у тому, що держава за допомогою набору певних інструментів, методів та важелів безпосередньо керує інвестиційними процесами та взаємовідносинами між їх учасниками на РЦП (рис. 2.1).

Ключовим елементом ДР РЦП має бути вироблення та реалізація дієвого механізму його функціонування, який передбачає визначення мети регулювання, суб'єктів її досягнення, конкретизації функцій регулювання, застосування принципів, методів, інструментів та важелів впливу на його суб'єктів задля забезпечення ефективного функціонування та розвитку ІП на РЦП. Структурну модель цього механізму зображено на рис. 2.2.

У результаті детального вивчення наукової літератури встановлено, що основною метою функціонування механізму державного регулювання та нагляду на РЦП має бути забезпечення належних сприятливих умов для функціонування РЦП та здійснення інвестиційних процесів на ньому, нагляду за додержанням суб'єктами РЦП законодавчо-правових норм, захисту інтересів інвесторів. Реалізація зазначеної мети забезпечується дією на РЦП державних регуляторів, які доцільно розподілити за такими категоріями державних регуляторів: суб'єктів прямого регулювання; суб'єктів непрямого регулювання; суб'єктів правоохоронної діяльності на РЦП.

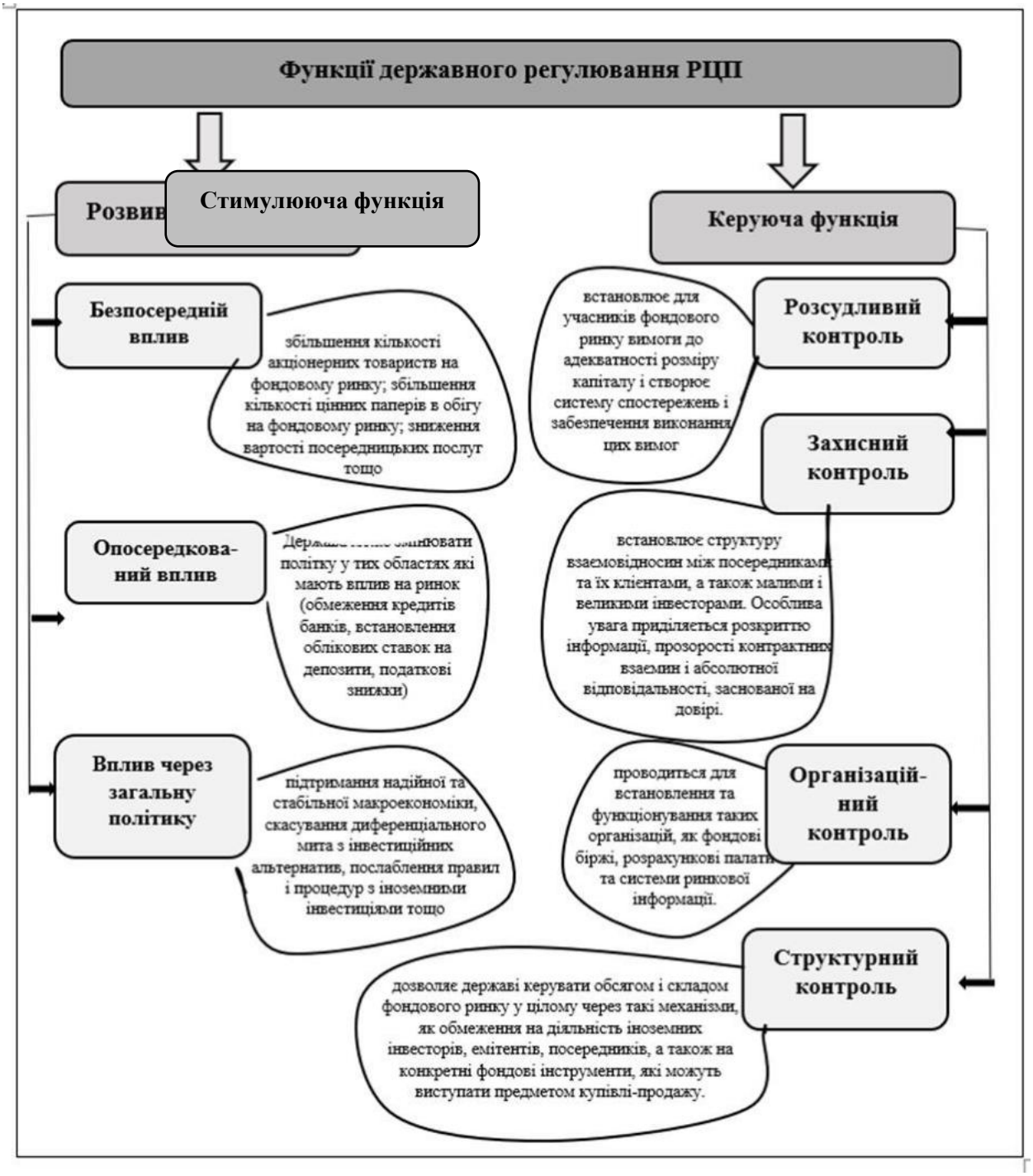


Рис. 2.1. Змістові домінанти стимулюючої і керуючої функцій ДР та нагляду у сфері ІП на РЦП

Джерело: побудовано на основі [145, с. 162–164].

Кожен з них здійснює регулювання РЦП відповідно до своїх компетенцій, а також використовує певний набір методів, інструментів та важелів впливу. Непрямі державні регулятори визначають загальну політику, стратегію та напрями розвитку

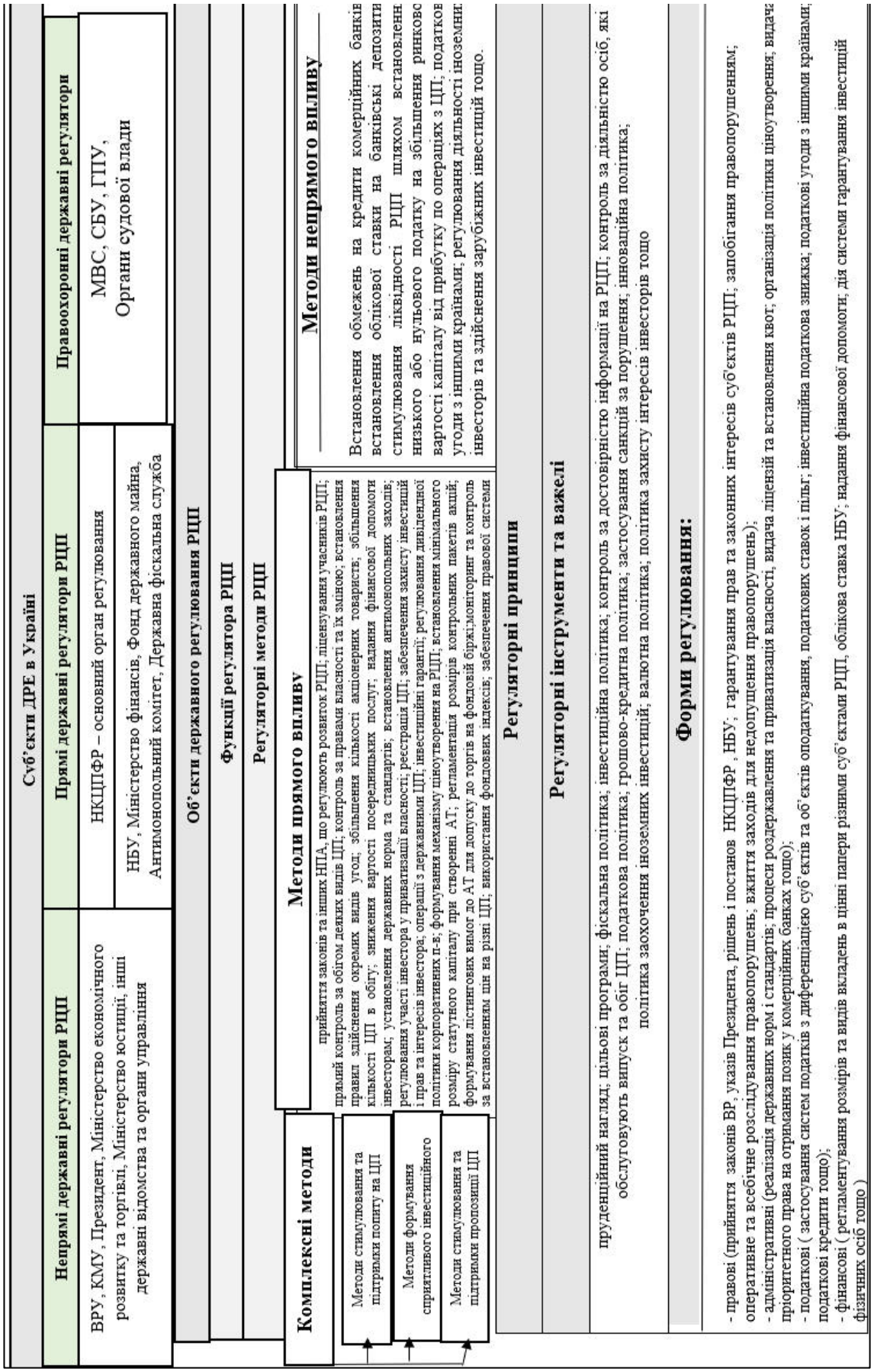


Рис. 2.2. Структурна модель механізму державного регулювання інвестиційними процесами на РЦП України

Джерело: побудовано автором.

РЦП формують законотворче та нормотворче забезпечення РЦП, здійснюють керування та контроль над прямими державними регуляторами РЦП.

Прямі державні регулятори РЦП безпосередньо реалізовують державну політику на РЦП, здійснюють ДР та контроль за реалізацією операцій з ЦП, регулювання, контроль і нагляд на РЦП в цілому, координують суб'єктів РЦП щодо діяльності в розрізі розвитку й функціонування РЦП, контролюють діяльність учасників РЦП відповідно до законодавчо визначених повноважень, реалізують правовий захист інтересів інвесторів тощо.

Правоохоронні державні регулятори, що втілюють правоохоронну функцію на РЦП, реалізують спеціальні функції контролю та моніторингу за додержанням учасниками РЦП чинного українського законодавства й правозастосування, а також здійснюють санкціоноване покарання за умов викриття правопорушень на ринку з ЦП.

В Україні державні регулятори часто втручаються у ті сфери, де їх присутність є зайвою, і не вживають дієвих заходів там, де вони вкрай необхідні. Водночас посилення дієздатності держави, її регулюючої функції багатьма цілком справедливо ототожнюється з неминучою бюрократизацією економічних відносин, зростанням влади чиновництва. Щоб уникнути подібних крайнощів, пасток як суцільної лібералізації, так і рецидивів тотального державного інтервенціонизму, необхідно знайти оптимальне поєднання національних систем регулювання економіки з її ринковою саморегуляцією, глобальними регуляторами та механізмами координації господарського життя суспільства.

Вважаємо, що однією із причин недосконалості державного регулювання інвестиційних процесів на РЦП в Україні є надмірна кількість державних регуляторів, у діяльності яких прослідковується дублювання певних повноважень та функцій щодо регулювання та контролю за РЦП. А це зі свого боку призводить до непорозуміння між органами ДР РЦП. Має бути законодавчо прописаний чіткий поділ повноважень і компетенцій між спеціально уповноваженими органами управління, а також зменшена кількість державних регуляторів, а, можливо, і створення єдиного мегарегулятора РЦП.

Відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» функції ДР РЦП в Україні покладено на НКЦПФР [206]. Цей державний регулятор має реалізовувати інвестиційну функцію РЦП через: формування належних умов ефективного

розвитку ІП на РЦП; забезпечення інвестиційним капіталом економічних дефіцитів країни через побудову та впровадження якісного механізму накопичення, поділу та трансформацію інвестиційних ресурсів від суб'єктів, які мають вільний інвестиційний ресурс у надлишку, до осіб, які потребують інвестицій для розвитку й розбудови власного бізнесу; формування сприятливого середовища для активізації та посилення стану українських інвесторів; гарантування та правовий захист інтересів інвесторів [174].

Надважливим завданням НКЦПФР щодо розвикту та регулювання РЦП є формування досконалої законодавчої бази в галузі корпоративного менеджменту, ринків капіталу, послуг на РЦП та фінансовому ринку. У цьому напрямі 2019 року НКЦПФР було розроблено 20 нормативно-законодавчих проєктів і реалізовано супровід та держреєстрацію в Міністерстві юстиції України 16 законодавчих актів, які регламентують діяльність ПФУ РЦП [174].

Розглядаючи функціональні особливості механізму ДР ІП на РЦП, важливим є різноваріантне застосування регуляторних методів, які варто розглядати з позицій прямого, непрямого та змішаного (комплексного) впливу на РЦП.

До методів прямого регуляторного впливу на РЦП належать: прийняття законів та інших НПА щодо регулювання ІП на РЦП; ліцензування суб'єктів та їх діяльності на РЦП; пряме контролювання за обігом деяких груп ЦП; контроль за правами власності та їх зміною; встановлення правил реалізації певних видів договорів; збільшення кількості акціонерних товариств; збільшення кількості ЦП в обігу; зниження вартості посередницьких послуг; надання фінансової допомоги інвесторам; установлення державних норм, правил та стандартів; реалізацію антимонопольних дій; координацію та контроль участі інвестора у приватизаціних процесах; реєстрацію ЦП; забезпечення захисту інвестицій і прав та інтересів інвестора; операції з державними ЦП; інвестиційні гарантії; регулювання дивідендної політики підприємств; формування механізму ціноутворення на РЦП; встановлення мінімального розміру статутного капіталу при створенні АТ; регламентацію розмірів контрольних пакетів акцій; визначення правил щодо проходження лістингу АТ на біржі; моніторинг за встановленням цін на різні інвестиційні інструменти РЦП; застосування фондових індикаторів; побудову ефективного механізму правового захисту інтересів інвесторів тощо.

Методами непрямої регуляторної дії на РЦП є: стимулювання ліквідності РЦП шляхом зменшення податкового навантаження чи введення нульового податку на зростання ринкової вартості капіталу від дохідності по операціях з ЦП; податкові угоди з іншими країнами; регулювання діяльності іноземних інвесторів та здійснення зарубіжних інвестицій; сприяння розвиткові інновацій тощо.

Щодо змішаних (комплексних) методів регулювання РЦП, то вони узагальнюють такі групи методів, як: методи стимулювання та підтримки попиту на ЦП; методи створення сприятливого інвестиційного клімату на РЦП; методи стимулювання та підтримки пропозиції ЦП.

Важливим і актуальним питанням у розрізі створення ефективного управління вітчизняного РЦП, у частині саморегулювання, правозастосування, а також співробітництва в регулюванні є дотримання регулятором принципів IOSCO (рис. Г.2 додатка Г), що є найавторитетнішою організацією та наддержавним регулятором РЦП, об'єднуючи більше 190 держав світу.

Ці міжнародні базові принципи є орієнтиром для: здійснення регуляторної політики на РЦП; регулювання відносин з фінансовими посередниками, які діють на ринках; емітентів ЦП; консалтингових юридичних осіб, що надають інвесторам аналітичні або оціночні послуги, таких як кредитні рейтингові агентства; управління та функціонування інститутів спільного інвестування.

Принципи IOSCO є міжнародним спільним домовленням з приводу ефективних інструментів та важелів впливу на РЦП, які включають: пруденційний моніторинг та контролінг; стратегічні програми; інвестиційну політику; нагляд за прозорістю та правдивістю інформації на РЦП; контролінг за дотриманням правил та обігу ЦП; політику оподаткування; фіскальну політику; грошово-кредитну політику; покарання за правопорушення; санкціоноване покарання за порушення; інноваційну політику; політику заохочення іноземних інвестицій; валютну політику; політику захисту інтересів інвесторів тощо.

Найбільш поширеним розглядом інструментів і важелів ДР РЦП є узагальнений їх перелік. З огляду на означені вище позицій розмежування як суб'єктів державного регулювання, так і їх регуляторно-функціонального впливу на об'єкти регулювання вважаємо, що інструменти та важелі державного регулювання повинні бути конкретизовані

саме за напрямами їх дії. Такими напрямами дії є, зокрема, такі інструменти та важелі:

1) правові – прийняття законів ВРУ, указів Президента, рішень і постанов НКЦПФР, НБУ; гарантування прав та законних інтересів суб'єктів РЦП; запобігання правопорушенням; оперативне та всебічне розслідування правопорушень; вжиття заходів для недопущення правопорушень;

2) адміністративні – впровадження державних норм і стандартів; роздержавлення та приватизація власності, ліцензування та квотування; проведення політики ціноутворення; надання пріоритетного права на одержання короткострокових і довгострокових позик у комерційних банках тощо;

3) податкові – застосування систем оподаткування з розподілом суб'єктів та об'єктів оподаткування, податкових ставок і пільг; інвестиційна податкова знижка; податкові договори із зарубіжними країнами; податкові кредити тощо;

4) фінансові – регламентування розмірів та видів вкладень в цінні папери різними суб'єктами РЦП, облікова ставка НБУ; надання фінансової допомоги; дія системи гарантування інвестицій фізичних осіб тощо.

В умовах сьогодення особливо гостро стоїть питання державного забезпечення гарантій відшкодування збитків інвесторів на РЦП. Адже акумулювання вільних фінансових ресурсів та подальша їх трансформація в інвестиції, яка здійснюється через інвестиційні процеси на РЦП, супроводжуються різноманітними ризиками втрати як доходу від інвестицій, так і вкладеного капіталу. При цьому для інфраструктури захисту інвесторів на РЦП об'єктом захисту повинен бути не інвестиційний ризик, тобто збитки від коливання цін, а втрати через зловживання та шахрайства зі сторони інституційних інвесторів, професійних учасників ринку тощо. У зв'язку з цим існуюча на сьогодні система заходів щодо забезпечення захисту інтересів інвесторів повинна включати певну компенсаційну схему (механізм, фонд) захисту інвесторів, про що наголошується багатьма вітчизняними вченими-економістами [61; 105; 110; 296].

Можливі дві варіації створення страхових схем відшкодування та захисту інвесторських прав та інтересів:

1) забезпечення відшкодування інвестиційних втрат за власний кошт СРО із фондів, що включають внески на основі взаємної професійної відповідальності. Компенсаційні виплати з цих фондів здійснює

керівництво СРО у разі, якщо інвестор постраждав від дій одного з членів організації;

2) забезпечення відшкодування інвестиційних втрат усім клієнтам професійних суб'єктів РЦП шляхом побудови загальнодержавної системи гарантування майнових прав та інтересів інвесторів на основі єдиних та однакових для усіх принципах. Керівництво фондом має реалізовуватися недержавною неприбутковою організацією, що повинна розробити правила щодо компенсацій і здійснення компенсаційних виплат клієнтам-інвесторам, що постраждали [296, с. 63]. Це уможливлює уніфікацію правових засад здійснення компенсаційних відшкодувань клієнтам-інвесторам усіх професійних суб'єктів РЦП. Потрібно зазначитити, що у багатьох іноземних державах уже напрацьована практика щодо створення та діяльності подібних фондів компенсації.

В Україні ще 2011 року було подано на розгляд Верховної Ради Украни законопроєкт «Про Фонд гарантування інвестицій на фондовому ринку» [214] та 2013 року – законопроєкт «Про систему гарантування інвестицій фізичних осіб на фондовому ринку» [213], однак проєкти залишилис проєктами. Тому вважаємо вкрай важливим впровадження компенсаційних інструментів у практику регулювання РЦП, за допомогою яких будуть проводитися компенсації інвесторам при неможливості виконання або не доброчесного виконання професійними учасниками своїх зобов'язань, анулювання їх ліцензії чи банкрутства.

З вищевикладеного можна зробити висновок про те, що функціонування механізму державного регулювання РЦП, в якому вбачаємо взаємопов'язану систему структурних складових, якими є цілі, завдання, принципи, функції, суб'єкти й об'єкти, методи, форми, інструменти та важелі державного регулювання РЦП, які у своїй взаємодії та взаємозв'язку обумовлюють ефективне здійснення інвестиційних процесів на РЦП та розвиток цього ринку, повинен забезпечувати єдність інтересів як учасників інвестиційних процесів на РЦП (емітентів, інвесторів, інститутів інфраструктури ринку тощо), так і суб'єктів регулювання РЦП (державного і внутрішньоринкового рівнів).

Отже, макрорегулювання та нагляд в Україні реалізується насамперед НКЦПФР і НБУ. Мікрорівень представлений учасниками РЦП, які мають властиві специфіці своєї діяльності інтереси. Основні підходи щодо макро- та мікрорегулювання у сфері РЦП та інвестиційних процесів навели у табл. Г.2 додатка Г.

Для побудови ефективної системи регулювання та контролю на РЦП за пропозицією НКЦПФР було утворено, як зазначалось вище, об'єднання ПУ (Українська асоціація інвестиційного бізнесу [УАІБ], Професійна асоціація учасників ринків капіталу та деривативів [ПАРД], Асоціація «Українські фондові торговці» та Асоціація з управління фінансами та інвестиціями) та саморегулівні організації (Українська асоціація інвестиційного бізнесу [УАІБ], Професійна асоціація учасників ринків капіталу та деривативів [ПАРД] та Асоціація «Українські фондові торговці»). ОПУ і СРО є тими інститутами РЦП, які створюють доповнюючі механізми для розвитку інших учасників через запровадження однакових для всіх правил і стандартів поведінки й діяльності, а також системного вирішення проблемних питань, враховуючи при цьому думки усіх учасників. Саморегулювання опирається на формально визначені «правила поведінки» для суб'єктів РЦП, що фіксуються у визначених документах і включають, по-перше, певні санкції за недотримання цих «правил гри», по-друге, механізми вирішення суперечностей між учасниками РЦП. Отже, функціонування ОПУ і СРО є економічно доцільним, оскільки вони сприяють ефективності дотримання правил і звільняють державні органи від тягаря нагляду.

Наразі важливим є вплив самого інституційного забезпечення розвитку інвестиційних процесів на формування українського РЦП.

2.2. Становлення та тенденції розвитку інвестиційних процесів і ринку цінних паперів

Якщо в розвинених країнах світу розбудова РЦП відбувалася природнім шляхом у результаті процвітання економіки цих країн, шляхом підсилення процесів концентрації та централізації капіталу, то український РЦП зароджувався та формувався у несприятливому соціально-економічному середовищі, за обмеженої кількості, а то й взагалі за відсутності як учасників інвестиційних процесів, так і вільних коштів у них, тобто інвестиційних ресурсів.

Варто зауважити, що роль РЦП в інвестиційних процесах визначається певними історичними умовами його формування у тій чи іншій країні, зокрема і в Україні. Узагальнено розглядаючи ретроспективу РЦП в Україні, визначається той факт, що довгий час в нашій країні недооцінювалися роль та значення цього ринку, адже першочергово він, не маючи відповідної інфраструктури, використовувався лише як механізм для

здійснення приватизаційних процесів у країні. Звичайно, сьогодні український РЦП є динамічним ринком, що має певну архітектуру сформованості та потенціал для розвитку. Виявлення особливостей функціонування РЦП в Україні та здійснення інвестиційних процесів на ньому, на нашу думку, є можливим на основі дослідження історичних передумов формування та періодизації розвитку цього ринку. Аналіз економічної літератури щодо підходів науковців до виокремлення віх розвитку РЦП України доводить, що авторами розглядається різна етапність проходження цього процесу саме за кількістю етапів (рис. 2.3), а саме: 3 етапи [50]; 4 етапи [178]; 5 етапів [56; 176, с. 35; 223; 12; 124]; 6 етапів [103].

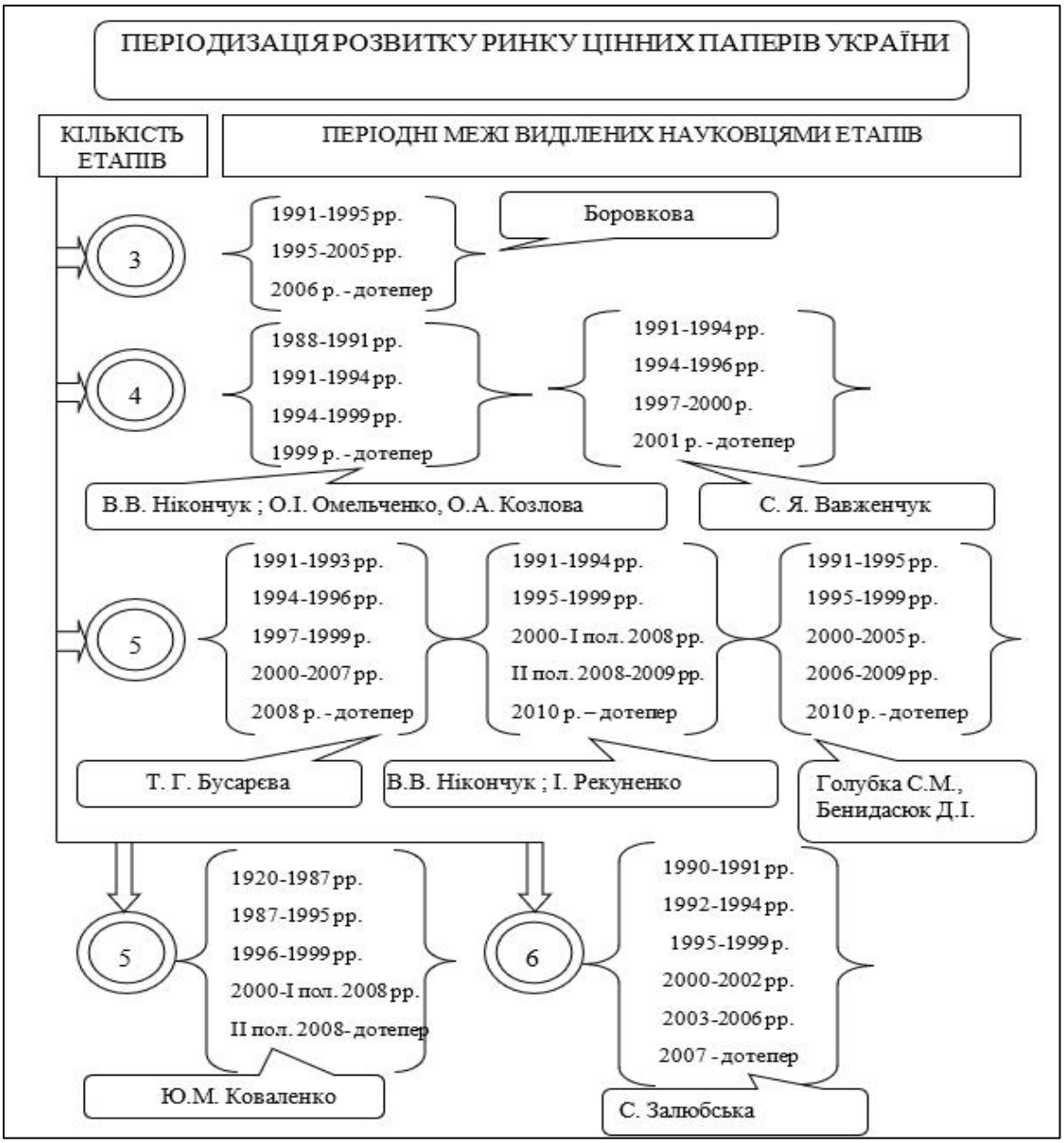


Рис. 2.3. Підходи до періодизації розвитку РЦП України, що виокремлюються вченими-економістами

Джерело: побудовано на основі [50; 178; 56; 176, с. 35; 223; 12; 124; 103].

При цьому варто зазначити, що всі етапи, які виокремлюються науковцями, по-різному ними характеризуються (зустрічаються різні періодні межі етапів, тобто їх роки; конкретизуються різні законодавчо-нормативні основи функціонування РЦП в однакових за періодними межами етапах тощо).

Маючи на меті нашого дослідження проведення аналізу тенденцій розвитку РЦП як системи економіко-правових відносин щодо емісії, обігу та обліку ЦП, пов'язану з перерозподілом грошових ресурсів між емітентами, інвесторами та професійними учасниками на основі співвідношення попиту та пропозиції ЦП та інфраструктурної підтримки, а також аналізу розвитку РЦП як основи ефективного здійснення інвестиційних процесів в Україні, вважаємо, що саме в такому ракурсі необхідно й доцільно дослідити не тільки законодавчі ініціативи, а й трансформаційні зміни у функціонуванні національного РЦП від самого початку його становлення.

Періодизація становлення й розвитку РЦП відбувається завдяки розмежуванню та розподілу на етапи розвитку за спільними характеристиками та ознаками, які притаманні певному періоду розвитку РЦП, шляхом аналізу динаміки функціонування ринку як такого та здійснення інвестиційних процесів на ньому, дослідження розвитку законодавчого нормотворення щодо регулювання РЦП, вивчення соціально-економічних і політичних передумов та умов розвитку тощо.

Починаючи говорити про етапи становлення та розвитку вітчизняного РЦП, вважаємо неправильним ігнорування багатьма дослідниками історичних передумов зародження ринку в Україні. Адже появі та розвитку українського РЦП передував і водночас, на нашу думку, заважав адміністративно-командний характер управління економікою держави у 1920–1990-их рр. Це період в історії України, коли про РЦП і не йшлося, оскільки в той час панувала комуністична ідеологія, згідно з якою ринкова економіка асоціювалася з хаосом, нестабільністю, а ринки вважалися такими, що спричиняють інфляції, зростання безробіття, а також не можуть правильно і справедливо розподіляти прибутки. Усі ресурси країни знаходилися у державній власності. Цілком очевидно, що при такому підході РЦП в межах нинішньої України, як і на континентах усіх пострадянських країн, був «невідомим» та «закритим» явищем. Наприкінці 80-х років XX ст. почався процес привласнення державних підприємств, з'являлася велика кількість шахрайських ринкових структур,

операцій з надвисоким рівнем ризику, тотальним порушенням та відсутністю захисту прав інвесторів, спеціалізовані фінансові установи були великою рідкістю та відзначалися нестабільністю функціонування. Надзвичайно обмежене коло фінансових інструментів, неконтрольована інфляція у країні, надзвичайно низька ліквідність інструментів фінансового ринку – все це обмежувало розвиток ринку цінних паперів в Україні. Та все ж кінець 1980-х рр. ознаменувався правовим дозволом щодо емісії акцій підприємствами, а також появою спеціального відділу Держбанку СРСР, що здійснював управління цінними паперами. Першою спробою емісії акцій, що зазнала великої критики, був випуск акцій Львівського ВО «Електрон». Після «Електрон» були здійснені випуски акцій ще ряду вітчизняних підприємств, таких як Львівське ВО «Конвеєр», Київське ВО «Червоний гумовик» та ін. Звичайно, ефективної емісії ЦП у той період і не могло бути, оскільки організованого РЦП тоді просто не було, як не було і жодного якісного законодавчого акта, в якому б регламентувалися питання щодо ефективного регулювання та функціонування організованого ринку. Цей період ознаменувався поспішним прийняттям ряду недосконалих законодавчих актів щодо емісії ЦП різними підприємствами та організаціями, що призвело до хаосу в інвестиційних процесах на РЦП, а також зрівняло акції з такими фінансовими інструментами того періоду, як кредитні квитки участі. Хоч ці спроби емісії ЦП у подальшому й не набули розвитку, зазнали кризи, були безперспективними та недосконалими, та все ж це були перші «зародки» РЦП в Україні та перші сходинки на шляху його формування.

Передумовою та потужним стимулом щодо формування РЦП була активна поява товарно-сировинних бірж наприкінці 80-х – початку 90-х років XX ст., що стало наслідком переходу від адміністративно-командного управління економікою до ринково-орієнтованої економіки. «Економічні перетворення, які сталися за цим та були спрямовані на приватизацію й акціонування державної власності, поставили завдання системного підходу до формування ринку цінних паперів як у цілому в Україні, так і в окремих регіонах» [5].

Відсутність компетентних органів державного управління в галузі РЦП, стратегічної програми та напрямів розвитку РЦП стало причиною дезорієнтованого формування й функціонування фінансових установ та інститутів, хибного та хаотичного слідування вказівкам, пропозиціям та консультаціям прибічників різних підходів щодо побудови вітчизняного РЦП. Усе це пояснює колізії та недосконалості законодавчого

процесу щодо забезпечення розвитку РЦП, оскільки впродовж цього періоду затверджувалися законодавчі акти, що часто суперечили один одному за змістом.

Саме тому, зважаючи на все вищезазначене, пропонуємо виділити період 1920–1990 рр. в окремий етап «планова економіка та передумови зародження РЦП в Україні», оскільки всі події того історичного періоду хоч і непрямо, але наклали свій «відбиток» на подальший розвиток фінансової сфери України в цілому та на розвиток РЦП, зокрема, і стали тими передумовами, що зумовили зародження РЦП та заклали майбутній характер процесів на вітчизняному РЦП.

Другий етап – активізація процесів приватизації та роздержавлення в Україні через випуск інструментів РЦП (1991 р. – початок 1995 р.).

Саме 1991 року, здобувши статус незалежної, Україна як спадкоємниця соціалістичного укладу розпочала побудову власного РЦП. Етап виходу України з СРСР збігся з періодом, коли активно почали створюватися акціонерні та фінансові фірми, що збирали кошти громадян під емісію власних ЦП.

Основними інструментами, емісія яких здійснювалася у той період розвитку РЦП, були акції, державні облігації, казначейські зобов'язання та ощадні сертифікати. Дослідження динаміки емісії інвестиційних ЦП на РЦП з 1991 року і дотепер демонструють нам той факт, що цей перелік ЦП є основним у процесах емісії на РЦП упродовж усіх років незалежності України і навіть сьогодні є актуальним (рис. 2.4).

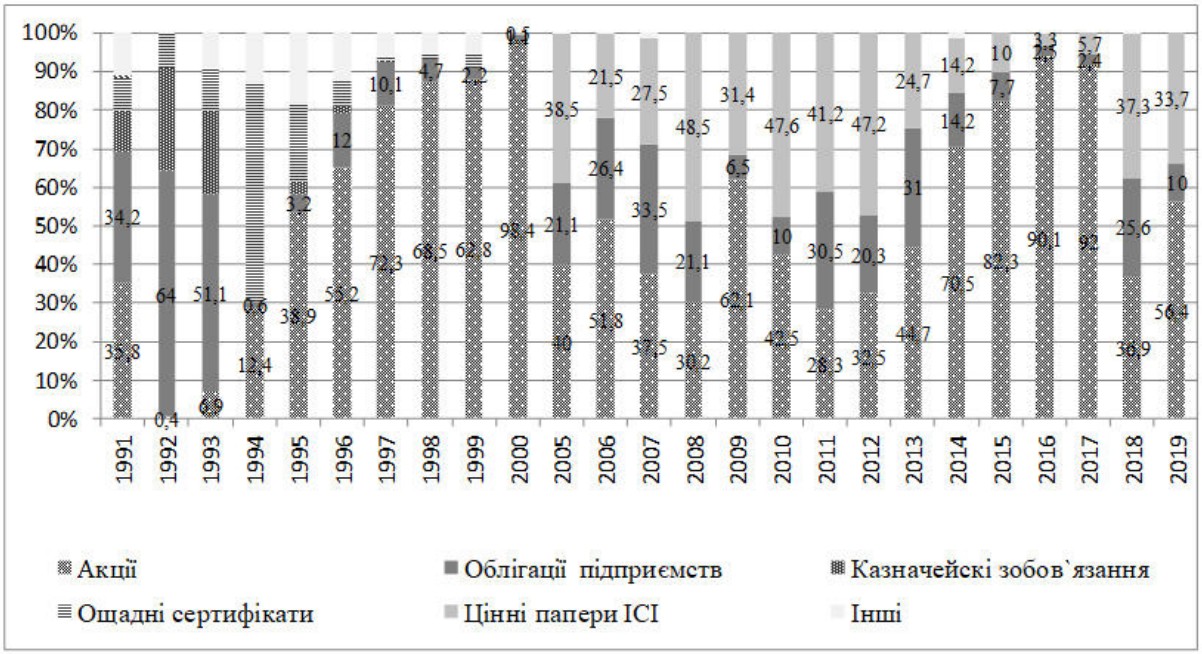


Рис. 2.4. Структура емісії інвестиційних ЦП у 1991–2019 рр., %

Джерело: побудовано на основі [174].

Хаотичний та безконтрольний початок формування РЦП в Україні, що призвів до значних негативних наслідків від операцій з ЦП, надовго підірвав масову довіру населення до ЦП як до об'єктів інвестуванння. Саме це загальмувало інвестиційний процес на вітчизняному РЦП, і навіть сьогодні пояснює низькі сучасні показники розвитку приватного інвестування в ЦП на українському РЦП, що справляє негативний вплив, оскільки навіть для розвинених зарубіжних РЦП вагоме значення має частка участі та ролі індивідуальних інвесторів у функціонуванні РЦП країни [81]. Основну роль у цих процесах відіграло керівництво країни, яке просто використовувало механізм емісії інструментів РЦП для власної приватизації і зосередження володіння державними підприємствами (навіть стратегічного значення) у своїх руках, що не могло позитивно відобразитися на розвитку РЦП, оскільки ця політика йде всупереч демократичним принципам існування РЦП. Ринок виявився просто відрізаним від можливостей появи зовнішніх інвесторів. Вагоме значення для регулювання ІП на РЦП на цьому етапі займало ухвалення законів України «Про цінні папери та фондову біржу» і «Про господарчі товариства». Розвинення фінансових посередників як інституційних інвесторів мав забезпечувати саме РЦП, що було позитивним явищем для розбудови інфраструктури РЦП.

Характерними рисами, які були притаманні на той час українському РЦП, є: 1) поява перших фондових бірж (УФБ – 1991 р., КМФБ – 1995 р., УМВБ – 1995 р.). Їх появі та розвитку сприяли первинні емісії та розміщення ЦП. Також 1995 року виникли «фальшиві» біржі, так звані центри сертифікованих аукціонів, які були створені з метою роздержавлення державних промислових підприємств; 2) хоч і значно запізніла, але так необхідна поява ДКЦПФР, що стало результатом підписання Указу Президента України від 12.06.95 № 446/95; 3) створення СРО (УАТЦП – 1992 року, УАДТ – 1994 року, УАІБ – 1995 року); 4) іменний формат акцій роздержавлених підприємств, що дуже стримувало приєднання українського РЦП до міжнародного економічного простору; 5) акумуляція та примноження інвестиційних ресурсів найбільшими комерційними банками України, що викликало їх підвищений інтерес до державних облігацій, які здавалися надійнішими порівняно з інвестиціями в реальний сектор економіки країни: різниця між найбільшою вартістю аукціонного продажу та номінальною становила 25 %, а безпосередньо державні облігації забезпечували дохідність у

140 % річних; 6) відсутність випусків облігацій роздержавленими підприємствами, зокрема 1995 року жодне з них не здійснювало випуск облігацій, що було спричинено гіперінфляцією, фінансовою нестабільністю, неспроможністю повернути позики за ймовірної наявності чисельних неплатежів; 7) безкарність за правопорушення, які здійснювалися фінансовими посередниками, несанкціоновані порушення щодо ведення бухгалтерського обліку, неправильної оцінки чистих активів.

Третій етап (кінець 1995 р. – початок 2002 р.) – утвердження національного РЦП. Цей етап характеризується накопиченням досвіду щодо здійснення фінансово-інвестиційної діяльності на РЦП, зростанням інвестиційних ресурсів фінансових установ та інститутів, зростанням капіталу в результаті фінансових пірамід. На цьому етапі відбулося пришвидчення темпів роздержавленості підприємств, зміцнення державного регулювання РЦП, а також поступовий перехід від масових сертифікатних процесів приватизації до приватної грошової приватизації. 1996 року було ухвалено Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», який окреслив основні принципи і шляхи розвитку РЦП [206]. Дані, що наведені на рис. 2.5, наочно свідчать, що РЦП запрацював з 1996 року (табл. Д.1 додатка Д). У 1995–1998 рр. відбувалась активна торгівля державою масових пакетів акцій масштабних підприємств, значне зростання оборотності акцій на організованому та неорганізованому ринках, масовий вихід на ринок нових фінансових посередників, які працювали вже реальними грошима (а не пайовими сертифікатами), консолідація власності в результаті масового викупу акцій у громадян, процес зростання ринку державних облігацій і зобов'язань, поява інституціональних інвесторів-індексу ПФТС [96, с. 167]. Дослідження щорічних звітів діяльності НКЦПФР демонструють нам поступові темпи збільшення емісії ЦП з 1997 р. (рис. 2.6), що зі свого боку сприяло й зростанню обсягів торгів на РЦП, причому з 1999 по 2002 рр. бачимо щорічно різкий стрибок обсягів у півтора раза, а то і більше щодо попереднього року (1999 року – 16,8 млрд грн, що в 1,6 раза більше, ніж 1998 року; 2000 року – 39,2 млрд грн, що в 2,3 раза більше від попереднього року; 2001 року – 108,6 млрд грн, що 1,6 раза більше за 2000-й рік; 2002 року – 203 млрд грн, тобто в 1,9 раза більше, ніж 2001 року) (рис. 2.5). У період 2007–2012 рр. розміри торгів ЦП щороку збільшувалися, суттєво переважаючи у 2009–2012 рр. розміри ВВП України. 2013–2015 рр. розміри

торгівлі ЦП теж були більшими за обсяги ВВП, але з суттєвим зниженням та нестабільністю. З 2016 року величина ВВП України значно більша за розміри торгів ЦП, а надзвичайно низько опустилися ці торгівлі інструментами РЦП 2017 року.

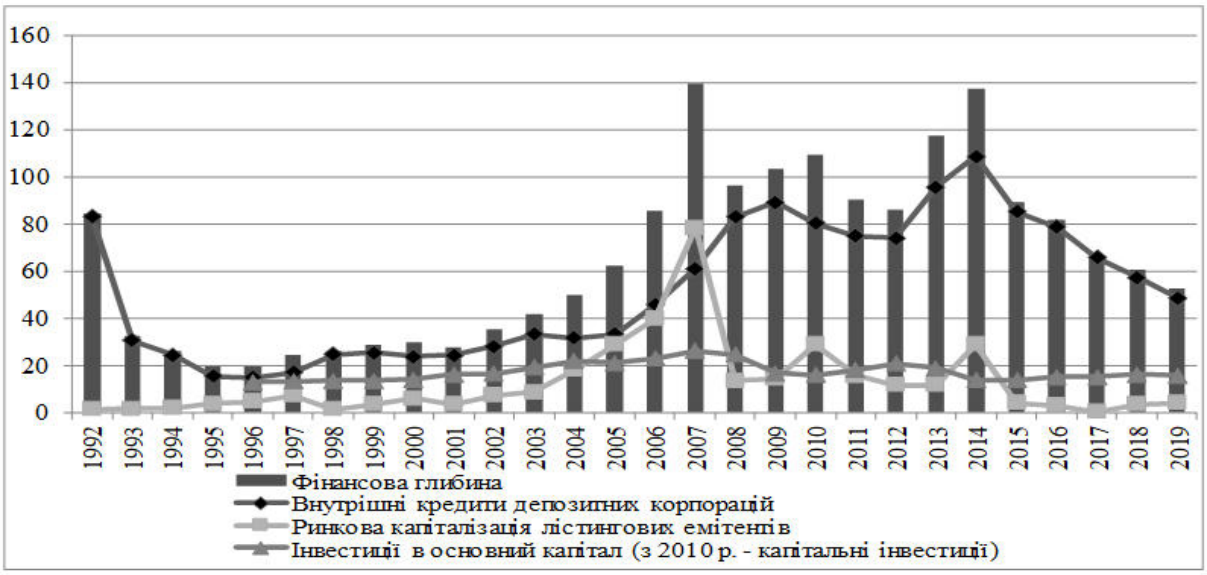


Рис. 2.5. Капітальні інвестиції та фінансова глибина економіки в Україні у 1992–2019 рр., % до ВВП

Джерело: побудовано на основі [85; 296].

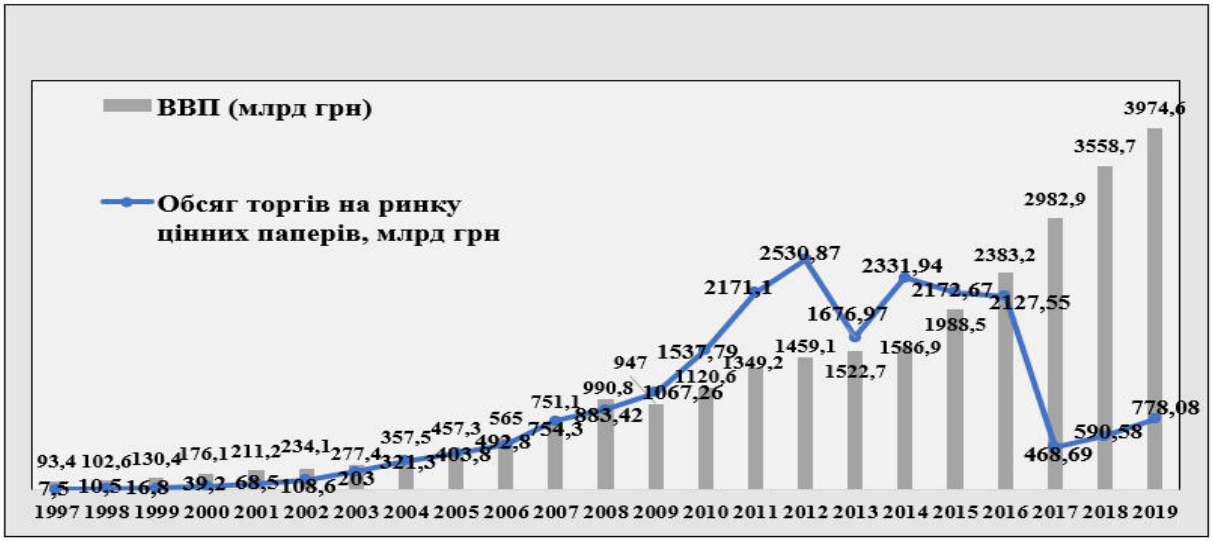


Рис. 2.6. Динаміка розвитку РЦП за показниками обсягів торгів ЦП і ВВП України у 1997–2019 рр., млрд грн

Джерело: побудовано на основі: [174; 171].

Також на досліджуваному нами третьому етапі розвитку РЦП в Україні почали активніше розвиватися такі фінансові інститути, як інвестиційні фонди та компанії, які стали ключовими суб'єктами під час здійснення операцій з приватизаційними сертифікатами та утворили портфель акцій роздержавлених підприємств (від 5 до 25 %). 1997 рік характеризується найактивнішими показниками діяльності інвестиційних фондів на РЦП, а вже 1998 року ці показники різко знизилися, оскільки закінчилися операції з приватизаційними пайовими сертифікатами та завершилися терміни функціонування переважної кількості інвестиційних фондів.

Наприкінці 1999 р. – початку 2000-х рр. у результаті прийняття ряду нормативно-правових актів щодо регулювання відносин між учасниками інвестиційних фондів та компаній ці інвестиційні інститути, що переважно займалися суто операціями з приватизаційними сертифікатами, трансформувалися у класичних фінансових посередників на РЦП, що визначило їх впливове рольове значення в інвестиційних процесах на РЦП досліджуваного етапу.

Вважаємо, що належне офіційне визнання важливості функціонального значення РЦП в інвестиційних процесах України відбулося 2001 року, коли для покращення інвестиційних процесів в економіку України в цілому та на РЦП зокрема, 2001 року Президентом України було підписано Указ «Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України», в якому зазначалося, що «основною метою функціонування й розвитку вітчизняного фондового ринку повинно стати залучення інвестиційних ресурсів для спрямування їх на відновлення та забезпечення подальшого зростання виробництва» [207]. Зазначалося, що «ліквідний, надійний та прозорий РЦП має забезпечити реалізацію національних інтересів України, сприяти зміцненню економічного суверенітету» [207], а також зазначалися шляхи реалізації цього завдання.

Також цей етап розвитку вітчизняного РЦП можна охарактеризувати такими ознаками: 1) зростання прийнятих законодавчих актів щодо регулювання відносин учасників-суб'єктів РЦП; 2) вихід нових фінансових посередників, які здійснювали операції з реальними грошима, а не з приватизаційними пайовими сертифікатами, а також зростання попиту стратегічних інвесторів-гігантів на послуги цих посередників щодо масового викупу сертифікатів акцій населення; 3) зростання біржових і позабіржових показників розвитку акцій.

На ринку активізувалися компанії-брокери. 1996 року було засновано ПФТС, яка й донині є одним із найбільших організаторів торгівлі інструментами РЦП в Україні; 4) активний розвиток депозитарної системи, прийняття законодачих актів щодо регулювання депозитарної діяльності. Посилився вплив банківського капіталу на РЦП, які мали ліцензії щодо виконання функції реєстратора та зберігача ЦП, оскільки зріс попит на ці послуги; 5) суттєве превалювання ЦП у документарній формі, що негативно впливало на інвестиційну привабливість вітчизняного РЦП; 6) поява перших українських фондових індексів, що аналізувалися суб'єктами РЦП; 7) перехід від роздержавлення до корпоратизації зі зниженням показників емісії акцій; 8) превалювання частки зарубіжних інституційних та індивідуальних інвесторів 1997 року та різке скорочення інвестування в ЦП нерезидентами 1998 року, що було наслідком фінансових криз 1997–1998 рр. 1999 року знову динаміка змінилася в бік збільшення зарубіжного інвестування на РЦП; 9) нерозвиненість розрахунково-клірингової діяльності, низький рівень контролю та моніторингу за суб'єктами інвестиційних процесів на РЦП.

Четвертий етап (кінець 2002 р. – перша половина 2008 р.) – стабілізація та пожвавлення інвестиційних процесів на українському РЦП. Цей етап характеризується пожвавленням інвестиційно-інноваційних процесів, зокрема: активізацією інвестиційно-інноваційних взаємовідносин; збільшенням реінвестиційних та капіталізаційних показників організацій; боротьбою з негативними наслідками та «дефектами», що були спричинені процесами роздержавлення; утвердженням України державою з ринковою економікою та вихід з негативного переліку країн FATF; випробуванням світовою фінансовою кризою. Цей період відзначився переважанням торглівлі акціями та облігаціями підприємств, підвищенням привабливості облігацій місцевих позик та інвестицій сертифікатів (рис. Д.1 додатка Д).

Третій етап розвитку вітчизняного РЦП завершується поступовим стабільним розвитком досліджуваного ринку у 2000-х рр., а тому можемо зазначити, що четвертим етапом еволюції вітчизняного РЦП було утвердження позицій вітчизняного РЦП в інфраструктурі економіки нашої країни. Стан РЦП як частини інфраструктури ринкової економіки можемо оцінювати порівняно з іншими складовими економіки країни. Так, розглядаючи статистичні показники динаміки розвитку

РЦП у розрізі інших секторів економіки України, робимо висновок, що ринок створював конкуренцію іншим секторам, накопичував свою інвестиційну здатність, показував стабільну динаміку в напрямі зростання, перевищуючи навіть показники виробництва сільського господарства та будівництва (рис. 2.7), а з 2007 по 2016 рр. і показники виробництва промислової продукції. Проте потрібно зазначити, що, починаючи з 2013 року, показники розвитку РЦП характеризуються нестабільністю, що збігається з нестабільністю та зміною макроекономічних і політичних процесів у країні. Та незважаючи на стабільні темпи поступового зростання РЦП в розрізі економіки країни, ринок все одно характеризувався низькою розвиненістю внутрішньої інфраструктури та наявністю багатьох проблем, що гальмували процес його розвитку й ефективного функціонування. Загальними ознаками, якими можна охарактеризувати розвиток українського РЦП на цьому етапі, були: 1) лімітована частка учасників РЦП; 2) низькі обсяги торгів ЦП на організованому ринку (до 5 %), водночас вартість ЦП на неорганізованому РЦП могла бути в сотні разів більшою за номінальну і, як правило, застосовувалася як механізм виводу активів фірми чи для легалізації «темних» грошей, як спосіб ухилення від сплати податків. Але покупці ЦП, які хвилюються за надійність своїх інвестицій, обирають інструменти на організованому РЦП, бо саме там ЦП відображають справедливу ціну; 3) фондові біржі зацікавлені у зростанні показників торгівлі, оскільки вони отримують за це комісію; 4) спекулювання на цінах фінансовими посередниками задля збільшення обсягів чистих активів ІСІ; 5) подвійний облік прав власності суб'єктами депозитарної та клірингової діяльності, низька якість технологічного забезпечення операцій зі зберігання та реєстрації ЦП, лімітованість повноважень Національного депозитарію України; 6) суттєве зростання показників зареєстрованих емісій ЦП, що означало зростання попиту на інвестиційні ресурси через інструменти РЦП. У структурі інструментів РЦП переважна більшість належала акціям, облігаціям підприємств, ЦП ІСІ. Інші види ЦП не користувалися попитом; 7) низький рівень ліквідності інструментів РЦП; 8) зростання обсягів операцій торгівлі державними облігаціями, в основному за рахунок попиту на них зі сторони банків та іноземних інвесторів.

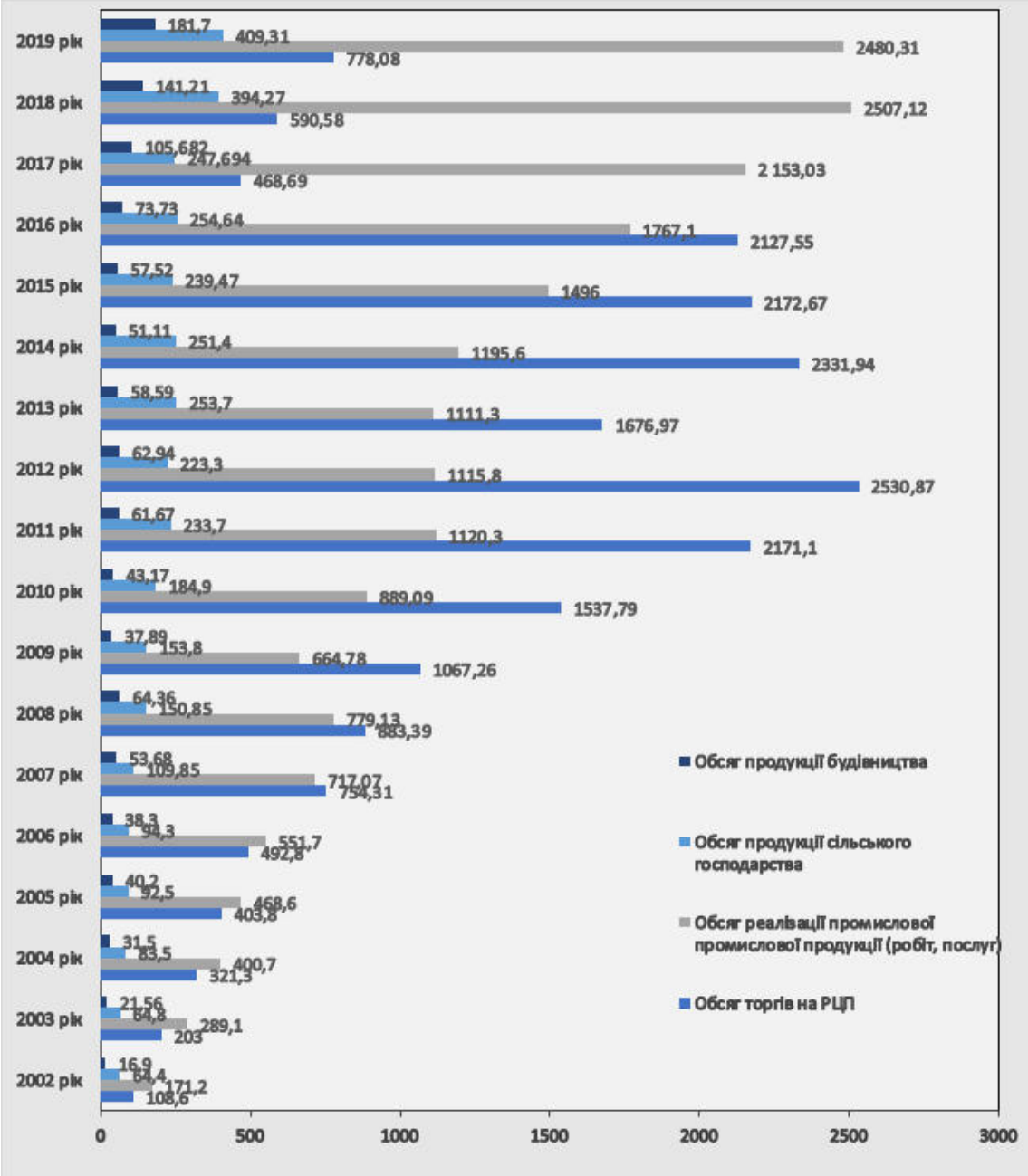


Рис. 2.7. Місце РЦП в інфраструктурі ринкової економіки у 2002–2019 рр., млрд грн

Джерело: побудовано на основі [85; 174].

У розрізі досліджуваного періоду варто зазначити про той факт, що саме всередині 2000-х рр. через брак внутрішніх інвесторів відбулися перші спроби публічного розміщення акцій на міжнародних біржових площадках через процедуру IPO.

Здавалося б історія розвитку РЦП в Україні налічує значну кількіть фондових бірж, які на різних етапах діяли в Україні, і на яких українські емітенти мали змогу здійснити IPO, та чомусь вітчизняні компанії завжди

приймали рішення щодо цієї процедури в сторону міжнародних торговельних майданчиків, зокрема, основним попитом користувалися Лондонська та Варшавська міжнародні фондові біржі. Процедура IPO не набула популярності в Україні через складність, високу вартість та занадто довгу тривалість (від 1-го до кількох років) самої процедури. Українські емітенти виявилися неготовими до публічної інформаційної відкритості та прозорості, до можливого розподілу чи передачі управління компанією іншому. Також причинами малого попиту на процедуру IPO були невідповідність звітності МСБО та небажання платити високу вартість процедури IPO. Важливим документом, якого бояться емітенти, але «люблять» інвестори, є проспект емісії – «офіційний документ, який є обов'язковим у процесі публічного розміщення акцій та відображає найповнішу інформацію щодо фінансового стану компанії емітента, а також прописує усі права та обов'язки, які в майбутньому випливають з цієї процедури» [215]. Саме його детально вивчають та аналізують інвестори під час прийняття інвестиційних рішень щодо інвестування в ЦП емітентів (рис. Е.1 додатка Е).

Показовим у цьому сенсі є рівень free-float, який вказує на кількість акцій у відсотковому відношенні, що вільно обертаються на РЦП, і характеризує рівень публічності компаній-емітентів. В Україні free-float законодавчо встановлений не нижче 10 % і загальна ціна акцій free-float має дорівнювати не менше 75 млн грн [208]. Така величина free-float свідчить про другорядність вітчизняного РЦП з позиції залучення інвестиційного капіталу емітентами в Україні. Це значно низький показник, який демонструє національний РЦП як другорядне джерело мобілізації грошових ресурсів підприємствами України та говорить про самостійність і незалежність навіть тих підприємств, які позиціонують себе як «відкриті» та «публічні». Історія розвитку українського РЦП налічує одиничні випадки, коли вітчизняні компанії-емітенти успішно реалізували IPO на міжнародних фондових площадках, решта ж потерпіли фіаско. З 2005 року і дотепер лише 5 українських компаній-емітентів успішно залучили інвестиційний капітал за допомогою процедури IPO (рис. 2.8).



Рис. 2.8. Українські емітенти, які успішно реалізували процедуру IPO на міжнародних біржових площадках за всю історію розвитку українського РЦП

Джерело: побудовано на основі [136; 267].

П’ятий етап (друга половина 2008 р. – 2012 р.) – посткризове відновлення РЦП, поступова трансформація у напрямі зрілого стану РЦП, стабілізації його показників, збільшення вимог до ефективного функціонування РЦП для ліквідації труднощів у розвитку ринку. На цьому етапі РЦП характеризувався: 1) маніпуляціями, адже з 2012 року позабіржовий ринок стабільно й значно перевищує за обсягами біржовий (рис. 2.9);

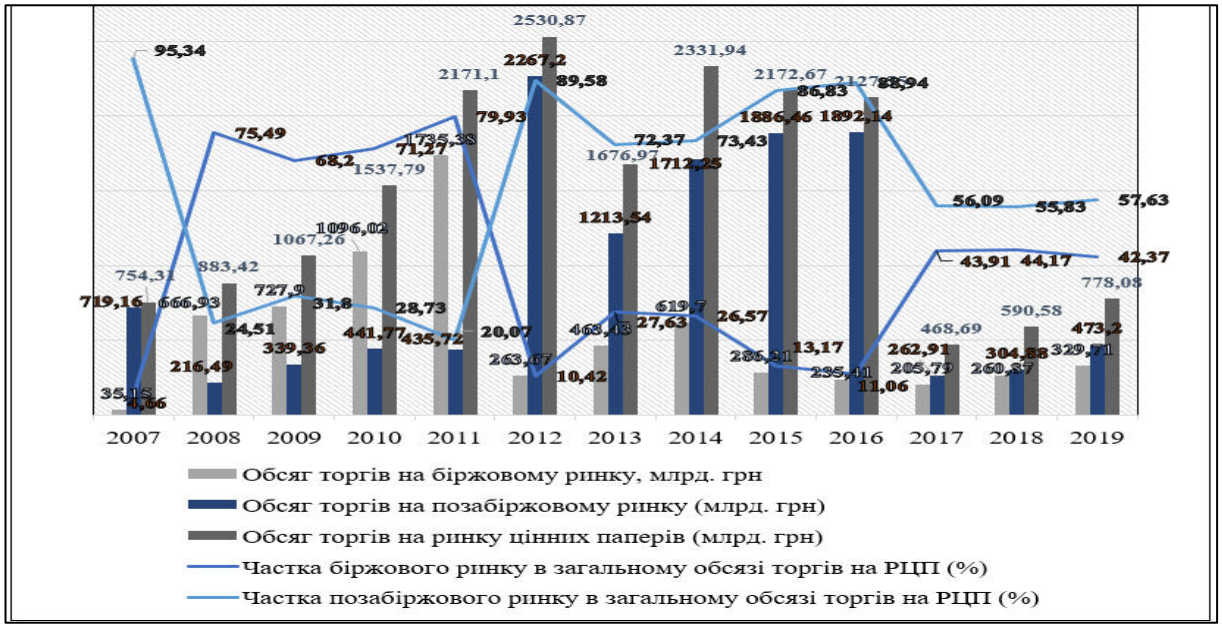


Рис. 2.9. Динаміка обсягів торгів на біржовому та позабіржовому РЦП

Джерело: побудовано на основі [174].

2) зростанням обсягів угод з облігаціями держави та іншими державними борговими ЦП [182]. У структурі біржових угод до 2010 року з невеликим відривом від угод з облігаціями переважали угоди з акціями, а вже з 2011 року кількість акцій стрімко й стабільно йшла на спад, а основну масу біржових контрактів й до сьогодні становлять угоди з ОВДП (рис. 2.10); 3) зниженням чисельності компаній, що пройшли лістинг та одночасне збільшення обсягів їх капіталізації; 4) галузевою особливістю найбільш ліквідних та найпопулярніших ЦП«Української біржі» та ПФТС, які представлені в основному акціями; 5) галузевою специфікою індексних кошиків українських фондових бірж, що в основному представлені акціями металургійних компаній;

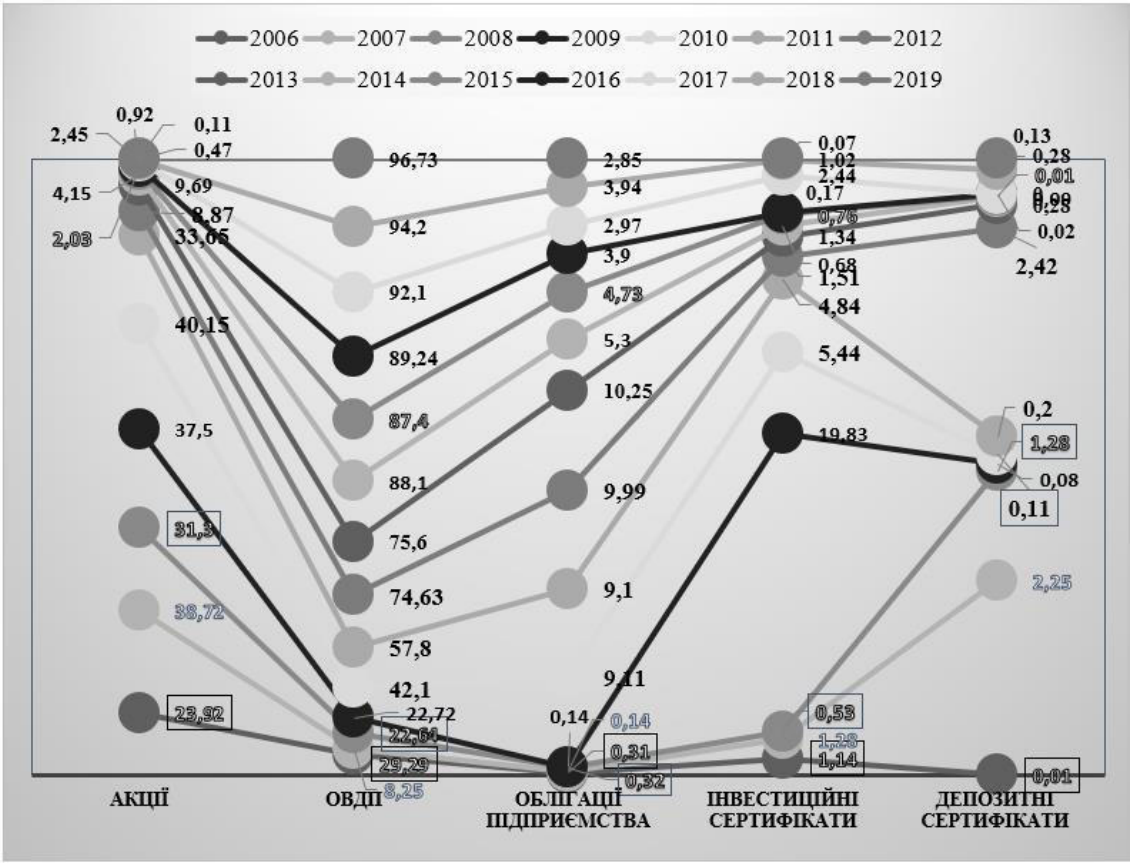


Рис. 2.10. Структура біржових угод з інвестиційними ЦП в Україні у 2006–2019 рр., %

Джерело: побудовано на основі [174].

6) значною часткою сміттєвих ЦП у портфелях суб'єктів РЦП, що несе загрозу фінансовій стійкості суб'єкта в майбутньому. «Фіктивні» інструменти РЦП були в активах багатьох страхових компаній, що свідчить про значно нижчу справжню вартість страхових резервів і не відповідність цих резервів ймовірним страховим ризикам. Значна частка фіктивних ЦП знаходилася і в активах НПФ.

Усе це свідчить про те, що на той час в Україні практично відсутній біржовий ринок такий як у розвинених країнах світу, де частка акцій щонайменше становить понад 50 % усіх обсягів торгів на РЦП. Однак функціонування позабіржового ринку теж є необхідним, оскільки завжди є престижні компанії, які за масштабами трохи «не відповідають» лістинговим умовам фондових бірж (особливо за чисельністю емісійних ЦП та рівнем їх забезпеченості), але які є потенційними учасниками біржового ринку в майбутньому, тобто позабіржовий ринок має бути «площадкою» для «зростання» фірм і «підготовки» їх до діяльності на біржовому ринку. Та функціонування такого позабіржового ринку, вважаємо, не повинно відбуватися хаотично, безконтрольно, «самовільно», а має керуватися «певними» визначеними правилами.

Шостий етап – стагнація і падіння показників розвитку РЦП (2013–2014 рр.). 2013 року показники торгівлі значно впали через впровадження акцизного податку на продаж корпоративних ЦП (ставка податку – 1,5 %) [174]. Падіння показників обсягу торгів на РЦП також пояснюється загостренням політичної ситуації в країні та на Сході країни зокрема. Політична криза, нестабільне економічне, соціальне та фінансове становище країни негативним чином впливають на розвиток РЦП.

Сьомий етап – очищення та перезавантаження (2015 р. – дотепер), який є визнанням того факту, що РЦП багато років використовувався для реалізації «шахрайських схем», а не задля виконання найголовнішої функції – інвестиційної.

Одним з найпроблемніших питань розвитку РЦП в Україні залишається наявність значної кількості сміттєвих ЦП. З 2018 року НКЦПФР наділена правом припинення торгів сумнівними ЦП на РЦП. Надзвичайно велика кількість укладених угод на РЦП не є проявом посередництва чи інвестування на РЦП, а використовуються для легалізації коштів, отриманих «нелегітимним шляхом», виведення ліквідних активів з банку. В Україні відомі випадки, коли одна фірма купує ЦП за мільйон, а потім продає за копійки, внаслідок чого виникають податкові ями, несприятливе бізнес-середовище.

На цьому етапі відбуваються масові виявлення та ліквідація емітентів, активи яких складалися із сумнівних фінансових інструментів, і які, як правило, прокручували «фінансові махінації» з ЦП. Політика «очищення» РЦП від «фіктивних» ЦП має позитивне значення для

ринку загалом, але водночас «відкрило» справжнє «обличчя» українського ринку й продемонструвало реально «нижчі» показники його розвитку. Потрібно зауважити, що негативним явищем упродовж усього періоду існування вітчизняного РЦП була також наявність великої кількості торговельних площадок, що ускладнювало процес моніторингу та контролю за операціями з фінансовими інструментами, а також призводило до розбіжностей у визначенні цін під час укладання та виконання біржових контрактів. Звичайно, що масова «чистка» сумнівних ЦП, політична та економічна нестабільність у країні швидко знайшли своє відображення у критично низьких показниках торгівлі на РЦП 2016 року. Отже, про український РЦП від часів його становлення й до нині можна зробити висновок, що ситуація на ринку є відображенням загальноекономічних тенденцій, певних прорахунків регуляторів, впливом світової фінансової кризи, а також результатом політичної нестабільності протягом останніх років в Україні. Водночас варто зазначити про позитивну динаміку в розвитку РЦП. Так, у кінці грудня 2017 року авторитетна міжнародна організація Bloomberg охарактеризувала вітчизняний РЦП «найбільш швидкозростаючим у світі» [287]. Найдохіднішими були названі акції вітчизняних підприємств, які за обчисленнями Bloomberg зросли на 80 %.

Сьогодення розвитку РЦП України характеризується обмеженим колом інвесторів. Крім того, ситуація погіршується ще й тим, що великі компанії активно проводять «squeeze out», а це означає, що вони поступово скуповують усі свої акції, які перебувають у вільному обігу і намагатимуться вийти з ринку, адже навіщо їм ділитися прибутком з «кимось», якщо можна лишити весь дохід у «своїх руках». Однак законодавець на сьогодні захищає права олігархічної верхівки й «створює» усю необхідну для цього «законодавчу платформу». Якщо ці 5 емітентів «зникнуть» з РЦП, то цілком очевидно, що РЦП в Україні просто не буде.

Така ситуація пояснюється негативним впливом на функціонування РЦП України, а отже, і на здійснення інвестиційних процесів на ньому, політичних та загальноекономічних чинників у державі. У 2018–2019 рр. спостерігається позитивна тенденція приросту обсягів торгів на РЦП, яка відзначається випереджаючими темпами приросту ВВП у ці роки (приріст обсягів торгів на РЦП 2018 року становив 26,1 % за зростання ВВП на 19,3 %; 2019 року приріст обсягів торгів на РЦП становив 16,87 % за зростання ВВП на 11,69 %).

Кількісно вплив обсягу ВВП на обсяг торгів на РЦП можна оцінити за допомогою кореляційно-регресійної моделі, реалізація якої дозволить проаналізувати макроекономічні чинники впливу на діяльність суб'єктів інвестиційних процесів на РЦП.

Першим кроком у кореляційно-регресійному аналізі є визначення факторних змінних та результативних. До факторної змінної можна віднести обсяг ВВП (вихідні дані наведено у табл. 2.2 у стовпчику 8), а до результативної – загальний обсяг торгів на РПЦ (вихідні дані наведено у табл. 2.2 у стовпчику 6).

Таблиця 2.2

Динаміка та співвідношення РЦП та ВВП України у 2015–2019 рр., млрд грн

Роки	Обсяг торгів на РЦП, млрд грн						ВВП, млрд грн	Темп приросту ВВП, %	Співвідношення обсягів торгів на РЦП до ВВП, %
	Обсяг торгів на біржовому ринку	Темп приросту (спаду) обсягів торгів на біржовому ринку, %	Обсяг торгів на позабіржовому ринку	Темп приросту (спаду) обсягів торгів на позабіржовому ринку, %	Загальний обсяг торгів	Темп приросту (спаду) загальних обсягів торгів, %			
2015	286,21	–	1886,46	–	2172,67	–	1979,5	–	109,76
2016	235,4	–17,75	1892,15	+0,30	2127,55	–2,08	2383,2	+20,39	89,27
2017	205,79	–12,58	262,9	–86,11	468,69	–77,97	2982,9	+25,16	15,71
2018	260,87	+26,77	329,71	+25,41	590,58	+26,01	3558,7	+19,30	16,60
2019	304,88	+16,87	473,2	+43,52	778,08	+31,75	3974,6	+11,69	19,58

Джерело: складено на основі [174; 267].

Кореляційні зв'язки з достатньою повнотою проявляються тільки в масі спостережень, тому обсяг інформації щодо динаміки та співвідношення ВВП України та обсягу торгів на РПЦ має бути досить великим. Оскільки динаміка зазначених показників аналізується протягом лише 5 років, то виникає необхідність у статистичній оцінці вихідної інформації.

Однією з умов кореляційно-регресійного аналізу є однорідність інформації, що досліджується, щодо розподілу її близько середнього рівня. Критерієм однорідності інформації факторної ознаки обсягу ВВП слугує коефіцієнт варіації, який показує відносну міру відхилення

окремих значень від середньоарифметичної, та дорівнює 24 %. Мінливість варіаційного ряду прийнято вважати прийнятою, якщо вона не перевищує 33 %, тобто вихідні дані є однорідними, їх можна використовувати для подальших розрахунків.

Розв'язання задач методом кореляційно-регресійного аналізу проводиться за типовими програмами в табличному процесорі.

Відповідно до коефіцієнта детермінації можна зробити висновок, що у середньому на 83 % зміна обсягу торгів на РЦП обумовлена зміною ВВП, що за шкалою Чедока означає, що тіснота зв'язку між обсягому торгів на РПЦ та ВВП є високою. Нормований R-квадрат надає інформацію про те, яким би було значення коефіцієнта детермінації, якщо б спостережень було набагато більше. Нормований R -квадрат дорівнює 58 %, що свідчить про значну тісноту зв'язків.

Відомо, що зі зменшенням кількості спостережень надійність коефіцієнтів детермінації знижується, що потребує перевірки їх значущості за допомогою критерія Стьюдента (t-статистика в MS Excel). Якщо розрахункове значення (t-статистика дорівнює |2,84|) вище табличного (2,77 за 4 ступенів свободи та рівня довірчої ймовірності в економічних розрахунках прийнятої на рівні 0,05), то можна зробити висновок про те, що величина коефіцієнта детермінації є значущою, а зв'язок між обсягом ВВП та обсягом торгів на РЦП є надійним. Відповідно до коефіцієнта Фішера модель є адекватною, адже значимість F-критерію дорівнює 0,04, що менше, ніж 0,05.

Отже, результат реалізації регресійно-кореляційної моделі оцінки впливу обсягу ВВП на обсяг торгів на РЦП дозволяє зробити висновок, що макроекономічний чинник ВВП має високий вплив на діяльність суб'єктів інвестиційних процесів на РЦП.

Варто зауважити, що несприятливий інвестиційний клімат та імідж країни, а також несприятливе середовище для ведення бізнесу в країні, що є результатом дії багатьох негативних чинників, а саме: нестабільна політична ситуація, високий рівень державного бюрократизму, корупційні схеми, регулярність виборів, а отже, й регулярна зміна представників влади, низький рівень розвитку інноваційної та технічної складової, високий рівень зловживань, правопорушень і фактів крадіжки, необізнаність та низький рівень професіоналізму спеціалістів-працівників – усі ці й інші фактори негативно позначаються на розвитку РЦП в Україні й не дають повною мірою здійснювати ефективно інвестиційні процеси, які є основою насичення економіки держави вільними інвестиційними ресурсами.

2.3. Діяльність учасників інвестиційних процесів на первинному і вторинному ринках цінних паперів

Інвестиційні процеси на РЦП здійснюються ефективно лише тоді, коли злагоджено взаємодіють та продуктивно співпрацюють усі суб'єкти РЦП – учасники інвестиційних процесів, а саме: емітентів; інвесторів; професійних учасників РЦП; СРО й ОПУ. Світова практика свідчить про надзвичайну роль усіх без винятку суб'єктів РЦП у забезпеченні його ефективного функціонування. Розглядаючи інвестиційні процеси на РЦП в контексті їх особливостей здійснення на первинному та вторинному, який, своєю чергою, поділяється на біржовий та позабіржовий РЦП, або регульовані ринки, багатосторонні торговельні майданчики (БТМ) і поза організовані РЦП, доцільним є відповідно диверсифікований підхід до аналізу активності учасників різних інвестиційних процесів на РЦП, що направлені на різні об'єкти інвестування.

Пергочерговою активністю мають відзначатись як організатори інвестиційних процесів на РЦП саме емітенти ЦП, адже без їх пропозиції, належної підготовки до торгів на первинному РЦП не може йтися про запуск будь-якого інвестиційного процесу. Динаміка обсягу, кількості випусків ЦП, зареєстрованих НКЦПФР, та їх структура у 2015–2019 рр. представлені у табл. Ж.1 додатка Ж. Так, загальний обсяг випусків емісійних ЦП, зареєстрованих НКЦПФР за період з 31.12.2015 по 31.12.2019 (табл. 2.3), становив 896,38 млрд грн, при цьому 2019 року, порівняно з 2015 роком, він зменшився на 35,83 млрд грн (з 148,51 млрд грн до 112,68 млрд грн), тобто спад становить 24,13 %. Активність емітентів щодо випуску ЦП у кількісному підрахунку випусків у 2015–2019 рр. зазнавала щорічних зменшень (2016 року на 773 шт. (3,74 %); 2017 року на 8 789 шт. (44,16 %); 2018 року на 9 812 шт. (88,28 %); 2019 року на 333 шт. (25,56 %). Загалом кількість випусків ЦП за цей період скоротилась на 19 707 шт., або на 95,31 %, що є відображенням значного скорочення активності емітентів, як учасників інвестиційних процесів на РЦП.

Таблиця 2.3

Динаміка обсягів та кількості випусків ЦП, зареєстрованих НКЦПФР 2015–2019 рр.

Роки	Обсяг випуску цінних паперів, млрд грн	Зміни до попереднього року (+, -)		Зміни 2019 р. до 2015 р. (+, -)		Кількість випусків, шт.	Зміни до попереднього року (+, -)		Зміни 2019 р. до 2015 р. (+, -)	
		Приріст (спад) в абсолютній величині	Темп приросту (спаду) загальних обсягів торгів, %	Приріст (спад) в абсолютній величині	Темп при-росту (спаду) загальних обсягів торгів, %		Приріст (спад) в абсолютній величині	Темп приросту (спаду) загальних обсягів торгів, %	Приріст (спад) в абсолютній величині	Темп приросту (спаду) загальних обсягів торгів, %
2015	148,51	х	х	х	х	20677	х	х	х	х
2016	221,17	+72,66	+48,93	х	х	19904	-773	-3,74	х	х
2017	353,68	+132,51	+59,91	х	х	11115	-8789	-44,16	х	х
2018	60,34	-293,34	-82,94	х	х	1303	-9812	-88,28	х	х
2019	112,68	+52,34	+86,74	-35,83	-24,13	970	-333	-25,56	-19707	-95,31

Джерело: складено на основі [224].

У розрізі об’єктів інвестування на первинному ринку 2015–2019 рр. відмічається така ситуація (табл. Ж.2–Ж.6 додатка Ж) за випуском:

– акцій: хоча і залишаються домінуючим інвестиційним інструментом у структурі обсягу випуску ЦП за весь період, що аналізується, однак порівняння їх часток 2015 року (82,36 %) та 2019 року (56,39 %) доводить значне скорочення пропозиції емітентів цього виду ЦП для потенційних інвесторів на РЦП;

– акцій корпоративних інвестиційних фондів (КІФ): за 2015–2019 рр. питома вага цих ЦП у загальному обсязі випуску цінних паперів зросла від 7,69 до 9,95 %, що демонструє активізацію емісійної діяльності КІФ та доводить розширення пропозиції цієї групи емітентів для потенційних інвесторів на РЦП;

– інвестиційні сертифікати пайових інвестиційних фондів (ПІФ): 2015–2019 рр. спостерігається позитивна тенденція зростання обсягу їх випусків, що підтверджується збільшенням їх частки загальним обсягом випуску ЦП, яка зросла від 7,12 до 11,49 %. Таке зростання також доводить розширення можливостей інвесторів щодо прийняття участі у інвестиційних процесах, які пов’язані із цією групою емітентів;

– облігації підприємств: займають друге місце (після акцій) за питомою вагою у структурі обсягу зареєстрованих НКЦПФР випусків ЦП. При цьому їх частка за 2015–2019 рр. зросла від 2,83 до 22,18 %, що свідчить як про зростання активності підприємств як емітентів, так і про зростання довіри до них з боку інвесторів, адже попит на такі ЦП значною мірою впливає на формування їх пропозиції на РЦП.

Аналіз обсягів та кількості випусків ЦП 2015–2019 рр. у розрізі їх видів дозволяє зробити висновок про те, що у цей період випуск акцій за обсягом був найбільшим 2017 р., обсяг випуску облігацій підприємств – 2018 р., а 2019 рік відзначається найбільшими обсягами випуску за акціями КІФ та інвестиційними сертифікатами. Отже, така характеристика «піків» обсягів випуску зареєстрованих НКЦПФР різних видів інвестиційних інструментів на РЦП, демонструє переформатування напрямів потенційного здійснення інвестиційних процесів із акціями (2017 р.), з облігаціями підприємств (2018 р.), із акціями КІФ та інвестиційними сертифікатами (2019 р.).

Варто звернути увагу на показники найбільших за обсягом випусків акцій за окремими емітентами, які узагальнено виокремлено у групу ТОП 10 за 2015–2019 рр. (табл. И.1 додатка И). Так, найбільший за обсягом випуск акцій за аналізований період відзначається у 2017 р. (емітентом було ПАТ «УКРАЇНСЬКА ЗАЛІЗНИЦЯ», обсяг випуску акцій якого становив 229,88 млрд грн (70,77 % від загального обсягу випуску акцій в цей рік); другим за обсягом у період з 2015 р. по 2019 р. був випуск акцій 2016 року на суму 146,28 млрд грн (73,3 % від загального обсягу випуску акцій в цей рік), емітентом яких виступало АТ КБ «ПРИВАТБАНК». Крім того, за аналізований період спостерігається значне скорочення обсягів випуску акцій ТОП- 10 емітентами, які зареєстрували найбільші випуски акцій на кінець 2015–2019 років, яке становить 46,9 млрд грн (44,72 %). Частка обсягу емісії такими емітентами в загальному обсязі емісій за цей період зросла від 85,75 до 91,23 %. Отже, сьогодні на РЦП України інвестиційні процеси, які пов’язані з акціями, започатковуються на основі переважної пропозиції акцій такими емітентами, як: ПрАТ Національна енергетична компанія «Укренерго»; АТ «Альфа-Банк»; ПрАТ Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат; АТ «Банк Восток»; АТ «Акцент-банк»; АТ Східно-Український Банк «Грант»; ПрАТ Л-Капітал; ПрАТ Завод металоконструкцій «Укрсталь Дніпро»; АТ «Вест файненс енд кредит банк»; АТ «Прокредит Банк».

Падіння показників емісії акцій, що за всіма лістинговими умовами були допущені та зареєстровані для торгів на фондовій біржі, позначилося і на показниках капіталізації емітентів таких ЦП, а саме зниження розмірів капіталізації 2015–2019 рр. Зокрема, розмір капіталізації підприємств-емітентів, акції яких пройшли лістинг та реєстрацію, в кінці 2015 р. становив 63,49 млрд грн, а через 4 роки (2019 р.) він суттєво знизився аж на 97,46 % і становив 1,61 млрд грн [224].

Показники найбільших за розмірами емісії облігацій за окремими емітентами, які узагальнено виокремлено у групу ТОП 10 за 2015–2019 рр. (табл. И.2 додатка И). Так, сукупний обсяг 10 найбільших випусків облігацій за аналізований період відбувся 2017 року (найбільшим емітентом було ТОВ «Будспецсервіс», обсяг випуску облігацій якого становив 1 130,12 млн грн, тобто 13,53 % загального обсягу випуску облігацій цього року); другим за сукупним обсягом 10 найбільших випусків облігацій за період з 2015 по 2019 рр. став 2016 р. (найбільшим емітентом облігацій було ТОВ «МАКСИМУМ» із обсягом випуску 980,0 млрд грн, що становив 17,77 % від загального випуску облігацій у цей рік). Зауважимо, що за аналізований період обсягів випуску облігацій ТОП-10 емітентами, які зареєстрували найбільші випуски акцій на кінець 2015–2019 рр., скоротився на 1 452,3 млрд грн (на 17,35 %). Отже, інвестиційні процеси, які пов’язані з такими інвестиційними інструментами, як облігації, започатковуються на основі переважної пропозиції облігацій такими їх емітентами, як: ТОВ «Сільпофуд»; Державна іпотечна установа; АТ ДТЕК «Дніпровські електромережі»; ТОВ «шато-інвест»; ТОВ «Нова пошта»; ТДВ Житлобуд-2; ПрАТ АБС-УКР.

Розгляд динаміки пропозицій випусків державних облігацій України, які користувалися попитом як на біржовому, так і на позабіржовому ринках (табл. И.3, И.4 додатка И), дав змогу пересвідчитись у значному зростанні частки таких пропозицій за загальною сумою у ТОП 10. Так, на біржовому ринку загальний обсяг ТОП 10 випусків державних облігацій України, які користувалися найбільшим попитом 2019 року становив 454,81 млрд грн (74,57 % від усієї величини виконаних біржових договорів), що на 395,57 млрд грн більше, ніж 2015 року. На неорганізованому ринку спостерігається така ситуація – зростання 2019 року, порівняно з 2015 р., становило 287,48 млрд грн. Отже, відзначається активна участь держави у інвестиційних процесах

на РЦП України, яка характеризується постійною позитивною динамікою. Частка обсягу виконаних біржових контрактів ТОП 10 емітентів-підприємств облігацій, які користувалися найбільшим попитом на біржовому та позабіржовому ринках, за 2015–2019 рр. скоротилась з 65,45 до 2,72 % на біржовому ринку та на позабіржовому ринку з 39,78 до 5,08 % (табл. И.5, И.6 додатка И).

Надзвичайно важливим суб'єктом, без якого функціонування РЦП неможливе, є інвестор. Дані річних звітів НКЦПФР за 2015–2019 рр. [224] щодо здійснення інвестицій на РЦП свідчать про те, що інвесторами є не тільки резиденти, тобто особи з місцезнаходженням в Україні, а й нерезиденти – особи з місцезнаходженням поза межами України. Песимістичними є показники зацікавленості вітчизняних та іноземних інвесторів українськими активами, зокрема, 2017 рік відзначається значним спадом їх інтересу до інвестування у ЦП, порівняно з 2016 р., на 1658,86 млрд грн, або на 78 % (табл. 2.4). При цьому обсяг торгів за участю резидентів зменшився в 2017 р. на 1301,22 млрд грн, або на 78 %, а за участю нерезидентів відзначається ще вагоміше зменшення обсягів інвестування в ЦП, яке становить 357,64 млрд грн, або 86,5 %. Частка операцій за участю нерезидентів за аналізований період варіативно змінювалась – зростала з 15,88 % у 2015 р. до 19,43 % у 2016 р., далі зменшувалась до 11,88 % у 2017 р., зросла у 2018 до 15,28 %.

Таблиця 2.4

Обсяг торгів на РЦП України за участю резидентів та нерезидентів 2015–2019 рр., млрд грн

Роки	Обсяг торгів за участю резидентів	Частка операцій за участю резидентів, %	Обсяг торгів за участю нерезидентів	Частка операцій за участю нерезидентів, %	Сальдо обсягу інвестицій нерезидентів	Загальний обсяг торгів на РЦП
2015	1 827,55	84,12	345,12	15,88	–22,8	2 172,67
2016	1 714,23	80,57	413,32	19,43	–84,88	2 127,55
2017	413,01	88,12	55,68	11,88	–43,26	468,69
2018	500,36	84,72	90,22	15,28	+28,32	590,58
2019	28,9	3,6	276,1	96,4	+ 86,2	305

Джерело: складено на основі [224].

На нашу думку, все це зумовлено внутрішніми проблемами України, які вже довгий час існують в країні і, як правило, відображаються на розвитку РЦП та на страху інвесторів вкладати свої кошти в ЦП. До таких проблем належать: нестабільна політична та економічна ситуація в Україні, висока корумпованість, непрозоре та спекулятивне функціонування РЦП, незахищеність прав інвесторів, обмеженість різновидів фінансових інструментів та ін. Усі ці причини зумовлюють недовіру як українських, так і іноземних інвесторів до РЦП, знижують інвестиційну привабливість інструментів РЦП.

Саме тому, на нашу думку, упродовж 2015–2017 рр. на РЦП прослідковується значний відплив іноземного капіталу, тобто іноземні інвестори більше продавали українські цінні папери, ніж купували. Так, 2016 року сальдо обсягу інвестицій нерезидентів в економіку України через інструменти РЦП сягнуло до –84,88 млрд грн, що характеризується подальшим зростанням саме від'ємного сальдо, порівняно з попереднім роком, на 62,1 млрд грн, або на 272,61 %. 2017 року цей показник дещо покращився і становив –43,26 млрд грн, але, як бачимо, теж з від'ємним значенням, що лише підтверджує низьку інвестиційну привабливість РЦП для іноземних інвесторів. Однак 2018 р. відзначається поліпшенням ситуації щодо припливу іноземного капіталу в Україну через вкладання нерезидентами в цінні папери на РЦП. Так, 2018 та 2019 рр. позиціонують додатні сальдо обсягів інвестицій нерезидентів в економіку України через інструменти РЦП.

Серед інвесторів, які у п. 1.3 поділено на індивідуальних, корпоративних та інституційних, в Україні переважають інституційні, що представлені: ІСІ, страховими компаніями, недержавними пенсійними фондами, та кількісна характеристика яких представлена у табл. 2.5.

Дані табл. 2.5 дають змогу зробити висновок про те, що загальна кількість ІСІ та діючих ІСІ з 2015 по 2019 рр. відповідно зросла на 323 компанії та 19 компаній. За інформацією НКЦПФР про підсумки діяльності функціонуючих ІСІ станом на [174]:

– 31.12.2015 – 31.12.2017, ІСІ здійснювали свою діяльність у 15 областях України, найбільша кількість (764 компанії – 2015 р.; 763 компанії – 2016 р. та 768 компаній – 2017 р.) зосереджена в м. Київ;

– 31.12.2018, ІСІ здійснювали свою діяльність у 17 українських регіонах, переважна більшість (830 компаній) перебуває у м. Київ та Київській області;

– 31.12.2019, ІСІ реалізовували свою діяльність у 18 регіонах України, переважна більшість (872 компаній) перебуває у м. Київ та Київській області.

Таблиця 2.5

Кількісна характеристика інституційних інвесторів в Україні у 2015–2019 рр.

Інститу-ційний інвестор	Роки				
	2015	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
ІСІ, зокрема	1567	1625	1701	1783	1890
діючі ІСІ*, серед яких	1175	1179	1060	1133	1194
відкриті	27	19	17	17	17
інтервальні	29	26	18	15	13
закриті	108	99	69	67	60
венчурні	1011	1035	956	1034	1104
СК	361	310	294	281	233
НПФ	72	64	64	62	65

*Функціонуючі ІСІ – це ПІФ, що відповідно до розпоряджень Комісії належать до тих, які відповідають правилам щодо мінімальних розмірів активів, та/або КІФ, які входять до ЄДРІСІ й не знаходяться в ході згортання діяльності.

Джерело: складено на основі [174; 268].

Отже, можливість індивідуальних та корпоративних інвесторів вкласти вільні ресурси в цінні папери ІСІ на РЦП з року в рік зростає не тільки щодо кількості ІСІ, а й щодо географії їх функціонування. Про довіру до ІСІ говорять цифри щодо вартості активів ІСІ. Так, станом на 31.12.2019 загальні активи ІСІ становили 346,12 млрд грн, або 8,71 % ВВП України та є на 110,1 млрд грн, або на 46,65 % більше від вартості активів ІСІ 2015 року. Це свідчить про надто значний рівень розвитку ІСІ в країні за ці роки, тим більш, що зараз активно розробляються та впроваджуються реформи, втілення яких вимагає значних інвестиційних ресурсів. У зарубіжних країнах саме ІСІ більшою мірою допомагають фінансувати новий бізнес, нові інвестиційно-інноваційні проєкти тощо.

Українські ІСІ в ЦП інвестують незначну частку своїх активів, віддаючи перевагу більш надійним вкладенням у нерухомість, депозити банків, дебіторську заборгованість тощо. Так, за період з 2015 по 2019 рр. частка вкладень ІСІ у ЦП скоротилась з 21,78 до 10,65 % (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

Зведений портфель цінних паперів ІСІ за типами інструментів у загальних активах ІСІ 2015–2019 рр., млн грн

Загальні активи	Роки				
	2015	2016	2017	2018	2019
Цінні папери	51 395,00	50 005,00	42 831,54	37 493,44	36 878,19
Акції	26 223,00	28 177,00	21 621,00	17 952,14	13 065,95
Векселі	15 909,0	12 654,00	11 726,88	9 258,83	7 886,20
Облігації підприємств	8 899,00	8 500,00	8 072,86	8 049,92	13 316,81
Державні цінні папери	292	432	552,04	763,24	745,74
Облігація внутрішніх місцевих позик					11,58
Облігації іноземної держави					12,33
Деривативи	72	242	858,76	1 469,31	1 839,58
Інші активи	184 622,06	180 849,00	221 801,00	268 592,38	309 240,52
Частка цінних паперів у загальних активах, %	21,78	21,66	16,19	12,25	10,65
Усього активів	236 017,06	230 854,29	264 632,33	306 085,82	346 118,71

Джерело: складено на основі [174; 268].

ІСІ, як правило, «бояться» ризикувати та інвестувати значний капітал у ЦП, через спекулятивний характер й обмани, що стали «нормою» для українського РЦП. В інвестиційних портфелях ІСІ найбільша частка серед ЦП, яка коливається від 51,0 % у 2015 р. до 34,43 % у 2019 р., належить акціям.

Протягом усього періоду розвитку ІСІ найбільшими інвесторами в їх ЦП були і залишаються фізичні особи, які за даними УАІБ у загальній кількості інвесторів ІСІ на кінець 2019 року становили 98,74 %.

Також варто зазначити про позитивну динаміку кількості та частки фізичних осіб – інвесторів ІСІ за 2015–2019 рр. (від 97,79 до 98,74 %). Вкладення громадян України переважають у інтервальних ІСІ, оскільки серед особливостей цього виду інвестиційних фондів є функція «погашати» свої акції через певний інтервал, що є гарною конкретизацією для інвесторів їх часових очікувань. Потрібно зауважити, що також користуються популярністю серед фізичних осіб-інвесторів відкриті ІСІ, які є найбільш чутливими до настроїв та бажань інвесторів.

Зростання вкладів індивідуальних інвесторів у ЦП ІСІ, на нашу думку, є проявом підвищення довіри до ІСІ з боку звичайних громадян, а також підвищення рівня їх фінансової обізнаності. Якщо аналізувати торгівлю ЦП ІСІ на РЦП 2015–2019 рр. (табл. 2.7), то бачимо нестабільну картину як загалом щодо обсягів торгів ЦП ІСІ на РЦП, так і на його біржовому та позабіржовому ринках.

Піковим роком зростання обсягів торгів ЦП ІСІ на РЦП в період, який аналізується, є 2015 р., коли обсяг торгів сягав 102,68 млрд грн. У наступні роки відбувся їх різкий спад (2016 р. на 31,45 %; 2017 р. на 45,59 % і 2019 р. на 12,65 %). Лише 2018 р. відзначається покращенням ситуації, яка призвела до зростання обсягів торгів ЦП ІСІ на 18,43 %.

Обсяги торгів ЦП ІСІ на позабіржовому РЦП завжди перевищували показники торгівлі на біржовому. ІСІ віддають перевагу торгівлі на позабіржовому ринку оскільки в цьому сегменті РЦП відсутні жорсткі умови допуску до торгівлі ЦП, наявні більш цікаві та зручніші для інвесторів інструменти для роботи, відсутні комісійні за участь у біржових системах, а також участь можуть брати емітенти, активи яких не відповідають вимогам біржового ринку.

Таблиця 2.7

Динаміка обсягів торгів ЦП ІСІ на РЦП України у 2015–2019 рр., млрд грн

Роки	Розмір торгівлі ЦП ІСІ на РЦП, млрд грн					
	Обсяг торгів на біржовому ринку	Темп приросту (спаду) обсягів торгів на біржовому ринку, %	Обсяг торгів на позабіржовому ринку	Темп приросту (спаду) обсягів торгів на позабіржовому ринку, %	Загальний обсяг торгів	Темп приросту (спаду) загальних обсягів торгів, %
2015	2,76	–	99,92	–	102,68	–
2016	0,5	–81,88	69,89	–30,05	70,39	–31,45
2017	0,06	–88,00	38,24	–45,29	38,3	–45,59
2018	0,29	+383,33	45,07	+17,86	45,36	+18,43
2019	0,33	+13,79	39,28	–12,85	39,62	–12,65

Джерело: складено на основі [174; 268].

Низькі результати інвестиційних процесів, які здійснюються за участі ІСІ, на нашу думку, викликані переважанням дебіторської заборгованості, грошових коштів, інших інвестицій тощо в активах ІСІ. Адже така ситуація не є властивою для розвинених РЦП. А тому паралельно відбувається вартісне зменшення ринку, звуження кількості доступних фінансових інструментів на РЦП.

В Україні майже відсутні якісні ЦП, що й стримує розвиток як РЦП загалом, так і розвиток відкритих та інтервальних фондів, що у світовій практиці інвестують в акції та облігації. При цьому до основних причин, які негативно впливають на рівень прибутковості пайових фінансових інструментів, варто віднести: 1) зменшення дивідендів у результаті спаду дохідності емітанта; 2) волатильність вартості чистих активів емітента; 3) спад прибутковості чи, ще гірше, збитковість емітента; 4) завищену вартість ЦП в момент їх купівлі інвестором; 5) стагнацію та загальний спад показників функціонування та розвитку РЦП.

Основними факторами зниження дохідності боргових ЦП є: 1) надто висока середня ставка відсотка на фінансовому ринку; 2) високий рівень інфляції; 3) неплатоспроможність емітента боргових фінансових інструментів.

Конкуруючи з банківськими установами з приводу залучення грошових ресурсів, ІСІ пропонують своїм інвесторам більшу дохідність, ніж вони можуть отримати за банківськими депозитами. Саме це і є основним фактором притоку коштів до інвестиційних фондів. При цьому перспективним напрямом функціонування ІСІ є взаємодія з банками, що відкриває можливості для зниження вартості банківських ресурсів, перерозподілу та зменшення ризиків, активізації діяльності банківських установ на РЦП, консолідації заощаджень індивідуальних інвесторів у єдиний пул з наступним диверсифікованим вкладенням у різні проєкти з перспективною капіталізацією. ІСІ стають у такий спосіб ефективними інструментами нагромадження значних капіталів, обіг яких забезпечує гармонійний розвиток національної економіки.

Банківські установи є важливими та активними учасниками інвестиційних процесів на РЦП, які можуть бути не тільки емітентами, але й інвесторами, а також надавати посередницькі, консалтингові та інші послуги своїм клієнтам. Тому стан та проблеми РЦП мають пряме відображення у діяльності банків, яка пов’язана з обігом ЦП. Так, наразі спостерігається позитивна тенденція зростання активів банків за останні п’ять років, що узагальнено становить 854,0 млрд грн порівняно з 2020 та 2016 роками (рис. К.1 додатка К). Крім того, діяльність банків України на РЦП

у 2017–2018 рр. відмічається значною активізацією (зростання вкладень у ЦП 2017 року, порівняно з 2016 роком, становило 101,4 млрд грн [189 %], а 2018 року, порівняно з 2017 роком, становило 88,2 млрд грн [141 %]).

Однак за даними 2018 року спостерігається зменшення обсягів вкладання вітчизняними банками коштів у ЦП (спад вкладень у ЦП 2018 року, порівняно з 2017 р., становив 75,9 млрд грн (75 %). 2019 р. знову відзначається зростанням у банківських активах обсягів ЦП і, порівняно з 2018 роком, вкладання в ЦП банками збільшилось на 8,4 млрд грн (104 %).

Всупереч зробленій заяві щодо вартості ЦП усіх банків у розмірі 12 750 млн грн, за оцінками незалежних сертифікованих експертів їх реальна вартість становила 2 970 млн грн. Та навіть таку суму нереально отримати від продажу їх ЦП, бо значна кількість емітентів були «підприємствами» лише на «папері» і практично не існували.

Самі ЦП часто випускалися із порушеннями норм чинного законодавства. Крім того, майже 10 % від загального кредитного портфеля банків, що ліквідуються (заборгованістю майже 37 млрд грн), – це кредити, заставою за якими є «сміттєві» ЦП. Незадовільна якість та застосовані схеми виведення активів напередодні визнання банків неплатоспроможними, зокрема із застосуванням «сміттєвих» ЦП, призвели до того, що, відповідно до звітів незалежних суб'єктів оціночної діяльності, майже 80 % вартості активів банків, що ліквідуються, існують лише «на папері» (при балансовій вартості активів у понад 500 млрд грн їх незалежна оцінка становить трохи більше 91 млрд грн) [268].

Ще одним важливим учасником інвестиційних процесів на РЦП є НПФ, метою яких є залучення грошових коштів вкладників, збереження та забезпечення їх приросту шляхом інвестування в економіку України та отримання додаткової недержавної пенсії учасниками НПФ. Отже, практична діяльність НПФ на РЦП являє собою процес інвестування пенсійних коштів в інструменти РЦП задля отримання додаткових вигод у вигляді дивідентів чи відсотків, що є додатковим джерелом доходу до загальнообов'язкового державного пенсійного забезпечення, водночас забезпечуючи потреби економіки довгостроковим інвестиційним капіталом.

На кінець 2019 року в Україні було зареєстровано 65 НПФ та адміністратори НПФ (для порівняння, на кінець 2015 в Державному реєстрі фінансових установ перебувало 72 НПФ та 23 адміністратори) [174]. На кінець 2019 р. НПФ діяли у 9 областях України – найбільше НПФ зосереджено у м. Київ – 47, що становить 72,3 % від усієї кількості зареєстрованих НПФ. Інвестиційну довіру до НПФ демонструє позитивна

динаміка показників інвестування як в НПФ, так і здійснення інвестиційної діяльності на РЦП самими НПФ (табл. 2.8). Необхідно зазначити, що загальна величина вкладень у НПФ за 2015–2019 рр. зросла на 131 млн грн, або на 6,9 %. Така позитивна тенденція відповідає і зміні загальної вартості активів НПФ, які є інвестованими ресурсами фондів. Зазвичай НПФ обирають для інвестування пенсійних коштів найменш ризикові інвестиційні інструменти РЦП, які дають впевненість у захисті пенсійних вкладів від зростання інфляції та водночас приноситимуть стабільну і чітко визначену дохідність. Дані табл. 2.8 свідчать про те, що переважними напрямами інвестування пенсійних активів в останні роки стали ЦП, дохідність за якими забезпечена КМУ, та гроші, розміщені на вкладних (депозитних) банківських рахунках.

Таблиця 2.8

Динаміка показників інвестиційних вкладень у НПФ України та інвестицій НПФ на РЦП у 2015–2019 рр., млн грн

Показники	Роки				
	2015	2016	2017	2018	2019
Загальна чисельність учасників НПФ, тис. осіб	836,7	834↓	840,8↑	855,3↑	874,6↑
Загальна вартість активів НПФ (інвестовані пенсійні активи), млн грн	1 980	2 138,7↑	2 465,↑6	2 745,2↑	3 143,3↑
Пенсійні вкладення, всього, млн грн, зокрема:	1 886,8↑	1 895,2↑	1 897,3↑	2 000,50↑	2 160,80↑
– від фізичних осіб	80,3	92,2↑	124,3↑	172,1↑	222,7↑
– від фізичних осіб-підприємців	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
– від юридичних осіб	1 806,3	1 802,10↓	1 772,3↓	1 827,7↑	1 937,3↑
Інвестиції в інструменти РЦП, в зокрема:	1 006,7	1 092,8↑	1 221,6↑	1 609,6↑	1 737,5↑
– ЦП, забезпечені гарантіями КМУ	675,2	875,8↑	1 004,90↑	1 263,5↑	1 443,5↑
– облігації українських підприємств-емітентів	266,3	200,8↓	202,4↑	298,6↑	236,7↓
– акції вітчизняних емітентів	65,2	15,7↓	11,3↓	43,8↑	42,7↓
– акції іноземних емітентів	0	0,5↑	3↑	3,7↑	3↓
– ЦП, забезпечених Радою міністрів Автономної Республіки Крим, місцевими радами згідно з українським законодавством	0	0	0	0	11,6↑
Частка ЦП в інвестованих пенсійних активах, %	53,35	57,66↑	64,39↑	80,46↑	80,41↓

Джерело: складено на основі [186; 174].

Також з табл. 2.8 видно, що НПФ віддають перевагу більш надійним інструментам РЦП і більшу частку пенсійних коштів інвестують у ЦП, які забезпечені КМУ, а також кладуть на депозитні рахунки. В цілому прослідковується щорічна тендеція у напрямі зростання частки ЦП у портфелях НПФ від 53,4 % у 2015 р. до 80,41 % у 2019 р. (зростання на 27,1 %).

В Україні гостро стоїть питання щодо фінансування пенсій, тому що щороку співвідношення кількості пенсіонерів до 1 працюючого стабільно збільшується. «Станом на 01.01.2017 за даними Пенсійного фонду України кількість пенсіонерів становить 11,94 млн осіб, водночас чисельність офіційно зареєстрованих осіб становить тільки 16,4 млн осіб. Про цю проблематику дискутують давно, політики весь час збираються вводити накопичувальну систему пенсійного забезпечення, але реально діючих кроків у цьому напрямі поки що так і не зроблено» [186]. Стабільні та розвинені НПФ здатні вирішити це питання пенсійного забезпечення в Україні, наслідком чого буде залучення довірених їм коштів громадян в інструменти РЦП, як це здійснюється у світі.

Наступними активними учасниками інвестиційних процесів на РЦП є страхові компанії (СК), які можуть акумулювати величезні суми коштів та інвестувати в інструменти РЦП. В Україні розвиток СК перебуває на низькому рівні. Упродовж останнього десятиріччя спостерігається тенденція до скорочення їх кількості. В Україні станом на 31.12.2019 діяло 233 компанії, що на 128 СК менше, ніж у 2015 р. (табл. 2.5).

Розміщення страхових резервів СК, тобто їх інвестування, здійснюється згідно зі статтею 31 Закону України «Про страхування», де визначено перелік активів за відповідними категоріями. З 2015 р. по 2019 р. активи СК, які уособлюють у собі інвестиційні ресурси, демонстрували тенденцію до зростання. Як бачимо, частка активів СК у ЦП завжди була низькою порівняно із загальною вартістю активів (рис. К.2 додатка К).

Найвищі показники інвестування коштів СК були 2019 року, в якому вартість активів СК, дозволених для представлення коштів страхових резервів, сягнула 44 609,9 млн грн, що на 3 943,4 млн грн, або на 9,7 % більше від попереднього року та на 8 191,1 млн грн, або на 22,5 % більше порівняно із 2015 р.

Отже, задля збереження капіталу населення інвестування активів СК у ЦП обмежується законодавчими нормативами. Аналіз структури активів, дозволених для представлення коштів страхових резервів

відповідно до законодавства, 2015–2019 рр. (табл. К.1 додатка К) показав, що участь СК у інвестиційних процесах на РЦП з року в рік знижується, що засвідчує скорочення частки ЦП, в яких представлені кошти страхових резервів, у загальній величині вкладень СК. Так, частка ЦП, в яких представлені кошти страхових резервів, у загальній величині вкладень СК знизилась від 42,0 % 2015 р. до 32,2 % 2019 р. Варто зазначити, що найбільш активно СК інвестують в акції та ЦП, що емітуються державою, водночас частка останніх 2019 року була найбільшою серед вкладень СК у ЦП загалом та становила 21,6 %.

Узагальнюючи результати проведеного аналізу участі інституційних інвесторів в інвестиційних процесах на РЦП, варто зазначити, що найбільш широкий спектр інструментів інвестування використовують ІСІ (табл. 2.9), а саме: акції, векселі, облігації підприємств, державні ЦП, облігації місцевих позик, облігації іноземних держав, деривативи.

Таблиця 2.9

Вкладення інституційних інвесторів у різні види ЦП 2015–2019 рр., млн грн

Цінні папери	Роки	Інституційні інвестори на РЦП		
		ІСІ	НПФ	СК
Акції	2015	26 223,0	65,2	11 901,4
	2019	13 066,0	45,7	3 734,7
Векселі	2015	15 909,0	0	0
	2019	7 886,20	0	0
Облігації підприємств	2015	8 899,0	266,3	735,1
	2019	13 316,8	236,7	944,1
Державні цінні папери	2015	292,0	675,2	2 604,3
	2019	745,74	1 937,3	9 643,4
Облігація внутрішніх місцевих позик	2015	0	0	0
	2019	11,6	11,6	0
Облігації іноземних держав	2015	0	0	0
	2019	12,3	0	0
Деривативи	2015	72,0	0	0
	2019	1 839,6	0	0
Іпотечні сертифікати	2015	0	0	38,6
	2019	0	0	64,8
Цінні папери	2015	51 395,0	1 006,7	15 279,4
	2019	36 878,2	1 737,5	14 387,0

Джерело: складено на основі [174].

Дані табл. 2.9 також свідчать про те, що участь в інвестиційних процесах на РЦП відзначається певною активізацією за таким інституційним інвестором, як НПФ, адже загальна сума інвестування в ЦП цими інституційними інвесторами збільшилася за 2015–2019 рр. на 730,8 млн. Таке зростання було зумовлене збільшенням розмірів інвестування в ЦП, забезпечених гарантіями КМУ на суму 131 млн грн.

Щодр ІСІ та СК,то тенденції останніх років свідчать про скорочення розмірів інвестування в ЦП на РЦП цими інституційними інвесторами. Так, інвестиційні вкладення ІСІ в ЦП скоротились 2019 р. порівняно із 2015 р. на 14 516,8 млн грн, що відбулося за рахунок зменшення інвестицій в акції на 13 157,0 млн грн та у векселі на 8 022,8 млн грн. Спад інвестиційної активності на РЦП СК характеризується зменшенням обсягів вкладень у ЦП за аналізований період на 892,4 млн грн, що було зумовлене значним скороченням інвестування (на 8 166,7 млн грн) в акції.

Отже, у вітчизняних інституційних інвесторів є значний потенціал щодо акумулювання вільних фінансових ресурсів та їх ефективного інвестування на РЦП, який, на жаль, використовується не повною мірою через нерозвиненість самого РЦП України та неналагодженість інвестиційних процесів на ньому.

Не останню роль у функціонуванні РЦП та забезпеченні ефективності здійснення інвестиційних процесів за участю різних суб'єктів відіграє інфраструктура РЦП, яка є сполучною ланкою між інвестором і емітентом. Як було обґрунтовано у п. 1.3 роботи, інфраструктуру РЦП варто розглядати в розрізі таких основних складових елементів, як:

1) функціональна інфраструктура (організатори торгів – фондові біржі, позабіржовий ринок, аукціони);

2) посередницька інфраструктура (торгівці цінними паперами, банки);

3) регулятивна інфраструктура (органи державної влади, законодавчі норми, ПФО, СРО);

4) інформаційно-консультативна інфраструктура (засоби масової інформації, інформаційні, рекламні, консалтингові та консультаційні компанії, мережа «Інтернет», професійні агенти РЦП [«інформаційні агенти РЦП»]);

5) технічна інфраструктура (депозитарії, депозитарні установи, розрахункові центри, клірингові системи, депозитарії банків та фондових бірж;

6) технологічні платформи, інформаційні лінії передач даних та платіжні системи реалізації розрахунків у режимі on-line, управління cash flaw та ЦП клієнта, використання мережі «Інтернет», мобільного зв'язку тощо).

Основним суб'єктом функціональної інфраструктури РЦП є фондова біржа, тобто своєрідна торговельна площадка, де об'єктом операцій купівлі-продажу є інвестиційні інструменти РЦП, їх похідні та інші інструменти фінансового ринку, що має на меті забезпечення справедливої та впорядкованої торгівлі, а також ефективна організація процесу розповсюдження інформаційних даних щодо вартості інструментів РЦП.

Сьогодні фондовий біржовий ринок в Україні представлений п'ятьма біржами: ПАТ «Фондова біржа «ПЕРСПЕКТИВА», ПАТ «Фондова біржа ПФТС», ПАТ «Українська міжбанківська валютна біржа», ПАТ «Українська фондова біржа», ПАТ «Українська біржа».

Станом на 31.12.2019 ліцензійні дозволи на здійснення діяльності щодо організації торгів ЦП мали 4 фондові біржі: АТ «Українська біржа»; АТ «Фондова біржа «ПФТС»; ПрАТ «Фондова біржа «Перспектива» та ПрАТ «Українська фондова біржа». Однак зазначимо, що кількість фондових бірж в Україні в різні роки періоду з 2015 р. по 2019 р. коливалась, а саме: 2015 року було зареєстровано і надано відповідну ліцензію 9 фондовим біржам; 2016 р. їх кількість дорівнювала 8; 2017 року функціонувало 7 бірж; 2018 р. функціонувало 6 фондових бірж і 2019 р. – 5. Отже, РЦП відзначається позитивною тенденцією зменшення кількості фондових бірж. Також варто зазначити, що хоча на РЦП України протягом 2019 р. торгівля проводилася на 5 фондових біржах, основна частка обсягів торгів припадала на дві фондові біржі – ПАТ «Фондова біржа «ПЕРСПЕКТИВА» (61,13 % обсягів торгів) та ПАТ «Фондова біржа ПФТС» (37,61 % обсягів торгів) (табл. 2.10).

Таблиця 2.10

Динаміка обсягів торгів на організаторах торгівлі на біржовому РЦП України 2015–2019 рр.

Найменування організаторів торгівлі	Роки									
	2015		2016		2017		2018		2019	
	млн грн	питома вага, %	млн грн	питома вага, %	млн грн	питома вага, %	млн грн	питома вага, %	млн грн	питома вага, %
Перспектива	220332,2	76,98	36057,6↓	57,80↓	127410,0↓	61,91↑	127325,0↓	48,81↓	186363,2↑	61,13↑
ПФТС	53181,8	18,58	93719,2↑	39,81↑	64337,7↓	31,26↓	112518,2↑	43,13↑	114672,7↑	37,61↓
УБ	6692,4	2,34	3531,2↓	1,50↓	13412,2↑	6,52↑	20987,9↑	8,05↑	3840,2↓	1,26↓
КМФБ	3565,3	1,25	1743,3↓	0,74↓	81,8↓	0,04↓	-	-	-	-
Універсальна	591,3	0,21	252,1↓	0,11↓	399,2↑	0,19↑	-	-	-	-
СЄФБ	1413,4	0,49	59,1↓	0,03↓	-	-	-	-	-	-
УМВБ	118,7	0,04	21,7↓	0,01↓	-	-	34,9↑	0,01↑	4,4↓	0↓
УФБ	302,0	0,11	18,9↓	0,01↓	1,2↓	0↓	-	-	-	-
ІННЕКС	5,1	0	2,0↓	0↓	145,4↑	0,07↑	0,5↓	0↓	-	-
УМФБ	5,9	0	-	-	-	-	-	-	-	-
Усього	286208,0	100,0	235405,1↓	100,0	205787,5↓	100,0	260866,5↑	100,0	304880,5↑	100,0

Джерело: складено на основі [174; 296; 216].

З табл. 2.10 видно, що знижувалися щорічно показники торгів ЦП на фондових біржах у 2015–2017 рр., порівняно з кожним попереднім роком (2016 р., порівняно з 2015 р., обсяг торгів ЦП знизився на 17, 8%; у 2017 р., порівняно з 2016 р., обсяг торгів ЦП знизився 12,6 %. 2018–2019 рр. відбулося невелике збільшення обсягів торгівлі ЦП на організованих площадках українського РЦП (за два роки показник підвищився на 48,2 %).

Водночас варто зазначити про негативне явище українського РЦП, коли має місце одночасна торгівля одним і тим самим інструментом РЦП на різних фондових біржах і з різною вартістю ЦП. Це перешкоджає встановленню реальної ціни інструмента РЦП (а відповідно й вартості підприємства). Структура біржових угод на фондових біржах представлена переважно такими фінансовими інструментами, як акції,

державні облігації, облігації підприємств, інвестиційними сертифікатами та деривативами. У період з 2015 р. по 2019 р. найбільша питома вага серед фінансових інструментів РЦП належить Державним облігаціям України (2015 р. – 87,12 %, а 2019 р. – 96,81 %) (табл. 2.11).

Таблиця 2.11

Структура обсягу біржових контрактів на фондових біржах України за фінансовими інструментами РЦП 2015–2019 рр., %

Вид фінансових інструментів	Роки				
	2015	2016	2017	2018	2019
Акції	2,00	0,92	2,45	0,47	0,12
Облігації підприємств	4,68	3,98	2,97	3,94	2,87
Державні облігації України	87,12	89,16	92,11	94,48	96,81
Облігації внутрішніх місцевих позик	0,01	0	0	0	0
Облігації іноземних держав	0	0	0	0	0,01
Інвестиційні сертифікати	0,75	0,17	0,03	0,10	0,11
Опціонні сертифікати	0,21	0,43			
Деривативи	2,24	0,54	2,44	1,01	0,07
Депозитні сертифікати Національного банку України	3,00	4,8	0	0	0

Джерело: складено на основі [174; 249; 296].

Найбільші обсяги торгів ЦП в Україні сьогодні відбуваються на трьох українських фондових біржах, а саме: на ПАТ «Фондова біржа «Перспектива», ПАТ «Фондова біржа «ПФТС» та ПАТ «Українська біржа». Як демонструє нам аналіз діяльності фондових бірж протягом останнього десятиліття, на сьогодні ці три біржі чи не єдині, на яких взагалі здійснюється торгівля цінними паперами в Україні. Саме через ці три біржі організовуються найбільші капіталовкладення на біржовому ринку України шляхом укладення біржових контрактів. Серед цих бірж 2019 р. найбільше контрактів було укладено на фондові біржі ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» − вартість контрактів становила 186 363,23 млн грн. У трійку найбільш затребуваних інструментів РЦП на цій біржі 2019 року увійшли: державні облігації України – 185 602,69 млн грн, облігації підприємств – 554,50 млн грн, деривативи – 205,18 млн грн.

Другу позицію за обсягом укладених біржових контрактів 2019 року займає фондова біржа «ПФТС» – 114 757,95 млн грн. Лідерами серед фінансових інструментів на цій біржі 2017 року були: державні облігації України – 108 590,73 млн грн, облігації підприємств – 5 509,54 млн грн та акції – 254,13 млн грн.

І третьою за обсягами укладених біржових контрактів 2019 року є ПАТ «Українська біржа » – на цій біржі було укладено контракти загальною вартістю 3 840,18 млн грн. Серед фаворитів-фінансових інструментів на цій біржі були: облігації підприємств – 2 697,81 млн грн, державні облігації України – 1 056,04 млн грн, акції – 1 729,48 млн грн. Як бачимо, найзатребуванішими інструментами РЦП 2019 року на фондових біржах були державні облігації України, що пояснюється, очевидно, більшою надійністю останніх щодо інших фінансових інструментів на вітчизняному РЦП.

Отже, за результатами проведеного аналізу діяльності фондових бірж на РЦП України виокремлено такі основні проблеми, які уповільнюють розвиток біржової діяльності в Україні, за винятком політичних: частка біржового ринку на РЦП є досить низькою, основна маса торгів здійснюється на позабіржовому ринку; капіталізація РЦП України є вкрай недостатньою, що негативно впливає на розвиток торгівлі корпоративними облігаціями та деривативами; невідповідність біржової торгівлі в Україні світовим тенденціям. Одним із напрямів вирішення цих проблем є об’єднання нині функціонуючих фондових бірж в єдину, як це прийнято в країнах з моноцентричною біржовою системою, яка буде діяти на принципах регульованих ринків ЄС і здатна інтегруватися у світовий фінансовий простір. Гарантією дотримання принципів прозорості та справедливості на РЦП є ефективне функціонування депозитарної системи. В Україні депозитарна система представлена Національним депозитарієм України, Розрахунковим центром з обслуговування договорів на фінансових ринках і депозитарними установами. Станом на 31.12.2019 186 суб’єктів РЦП мали ліцензії на провадження депозитарної діяльності, 39 суб’єктів – ліцензійні дозволи на реалізацію діяльності із збереження активів спільного інвестування, 15 – ліцензії із провадження діяльності із зберігання активів пенсійних фондів і 1 ліцензію на здійснення клірингової діяльності (рис. Л.1 додатка Л).

Отже, можемо говорити про низький рівень розвитку інфраструктури РЦП, про низьку активність та відсутність необхідної кількості суб’єктів РЦП, зокрема, є гостра потреба в емітентах та інвесторах на

РЦП, а це – основні суб'єкти, без яких не може існувати ринок. Кількісна оцінка впливу рівня розвитку інфраструктури РЦП на обсяг вкладення інституційних інвесторів у ЦП потребує реалізації кореляційно-регресійних моделей, вихідні дані для яких мають включати дані таких суб'єктів РЦП, як банківські установи, ІСІ та НПФ.

Високий коефіцієнт детермінації між факторним та результативним показниками для банківських установ, що дорівнює майже 90 %, свідчить про досить високу тісноту зв'язків між кількістю ліцензійованих депозитарних установ та обсягом вкладення банків у ЦП. Якщо б спостережень було набагато більше, то коефіцієнт детермінації все одно був би високим. Висока тіснота зв'язків також характерна для ІСІ, де зміна кількості ліцензійованих установ, що займаються діяльністю із зберігання активів спільного інвестування на 85 % пояснюється змінами в обсязі вкладень у ЦП, на відміну від НДФ, де зв'язок між факторною ознакою та результативною становить 40 %.

Для банківських установ та ІСІ в регресійно-кореляційній моделі коефіцієнт детермінації є значущим, а зв'язок між показниками надійний, оскільки розрахункове значення критерію Стьюдента вище табличного (2,77 при 4 ступенях свободи та рівні довірчої ймовірності 0,05). Коефіцієнт Фішера свідчить про адекватність моделі, адже розрахунковий показник менше табличного. Для НПФ критерій Стьюдента та коефіцієнт Фішера свідчать про низьку якість моделі, що розкриває внутрішні проблеми функціонування НПФ: низький рівень дохідності через недовіру населення до вкладень у НПФ.

Оскільки отримані результати реалізації регресійно-кореляційної моделі є досить суперечливими, то доцільним є об'єднання усіх факторних та результативних показників з метою дослідження їх сумісного впливу. Вихідні дані наведено у табл. 2.12.

Таблиця 2.12

Дані регресійно-кореляційної моделі оцінки впливу кількості суб'єктів РЦП на обсяг вкладень інституційних інвесторів

Рік	Кількість ліцензійованих суб'єктів, од.	Інвестиції в ЦП, млрд грн
2015	335	264,9967
2016	293	371,7028
2017	268	463,4846
2018	253	385,7964
2019	240	453,6938

Джерело: складено на основі [174].

У середньому на 87 % зміни інвестицій в цінні папери обумовлені зміною кількості ліцензійованих суб'єктів, що за шкалою Чедока свідчить про тісний зв'язок між показниками. Відповідно до критерію Стьюдента та коефіцієнта Фішера зв'язок між показниками є надійним, а модель – адекватною.

Отже, результат реалізації регресійно-кореляційної моделі оцінки впливу кількості суб'єктів РЦП на обсяг вкладень інституційних інвесторів свідчить про високу залежність рівня розвитку інфраструктури РЦП на інвестиційні процеси на РЦП в цілому. Незважаючи на це, до сьогодні не вироблено чіткої правової регламентації діяльності фінансових інститутів РЦП, не налагоджено механізм чіткої взаємодії та співпраці між державою та іншими учасниками ринку.

Отже, використання описових методів статистики дозволяє зробити висновок про низький рівень розвитку інфраструктури РЦП, низьку активність та відсутність необхідної кількості суб'єктів РЦП, зокрема, є гостра потреба в емітентах та інвесторах на РЦП, а це – основні суб'єкти, без яких не може існувати ринок. Результати, що отримані за допомогою методів статистичного висновку, свідчать про високий вплив як зовнішніх макроекономічних чинників, що гальмують розвиток РЦП, так і внутрішніх. Також до сьогодні не вироблено чіткої правової регламентації діяльності фінансових інститутів РЦП, не налагоджено механізм чіткої взаємодії та співпраці між державою та іншими учасниками ринку.

Аналіз діяльності суб'єктів РЦП дає можливість виділити кілька напрямів у розвитку РЦП: створити комітет, який би регулював питання взаємодії та зобов'язань усіх учасників РЦП; розширити; об'єднання бірж, а також вироблення єдиних правил функціонування фондових бірж для уникнення зайвих спекуляцій цінами, міжбіржових протиріч та будь-яких інших перешкод, що заважають ефективному та прозорому функціонуванню РЦП; розробка чітких та зрозумілих для інвесторів, особливо для дрібного «пересічного» інвестора, правил надання послуг усіма суб'єктами РЦП, зокрема фондовими біржами, що сприяло б залученню додаткових інвестицій на РЦП; дієвий механізм захисту прав інвесторів на РЦП; наділення СРО більш широкими правами та повноваженнями у питаннях регулювання РЦП. Від того, наскільки злагоджено функціонуватимуть та співпрацюватимуть суб'єкти РЦП, залежить ефективність здійснення інвестиційних процесів як на цьому ринку, так і в країні загалом.

Висновки до розділу ІІ

Проведене у другому розділі дослідження ретроспективи та сучасних реалій здійснення інвестиційних процесів на РЦП в Україні дало підстави зробити такі висновки:

1. Для реалізації інвестиційних процесів на РЦП життєво важливими є його певні забезпечення, до складу яких, крім ресурсного, правового, нормативного, організаційного, інформаційного та технологічного, запропоновано внесення такого забезпечення, як інституційне, яке є системою державних (формальні правила) і недержавних (неформальні норми) органів-регуляторів, що й забезпечує наявність необхідних для реалізації інвестиційних процесів на РЦП правових, нормативних, організаційних, ресурсних, інформаційних та технологічних умов. Найважливішими елементами інституційного забезпечення інвестиційних процесів на РЦП є: правове забезпечення; суб'єкти інституційного забезпечення; розвиток інституційного середовища у сфері РЦП.

2. Сьогодні РЦП вимагає трансформацій, очищення від фінансового хаосу, який вбачається у наявності фінансових махінацій на РЦП та значної кількості ЦП тих емітентів, які не мають ніякого зв'язку з виробничою діяльністю. Модифікацію вітчизняного РЦП необхідно починати з активізації ролі держави в процесах побудови ефективного механізму ДР РЦП, вироблення чіткої довгострокової стратегії розвитку РЦП, побудованої на конкретних експертних розрахунках та прогнозах, з детальним покроковим планом дій, та неухильного її дотримання, з поступовим переходом (у співвідношенні до паралельного зростання показників розвитку ІП на РЦП) до зменшення ролі держави, посилення автономії та саморегулювання всередині ринку РЦП.

Ключовим елементом ДР РЦП має бути вироблення та реалізація дієвого механізму його функціонування, який передбачає визначення мети регулювання, суб'єктів її досягнення, конкретизації функцій регулювання, застосування принципів, методів, інструментів та важелів впливу на його суб'єктів з метою забезпечення ефективного функціонування та розвитку інвестиційних процесів на РЦП. Функціонування механізму державного регулювання РЦП, який визначено як взаємопов'язана система структурних складових, якими є цілі, завдання, принципи, функції, суб'єкти й об'єкти, методи, форми, інструменти та важелі державного регулювання РЦП, що у своїй взаємодії та взаємозв'язку обумовлюють ефективне здійснення інвестиційних процесів

на РЦП та розвиток цього ринку, повинен забезпечувати єдність інтересів як учасників інвестиційних процесів на РЦП, так і суб'єктів регулювання РЦП.

1. Роль РЦП в інвестиційних процесах визначається певними історичними умовами його формування у тій чи іншій країні, зокрема в Україні. Розгляд ретроспективи РЦП в Україні дозволив виявити той факт, що довгий час у нашій країні недооцінювалися роль та значення цього ринку, адже першочергово він, не маючи відповідної інфраструктури, використовувався лише як механізм для здійснення приватизаційних процесів у країні. Визначено, що періодизація становлення й розвитку РЦП відбувається завдяки розмежуванню та розподілу на етапи розвитку за спільними характеристиками та ознаками, які притаманні тому чи іншому періоду розвитку РЦП, шляхом аналізу динаміки функціонування ринку як такого та здійснення інвестиційних процесів на ньому, дослідження розвитку законодавчого нормотворення щодо регулювання РЦП, вивчення соціально-економічних та політичних передумов та умов розвитку тощо. Періодизація інституційного забезпечення та розвитку РЦП, що формує організаційно-правові та економічні умови провадження і розвитку діяльності його учасників, конкретизується такими етапами: 1) планова економіка та передумови зародження РЦП (1920–1990 рр.); 2) активізація процесів приватизації та роздержавлення в Україні через випуск інструментів РЦП (1991 р. – початок 1995 р.); 3) утвердження національного РЦП (кінець 1995 р. – початок 2002 р.); 4) стабілізація та пожвавлення інвестиційних процесів (кінець 2002 р. – перша половина 2008 р.); 5) посткризове відновлення (друга половина 2008 р. – 2012 р.); 6) стагнація і падіння показників розвитку (2013–2014 рр.); 7) очищення та перезавантаження (2015 р. – дотепер). Це дало змогу виявити системні проблеми у системі ринку цінних паперів та відповідних інвестиційних процесів, передумови їх подальшого розвитку.

4. Сьогодення розвитку РЦП України характеризується обмеженим колом інвесторів, що є наслідком того, що законодавець на сьогодні захищає права олігархічної верхівки й створює усю необхідну для цього «законодавчу платформу». Крім того, така ситуація пояснюється негативним впливом на функціонування РЦП України, а отже, і на здійснення інвестиційних процесів на ньому, політичних та загальноекономічних чинників у державі. 2018–2019 рр. спостерігається позитивна

тенденція приросту обсягів торгів на РЦП, яка відзначається випереджаючими темпами приросту ВВП у ці роки (приріст обсягів торгів на РЦП 2018 року становив 26,1 % за зростання ВВП на 19,3 %; 2019 року приріст обсягів торгів на РЦП становив 16,87 % за зростання ВВП на 11,69 %). Оцінка кількісного впливу обсягу ВВП на обсяг торгів на РЦП за допомогою кореляційно-регресійної моделі, реалізація якої дозволила проаналізувати макроекономічні чинники впливу на діяльність учасників інвестиційних процесів на РЦП та зробити висновок, що макроекономічний чинник ВВП має високий вплив на діяльність суб'єктів інвестиційних процесів на РЦП. Відповідно до коефіцієнта детермінації можна зробити висновок, що в середньому на 83 % зміна обсягу торгів на РПЦ зумовлена зміною ВВП, що за шкалою Чедока показує високу тісноту зв'язку між обсягом торгів на РПЦ та ВВП. Значення критерію Стьюдента свідчить про те, що величина коефіцієнта детермінації є значущою, а зв'язок між обсягом ВВП та обсягом торгів на РЦП є надійним, відповідно до коефіцієнта Фішера модель є адекватною.

5. Сучасна ситуація на РЦП є відображенням загальноекономічних тенденцій, певних прорахунків регуляторів ринку, результатом політичної та економічної нестабільності протягом останніх років в Україні. Та позитивні тенденції в розвитку та функціонуванні РЦП усе таки прослідковуються: загальна вартість емісії цінних паперів на кінець 2019 р. становила 112,7 млрд грн, що на 52,3 млрд грн збільшилося, якщо порівнювати з даними на кінець 2018 р. (60,3 млрд грн); загальна вартість біржових угод, здійснених на фондових біржах у кінці 2019 р., становила 305 млрд грн, а це на 44,2 млрд грн збільшилося, якщо порівнювати з відповідними даними за попередній рік. РЦП України є фрагментованим, адже один і той самий інструмент може торгуватися одночасно на різних біржових майданчиках за різними цінами, що ускладнює визначення справедливої ціни емітентів ЦП. Структура біржових угод на фондових біржах представлена переважно такими фінансовими інструментами, як акції, державні облігації, облігації підприємств, інвестиційними сертифікатами та деривативами. У період з 2015 р. по 2019 р. найбільша питома вага серед фінансових інструментів РЦП належить державним облігаціям України (2015 р. – 87,12 %, а 2019 р. – 96,81 %).

6. Кількісна оцінка впливу рівня розвитку інфраструктури РЦП на обсяг вкладення інституційних інвесторів у ЦП на основі реалізації кореляційно-регресійних моделей, вихідні дані для яких включають дані таких суб'єктів РЦП, як банківські установи, ІСІ та НПФ, свідчить про високу залежність рівня розвитку інфраструктури РЦП на інвестиційні процеси на РЦП в цілому. Використаний статистико-методичний інструментарій дозволив зробити висновок про низький рівень розвитку інфраструктури РЦП України, низьку активність та відсутність необхідної кількості суб'єктів РЦП, зокрема, є гостра потреба в емітентах та інвесторах на РЦП, а це – основні суб'єкти, без яких не може існувати ринок, а також про високий вплив макроекономічних чинників, що гальмують розвиток РЦП. За допомогою реалізації кореляційно-регресійних моделей доведено, що в середньому на 87 % зміни інвестицій у ЦП зумовлені зміною кількості ліцензованих суб'єктів, що за шкалою Чедока свідчить про тісний зв'язок між показниками. Відповідно до критерію Стьюдента та коефіцієнта Фішера зв'язок між показниками є надійним, а модель – адекватною. Аргументовано, що на національному РЦП не вироблено чіткої правової регламентації діяльності інвесторів, не налагоджено механізм ефективної взаємодії та співпраці між державою та іншими учасниками РЦП.

7. Напрямами розвитку РЦП є: об'єднання бірж та вироблення єдиних правил їх функціонування задля уникнення зайвих спекуляцій цінами, міжбіржових протиріч та будь-яких інших перешкод, що заважають ефективному та прозорому функціонуванню РЦП; розроблення чітких та зрозумілих для інвесторів правил здійснення інвестиційних процесів на РЦП, що сприяло б підвищенню їх інвестиційної активності; реалізація дієвого механізму захисту прав інвесторів на РЦП; наділення СРО більш широкими правами та повноваженнями у питаннях регулювання РЦП.

РОЗДІЛ ІІІ
НАПРЯМИ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

3.1. Систематизація індикаторів оцінювання ефективності реалізації інвестиційних процесів на ринку цінних паперів

Отже, в Україні РЦП ще не відіграє такої ролі, яку відіграють провідні міжнародні ринки. Обираючи більш вигідний варіант вкладення своїх заощаджень, українці віддають перевагу банківській системі.

За результатами проведеного аналізу особливостей функціонування РЦП в Україні варто виділити такі проблеми його розвитку: 1) відсутність довгострокової стратегії розвитку саме РЦП. Часто вона розробляється представниками інших країн, які, на нашу думку, не завжди об'єктивно спроможні оцінити стан вітчизняного РЦП та фінансово-економічну ситуацію в країні, а також ці представники «просувають» «свої інтереси»; 2) необізнаність та незацікавленість населення в інструментах РЦП, а також низький рівень життя у країні, що зменшує їх схильність до заощаджень; 3) невеликий вибір фінансових інструментів (переважно використовуються «класичні» ЦП); 4) велика конкуренція з банківськими депозитами, які є більш надійними та зрозумілими для населення; 5) низький рівень інвестиційної привабливості через кризову економічну та політичну ситуацію в країні; 6) монополізація; 7) низька продуктивність праці; 8) тривале існування великої кількості фондових бірж, більшість яких здійснювали нерегулярні операції; 9) низька ліквідність ЦП публічних акціонерних товариств; 10) відсутній чіткий механізм взаємодії бірж з єдиними стандартами проведення розрахунків та клірингу, депозитарною системою; 11) недосконаліть валютного регулювання, тобто існує достатньо низька гарантія віддачі інвестицій для зарубіжних інвесторів; 12) неправдивість інформаційних даних щодо загального розміру торгівлі на організованому ринку, що заважає прозорості та відкритості РЦП, водночас знижуючи й так низький рівень довіри до національних інструментів РЦП; 13) безглузде «змальовування» зарубіжних парадигм без наявності необхідних для цього умов; 14) недотримання учасниками ринку принципів прозорості, чесності, відповідальності тощо, що є результатом слабкого правового поля щодо регулювання РЦП; 15) низький рівень free-float.

Процес зростання господарсько-економічного життя країни та інвестиційного розвитку РЦП – взаємозалежні процеси. Покриття грошових дефіцитів за рахунок отримання інвестиційного капіталу підприємствами на РЦП – загальнопоширена світова практика, що не втрачає своєї актуальності. Цілком логічно, що основним оцінюючим параметром успішного та результативного функціонування РЦП є ефективність та якість здійснення на ньому ІП, бо першочерговим завданням РЦП є залучення та перерозподіл інвестиційних ресурсів.

«Аналітичний огляд наукової літератури дає причини стверджувати, що нема єдиного універсального індикатора, показника чи критерію, який би враховував та демонстрував усі сторони та складові елементи функціонування РЦП. Тому задля комплексної оцінки ефективність інвестиційних процесів на РЦП потрібно вимірювати різними методами та способами. Це питання є значущим як для науковців, так і для безпосередніх суб'єктів РЦП. Економічна наука, особливо зарубіжна, багата на наукові теоретичні парадигми й методичні та практичні підходи щодо визначення ефективності РЦП. Але вважаємо, що через різноманітні причини, наприклад, через велику складність та застосування значної кількості показників, що в нашій державі просто відсутні та не відстежуються, переважна більшість показників не може бути використана для оцінювання ефективності інвестиційних процесів національного РЦП. У моделях академічних досліджень створюються ефективно функціонуючі ринки прототипів, на різних ринках здійснюються тести на ефективність» [19].

Однією з центральних ідей сучасного фінансування є ефективна ринкова гіпотеза (EMH), представлена компанією Fama (1970 та 1991). Ця гіпотеза була опублікована вперше французьким математиком Л. Бешелером у його докторській дисертації «Теорія спекуляцій», але абсолютно проігнорована до 1050-років.

Статус видатної теоретичної гіпотези це дослідження набуло в середині 1960 р. після виходу докторської дисертації Є. Фами. Ця гіпотеза поділяє ефективність ринку відповідно до набору інформації, яка відображається у ринкових цінах [289]:

– слабка форма інформаційної ефективності – поточні ринкові ціни відображають усю інформацію про ціни, які були в минулому на ринку, інформацію щодо стану РЦП в минулому, в основі лежить технічний аналіз (аналізуються зміни цін та кількість укладених контрактів за певний період);

– напівсильна форма інформаційної ефективності – поточні ринкові ціни відображають усю загальнодоступну інформацію, що є доступною у поточний момент часу на фінансовому ринку і РЦР зокрема. Тобто йдеться про публічну, відкриту та доступну на поточний момент для всіх інформацію, що включає також інформацію про минулі операції на ринку;

– сильна форма інформаційної ефективності – внутрішня вартість ЦП повністю збігається із зовнішньою, поточні ціни відображають усю можливу інформацію як на рівні держави, так і на рівні приватних підприємств, тобто таку, яка відома навіть вузькому колу осіб тощо, що дозволяє уникнути монополії на РЦП та отримати дохід, вищий за ринкові норми під час формування ціни на ЦП.

Малкіль, продовжуючи цю тематику, стверджував, що ринок капіталу є ефективним, якщо він повністю і правильно відображає усю відповідну інформацію під час визначення цін, яка враховує безпеку цін, оцінку ризиків та очікуваних доходів. Це означає, що на основі встановленої інформації неможливо отримати економічну вигоду. Усі емпіричні дослідження з теорії ефективних ринків пов'язані з тим, що ціна повністю відображає певні підмножини наявної інформації. Проводилися слабкі форми тестів з інформаційною підмножиною, що представляє минулі історії цін. Тести слабкої форми ефективності включають у себе послідовну кореляцію, пробіги, правила торгівлі та коефіцієнт дисперсії тощо.

Тести напівсильної форми ефективності проводяться з використанням методології дослідження подій, поведінки та реакції цін на публічні оголошення тощо.

Для перевірки сильної форми ефективності проводяться тести на приватну інформацію (чи є конкретні інвестори, які інформовані не тільки про ринкові ціни). На практиці інвестори стурбовані тим, як отримати чітку інформацію про ціни та досягти високої прибутковості. Ефективність ринку передбачає також оптимальний розподіл ресурсів в економіці. У цьому аспекті визначено три складові види ефективності ринку: 1) ефективність операцій: фінансовий ринок є операційно ефективним, якщо він працює гнучко, з обмеженими затримками (замовлення можуть бути передані з усіх куточків світу на РЦП досить швидко, а також швидко виконуються і підтверджуються). Ринки повинні

виконувати свої операції за найнижчими витратами. Конкуренція між ринками є складовою частиною підвищення операційної ефективності. Технологія також є важливим чинником досягнення операційної ефективності. Ринок може працювати ефективно, однак не будучи інформаційно ефективним; 2) асоціативна ефективність: ресурси в економіці є дефіцитними, і важливо розподіляти ресурси так, щоб досягти оптимальної продуктивності. Ефективний ринок повинен спрямовувати фонди залучених інвестицій так, щоб допомогти зростанню різних галузей економіки; 3) ефективність ціноутворення / ефективність інформації: на ефективному ринку інвестор може розраховувати ціноутворення та очікуваний дохід з урахуванням ризику, оскільки будь-які новини щодо ціни миттєво та неупереджено просуваються по ринку. Інформаційно ефективний ринок – це той, на якому ціни швидко реагують у відповідь на нову інформацію. Та світова практика свідчить, що ця гіпотеза не завжди спрацьовує через певні причини. Насамперед через численні ринкові викривлення: часові відхилення, антитрендові програми, програми «забезпечення трендової подібності», позитивна автокореляція збільшення цін в інтервали до півроку та від'ємна – часові межі три-вісім років для індексів ринків, низка календраних відхилень. Крім того, підсумком світової фінансової кризи, що відбулася 2007–2009 рр., стало те, що найбільше негативних наслідків кризи відчули саме ті учасники фінансових відносин, які за гіпотезою ефективності ринку якраз вважалися ефективними та з надзвичайно низькою ймовірністю щодо появи криз.

Кризове становище цих РЦП, суб'єкти яких реалізовували операції з кредитними та іпотечними інструментами, стали осередком розповсюдження потрясінь на фінансові ринки зарубіжних країн і порушили загальну стабільність фінансових та економічних систем держав світу. Усе вище зазначенене лише доводить, що ця гіпотеза ефективного ринку не є досконалою як і більшість фінансових гіпотез.

З позицій інформаційності досліджували ефективність РЦП й вітчизняні науковці. У цьому аспекті цікавим є дослідження українських науковців В. Хвостенко та М. Бабича, які висунули гіпотезу про те, що український РЦП є інформаційно-ефективним (рис. 3.1).



Рис. 3.1. Ключові аспекти інформаційної ефективності українського РЦП

Джерело: побудовано на основі [259, с. 160–161].

Для підтвердження своєї гіпотези (рис. М.1 додатка М) вони проаналізували взаємозв'язок інформації про очікувані парламентські вибори, що відбулися в Україні 2 квітня 2007 року, та зміну вартості акцій «Української біржі», в результаті чого ними був зроблений висновок, що вартість ЦП на РЦП України чутлива до зовнішньої інформації.

На вітчизняному РЦП для всіх суб'єктів є доступ до інформації щодо минулих цін, операцій кількості укладених контрактів з ЦП тощо, адже існує достатня кількість доступних джерел інформації, зокрема, ця інформація відображена у щорічних звітах НКЦПФР, ІСІ, фондових бірж, депозитних установ, НБУ та інших суб'єктів ринку, а

також є загальнодоступною для усіх в електронному режимі. Також усі суб'єкти РЦП та ЗМІ висвітлюють усю поточну інформацію щодо інструментів РЦП на відповідну дату. Цілком очевидно, що РЦП є чутливим до зовнішньої інформації, адже під час аналізу використовуються різні показники діяльності суб'єктів РЦП та інформація щодо вартості, обсягу, кількості ЦП, укладених контрактів тощо і здебільшого проводиться паралель між погіршенням загальних показників розвитку РЦП та несприятливими зовнішніми політичними, соціально-економічними подіями та конфліктом на Сході України.

З 2015 року НКЦПФР активно веде «очищення» ринку від «фіктивних», «сміттєвих» ЦП, у результаті чого було ліквідовано значну частину фондових бірж та підприємств. Прикладом неправдивої інформації, зокрема, є події 2017 року, коли Генеральна прокуратура України розкрила масштабну схему з маніпуляцією ЦП на ринку в 25 млрд грн. Для легалізації коштів, отриманих злочинним шляхом, кілька підприємців у м. Київ змовилися та організували продаж на РЦП «сміттєвих» ЦП із штучно завищеною вартістю, у результаті чого на ринку оберталися «фіктивні» ЦП 38 емітентів загальною вартістю близько 25 млрд грн. Отже, ці особи легалізовували кошти, отримані злочинним шляхом, використовували суб'єктів підприємницької діяльності з фіктивними ознаками та здійснювали фінансові операції із коштами, що ніби-то надійшли за придбані ЦП, векселі від підприємств реального сектору економіки. Так ці підприємства також уникали податкового навантаження щодо даних коштів [69].

Як було зазначено раніше, розвинені ринки є більш інвестиційно привабливими, отже, вони краще виконують інвестиційну функцію і забезпечують необхідними інвестиціями економіку свого регіону. У цьому контексті доцільно зосередитися на ключових показниках, що відображають розвиток РЦП. Говорячи про ефективність фінансових ринків, потрібно зосередити увагу на найпоширеніших показниках розвитку РЦП, що використовуються у світі.

Є автори, які оцінюють ефективність функціонування РЦП через набір певних оціночних показників, який може бути досить вузьким або досить широким (наприклад, 22 показники [10, с. 57–81]). Отже, оцінювання ефективності інвестиційних процесів на РЦП потребує належної систематизації показників, які індикативно відображають рівень розвитку цих процесів за різними категоріями. Варто зазначити,

що вибір правильних індикаторів для опису певного параметра оцінки є складним процесом, адже адекватний індикатор повинен мати такі ознаки: кількісна вираженість (тобто показник можна виміряти кількісно); аргументованість (показник передає суть того, що необхідно охарактеризувати та оцінити); однозначність (показник має точне усталене твердження); витривалість (притаманні періодичні часові зрізи показників за індикатором); відкритість та легкість доступу (інформація, що використовується для обчислення показника, знаходиться у класичних доступних інформаційних джерелах).

Для оцінювання реалізації інвестиційної функції і розвитку РЦП пропонуємо використовувати сукупність показників, поширених на розвинених ринках, зокрема: 1) капіталізацію РЦП (обсяг і відсоток до ВВП); 2) ліквідність РЦП (обсяг акцій і відсоток до ВВП); 3) коефіцієнт оборотності капіталу (відношення обсягу акцій в обігу до розміру капіталізації РЦП); 4) кількість компаній резидентів, що перебувають у лістингу; 5) світовий фондовий індекс S&P (зміни темпів приросту). На цій основі побудовано матричну модель характеристик інвестиційних процесів на РЦП, що базується на узагальнюючих індикаторах, таких як капіталізація РЦП (глибина), концентрація (доступність), ліквідність РЦП (стійкість) та продуктивність РЦП (ефективність).

Врахування учасниками РЦП зазначених методичних підвалин має велике значення як для розроблення стратегії розвитку РЦП, так і для формування забезпечувальних умов інтеграції в європейський та світовий економічний простір. Ця стратегія має включати, на нашу думку, певні показники (табл. 3.1):

1) обсяг учасників РЦП і ринків (фінансова глибина); 2) доступність учасників до РЦП (інвестиційних послуг); 3) ефективність учасників і РЦП щодо торгівлі інвестиційними ЦП; 4) стійкість учасників і ринків (стійкість). Нині РЦП високого рівня глибини не обов'язково свідчить про високу ступінь досяжності ЦП і послуг; високоефективний РЦП не завжди стійкіший порівняно з менш ефективним тощо.

Запропоновані показники повинні мати індикативний характер із забезпеченням поступового направлення до визначеного вектору. У сучасних реаліях подібне завдання не зазначалося на рівні регуляторів.

Таблиця 3.1

Матриця характеристик інвестиційних процесів на РЦП

	Інвестиційний інструментарій	**Учасники ринку цінних паперів**
Глибина	Розмір капіталізації ринку пайових ЦП, млн грн. Загальна вартість проданих пайових ЦП, % до ВВП. Пайові ЦП в обігу, % до ВВП. Корпоративні боргові ЦП, % до ВВП. Державні боргові ЦП, % до ВВП. Боргові ЦП іноземних емітентів, % до ВВП	Розмір капіталізації національних емітентів, % до ВВП Додана вартість фінансових інвестиційних посередників, % до ВВП
Доступність	Дохідність облігацій внутрішніх і зовнішніх державних позик (3 місяці і 10 років), %. Відношення облігацій внутрішьої державної позики до усіх боргових зобов'язань, %. Відношення корпоративних до усіх внутрішніх боргових зобов'язань, %. Нові випуски корпоративних облігацій, %.до ВВП	Кількість національних компаній із біржовим котируванням на млн жителів Ринкова капіталізація за межами топ-10 найбільших компаній, % Вартість, що обертається за межами топ-10 акціонерних компаній, % Індекс сили юридичних прав, %
Ефективність	Коефіцієнт обороту торгівлі пайовим ЦП, %. Синхронність цін (спільний рух); Вплив цін. Ліквідність / трансакційні витрати. Спред купівлі-продажу державних облігацій внутрішньої / зовнішньої державної позики. Оборот облігацій (корпоративних, державних) на організаторах торгівлі. Розрахунок ефективності	Непроцентні доходи у загальних доходах, % Накладні витрати у сукупних активах, % Рентабельність власного капіталу (прибутковість, рентабельність активів), % Індикатор Буна (Херфіндаля, *H*-статистика)
Стійкість	Річні зміни глобального індексу акцій S&P, %. Волатильність (стандартне відхилення / середнє) індексу цін акцій, національний індекс облігацій. Асиметрія індексу (ціна акції, нац. облігації). Відношення ціна / прибуток (P/E). Дюрація; відношення короткострокових до всіх облігацій (корпоративних, зовнішніх). Кореляція з найкращими облігаціями Німеччини, США та ін.	Z-рахунок (можливість дефолту) Коефіцієнти достатності капіталу Співвідношення якості активів Коефіцієнти ліквідності Інші (чиста валютна позиція до капіталу тощо)

Джерело: складено на основі [126].

Зважаючи на це, на нашу думку, з усього запропонованого як ключових показників ефективності РЦП України, а отже, ефективності здійснення інвестиційних процесів на ньому, варто використовувати такі узагальнюючі індикатори, які характеризують певні аспекти функціонування РЦП, а саме: капіталізацію РЦП (глибина); ліквідність РЦП (стійкість); продуктивність РЦП (ефективність).

Загалом капіталізація є процесом прирощення вартості. Капіталізація РЦП – поточна ринкова вартість компаній, ЦП яких котируються на РЦП. Враховуючи різноманітні наукові парадигми щодо визначення, капіталізацію можна трактувати як: трансформацію прибутку від інструментів РЦП у капітал; генерування капіталу, в основі розрахунку якого лежить дохід від ЦП, якими володіє суб'єкт; компенсацію разових затрат, що демонструють інвестування грошового капіталу через зростання прибутку за рік; множення вартості акцій компанії на загальний кількісний їх обсяг.

Зазвичай ринкова капіталізація використовується для порівняльного аналізу РЦП у різних країнах або РЦП країни за певний період. Тому важливе значення мають визначення числових параметрів капіталізації РЦП, що передаються через абсолютні та відносні коефіцієнти. Так, абсолютна величина капіталізації РЦП вимірюється розміром капіталу, що перебуває в обігу на біржовому його сегменті. Відносна величина капіталізації, так званий коефіцієнт капіталізації, уособлюється у відношенні капіталізації РЦП до номінального ВВП, що вимірюється у відсотках.

Ринкова капіталізація – це лише наближення розміру ринку. Само собою, без масштабування, це настільки інформативно, як порівняння розмірів національних економік. Тим не менш, під час коригування валового внутрішнього продукту (ВВП) це дає нам наближення відносного розміру фондових ринків. Ринкова капіталізація є мірою, яка відображає здатність ринку цінних паперів виділяти капітал на інвестиційні проєкти та його здатність забезпечити значні можливості для диверсифікації ризиків інвесторів.

У табл. Н.1 додатка Н наведено динаміку показників ринкової капіталізації ТОП-10 РЦП країн світу та України за 2016–2019 рр. Ці таблиці дають змогу констатувати правильність обраного нами підходу до оцінки капіталізації РЦП через її абсолютні та відносні значення, які

відображають різний ефект саме за сутністю цих показників. Так, розгляд абсолютних значень величини капіталізації РЦП різних країн показав, що РЦП США фактично переважає та впливає на хід подій і ситуацію на світовому РЦП. Зміна курсів ЦП на ринку США істотно позначається на курсах ЦП зарубіжних країн, а ступінь капіталізації американського РЦП значно переважає ринок будь-якої країни в рази. Щодо значень коефіцієнта капіталізації, то лідируючі позиції за цим показником займає 2016–2019 рр. Гонконг (причому відносна капіталізація характеризує неймовірно високі дані щодо переважання обсягів капіталу, що залучений в обіг на біржовому сегменті Гонконгу порівняно з рівнем його ВВП).

Звичайно, що РЦП України за показниками його капіталізації є далеким від показників країн, що входять до розглянутого ТОП-10. Також спостерігається значне відставання України і за середніми показниками капіталізації РЦП у світі. Так, порівняно із середнім значенням коефіцієнта капіталізації РЦП світу український РЦП демонстрував такі відставання: 2016 р. на 63,46 %; 2017 р. – на 77,32 %; 2018 р. – на 61,98 %; 2019 р. – на 75,25 %.

Другий індикатор, що виділений нами з метою оцінювання ефективності здійснення інвестиційних процесів на РЦП, характеризує функціонування РЦП за ступенем його ліквідності. Ліквідність – це здатність перетворювати негрошові активи у свій еквівалент без втрати основної суми. РЦП, які легко перетворюють негрошові активи у грошові, є ліквідними. За інших рівних умов міжнародні фінансові менеджери вважають, що краще інвестувати на ліквідних ринках. Враховуючи перевагу до ліквідних запасів, неліквідні акції повинні пропонувати більшу компенсацію. Фактор ліквідності проявляється, коли в інвестора виникає намір швидко продати пакет акцій, але кон'юнктура ринку на цей момент – несприятлива: попит на ці акції впав, вони стали менш ліквідними, і як наслідок – інвестор зазнає збитків або отримує прибуток, менший за очікуваний.

Загалом ліквідність на РЦП може бути охарактеризована можливістю: 1) реалізовувати торгівлю, тобто якщо на РЦП відсутня ліквідність, то й торги ЦП неможливі. Отже, має бути хоча б одна пропозиція на купівлю і одна на продаж ЦП; 2) купівлі-продажу інструментів РЦП конкретного розміру із впливом на їх вартість, тобто інтересує визначений вплив договору на кінцеву вартість. На ліквідному РЦП операції

купівлі-продажу спричинятимуть невеликі зміни в ціні; 3) купівлі-продажу ЦП конкретного розміру без зміни вартості цих ЦП. РЦП з вищою ліквідністю забезпечує менший вплив на вартість ЦП. Тому за визначеного рівня ліквідності РЦП підписання договорів не спричинятиме зміну вартості взагалі; 4) купівлі-продажу ЦП за тією самою ціною у визначену дату; 5) здійснювати транзакції миттєво без будь-якого впливу на вартість ЦП [192, с. 84].

Отже, чим вища ліквідність РЦП, тим нижчими будуть операційні витрати, і в протилежному разі, чим нижчою є ліквідність РЦП, тим більшими будуть витрати на РЦП. Аналіз та оцінка показника ліквідності РЦП дає змогу оцінити якість та ефективність реформ, що впроваджуються. Оскільки, чим нижчими є трансакційні витрати, тим більш ефективніші інституційні трансформації [94, с. 110].

Існує ряд підходів до вимірювання ліквідності РЦП, які розглядаються у дослідженнях вчених-економістів [94; 192; 267]. Вони є досить варіативним як за масштабністю розрахунків, так і за обробкою масиву інформації, що є необхідною для їх розрахунку. Ні в якому разі не зменшуючи вагомість загальновизнаних на світовому та національному рівні показників, що оцінюють рівень ліквідності РЦП, дозволимо собі виокремити один показник. Адже, маючи на меті визначення ефективності інвестиційних процесів на РЦП, переконані, що важливим моментом для вибору показників, що характеризуватимуть ліквідність РЦП, є простота розрахунку та доступність інформації щодо даних для здійснення розрахунку. А так, як показники ліквідності першочергово цікавлять саме інвесторів, які є основними ініціаторами «запуску» інвестиційних процесів на РЦП, то, на нашу думку, таким доступним показниками ліквідності РЦП є саме коефіцієнт оборотності (коефіцієнт оборотності акцій), який є співвідношенням загального обсягу торгівлі акціями та ринкової капіталізації.

Саме цей показник, на нашу думку, є відображенням того, чи є ліквідним РЦП. Адже ліквідні РЦП роблять інвестиції менш ризикованими та більш привабливими, оскільки дозволяють спочатку придбати певний актив, а потім, у разі потреби, швидко та недорого продати його з метою доступу до своїх заощаджень чи просто зміни свій портфель [94, с. 112].

Звичайно є й інші думки щодо впливу ліквідності на довгострокове економічне зростання. Деякі економісти вважають, що надто ліквідні РЦП призводять до «короткозорості» інвестора. На таких ринках

інвестор може втратити бажання займатися корпоративним контролем, наглядом за менеджерами, моніторингом фірми, її продуктивності та потенціалу. З цієї точки зору підвищення ліквідності РЦП може перешкодити економічному зростанню.

Зазначимо, що зазначені показники ліквідності можуть розраховуватись за різні часові періоди здійснення торгів акціями (річні, місячні, щоденні коефіцієнти оборотності акцій [державних цінних паперів] визначаються відповідно на основі вартості торгів та ринкової капіталізації за рік, місяц, день).

За наведеними у табл. Н.1 додатка Н показниками оборотності РЦП ТОП-10 РЦП країн світу та України за 2016–2019 рр. виходить, що РЦП України є низько ліквідним, адже показники оборотності РЦП навіть не досягають десятих у десятководробовому їх позначенні. Можна виділити 2017 р., в якому цей показник ліквідності є набагато вищим за попередній рік оцінювання (на 0,015 од.). Однак уже 2018 р. оборотність РЦП України знову стрімко впала до 0,005, а 2019 р. це падіння продовжилось і показник сягнув позначки 0,001.

За показниками оборотності акцій ефективність українського РЦП значно відстає також і від РЦП таких сусідніх країн, як Угорщина, Польща та Казахстан (рис. 3.2).

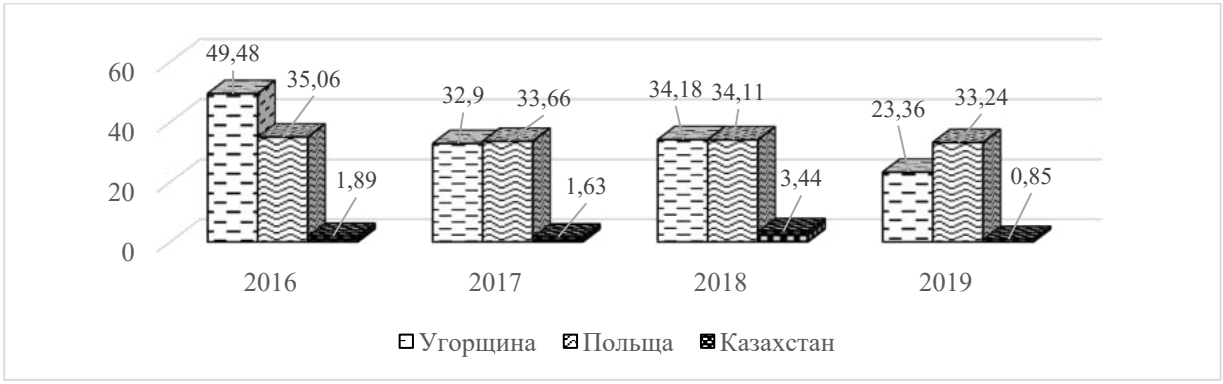


Рис. 3.2. Показники оборотності акцій РЦП у сусідніх країнах України

Джерело: побудовано на основі [174; 267].

Наступним важливим узагальнюючим індикатором, що характеризує продуктивність РЦП, є так зване тестування РЦП, яке дозволяє інвестору вимірювати середню продуктивність національного ринку через індекси. В інвестиційному процесі використовуються фондові індекси, які вимірюють вартість розділу РЦП країни за середньозваженим значенням обраних запасів. Ці індекси допомагають інвесторам та аналітикам

описувати ринок і порівнювати різноманітні інвестиції. Різні пайові фонди та біржові фонди намагаються відслідковувати ці індекси, щоб надати інвесторам можливість впливу на цей ринок. Трьома найпоширенішими типами індексів є глобальні, регіональні та національні.

Глобальні індекси РЦП допомагають інвесторам та аналітикам описувати ринок та порівнювати різноманітні інвестиції. Глобальні індекси відслідковують акції зі всього світу. Наприклад, MSCI World Index відслідковує акції великих і середніх емітентів у 23 розвинених країнах, покриваючи приблизно 85 % ринкової капіталізації з виправленням на free float у кожній країні. Варто зазначити, що глобальні ринки, що вимірюються за ринковою капіталізацією, не пропонують доступ до РЦП, що розвиваються, або прикордонних ринків, оскільки вони надто малі для включення.

У системі міжнародного господарювання відомі такі метододологічні підходи обчислення біржових індексів за певний період [227, с. 209]:

1) швидкість змінювання середнього арифметичного значення вартості акцій визначеної кількості відібраного кола компаній та організацій. Відображає такий методологічний підхід найвідоміший індекс США – індекс Dow Jones, який був першим індексом, що виник у світі. Його обчислюють саме як середнє арифметичне значення вартості акцій 30 найпотужніших компаній. Під рискою дробу ставиться не кількісна вибірка підприємств, а визначений коефіцієнт, що відображає численний розподіл інвестиційного капіталу підприємствами-емітентами (спліт), що безперебійно здійснюється з 1928 року;

2) швидкість збільшення (зменшення) середнього арифметичного значення (за чисельністю акцій, що обертаються) вартості переважаючої більшості акцій корпорацій. За таким методологічним підходом розраховується індекс Standard & Poor's. Цей індекс користується найбільшою популярністю у ПУ РЦП. Його розрахунок базується на 100 чи 500 акціях потужних корпорацій, що діють у понад 90 різноманітних сферах господарської діяльності;

3) середньоарифметична величина швидкості зростання (зменшення) вартості акцій. Такий методологічний підхід лежить в основі обчислення українського біржового індексу ПФТС, що обчислюється. Обчислення цього біржового показника здійснюється за принципом ринкового зважування, що застосовує середньоарифметичний метод. Це середньогеометрична похідна приросту курсів 1 695 акцій.

Провідні сучасні світові індекси РЦП наведено у табл. Н.2 додатка Н.

Національні фондові індекси здійснюють вплив на окремі країни. В деяких випадках акції цих індексів будуть повністю складатися із акцій із великою капіталізацією, що аналогічні промисловому індексу Dow Jones в Сполучених Штатах. В інших випадках акції можуть вважатися малими, оскільки в країні може не бути багато великих компаній. Це часто відбувається у країнах з ринками, що формуються, та в країнах з ринковою економікою.

Крім того, існує багато інших видів спеціалізованих індексів РЦП для визначення демографічних даних. Наприклад, індекси ісламського індексу S & P та шаріату орієнтовані на інвесторів, що підтримують ісламські закони, водночас інші індекси орієнтовані на досягнення цілей, таких як інвестиції у природоохоронне та соціальне управління. Інвестори можуть побажати розглянути ці види індексів, які забезпечать їм доступ до глобальних запасів із визначеними обмеженнями.

На сьогодні РЦП в Україні, порівняно з РЦП розвинених країн світу, перебуває на початковому рівні розвитку. «Міжнародне рейтингове агентство Standard&Poors 20 відносить український РЦП до індексу S&P Frontier BMI. Індекс S&P Frontier («пограничний») BMI визначається за числовими характеристиками 35 малих і неліквідних РЦП. Під час класифікації за категоріями враховуються макроекономічні показники, політична стабільність, захист майнових прав, торговельні процеси та умови здійснення угод, відзиви інституційних інвесторів. Через малий розмір капіталізації, низьку інвестиційну привабливість і обмежену інформацію у вільному доступі, що характеризують «пограничні» РЦП, індекс S&P Frontier BMI визначається відокремлено від цілого класу глобальних світових біржових індексів S&P Global BMI. Разом із національним РЦП до групи пограничних ринків відносять ринки таких європейських країн, як Хорватія, Румунія, Словаччина, Словенія, Болгарія, країни Балтії, Кіпр, та інші, хоча деякі з них і мають кращу інституціональну основу. Ринки Польщі належать до серії S&P Global BMI, а точніше – до ринків, що розвиваються: S&P Emerging BMI» [173, с. 145].

Наступним індексом, який широко використовується як орієнтири для міжнародного управління портфелем інвестицій, є S&P Global Equity Indices. S&P Global Equity Indices вимірює зміну курса долара

США на ринках цінних паперів, охоплених індексами S&P / IFCI S&P / Frontier BMI. Співвідношення рівнів у кінці періоду в доларах США порівняно з попередніми значеннями в кінці періоду в доларах США.

S&P Global Equity Index Series охоплює близько 11 000 цінних паперів із більш ніж 80 країн. Він включає у себе такі індекси, як S&P Global Broad Market Index (BMI), S&P Global 1200, S&P / IFCI и S&P Frontier BMI. Усі індекси мають скореговані за плаваючою ставкою індекси з ринковою капіталізацією та включають класифікацію безпеки для країни, розміри, види та галузі.

S&P Global Broad Market Index (BMI) – це глобальний індексний пакет з прозорою модульною структурою, яка повністю корегується з 1989 року. Ця серія показників використовує прозору та послідовну методологію в усіх країнах та включає приблизно 10 000 акцій із 26 розвинених ринків і 20 ринків, що розвиваються.

Індекс S&P Global 1 200 відображає торгівлю ЦП у світі в реальному часі, охоплює близько 70 % ринкової капіталізації у світі, що дає детальний огляд світової економіки. Це сукупність семи основних регіональних індесів: S & P 500®, S & P Europe 350, S & P TOPIX 150, S&P / TSX 60, S&P / ASX, S & P Asia 50 та S & P Latin America 40.

Як видно з рис. 3.3, найвищого значення цей показник набув 2004 року – 170,3 %, найнижчі критичні показники: 1998 р. (–82,25 %), що цілком зрозуміло, адже РЦП лише тільки «народжувався» в Україні; 2008 р. (–82,19 %) , що наймовірніше є результатом впливу світової фінансової кризи; 2014 р. (–51,5 %) – результат загострення загальної ситуації в країні.

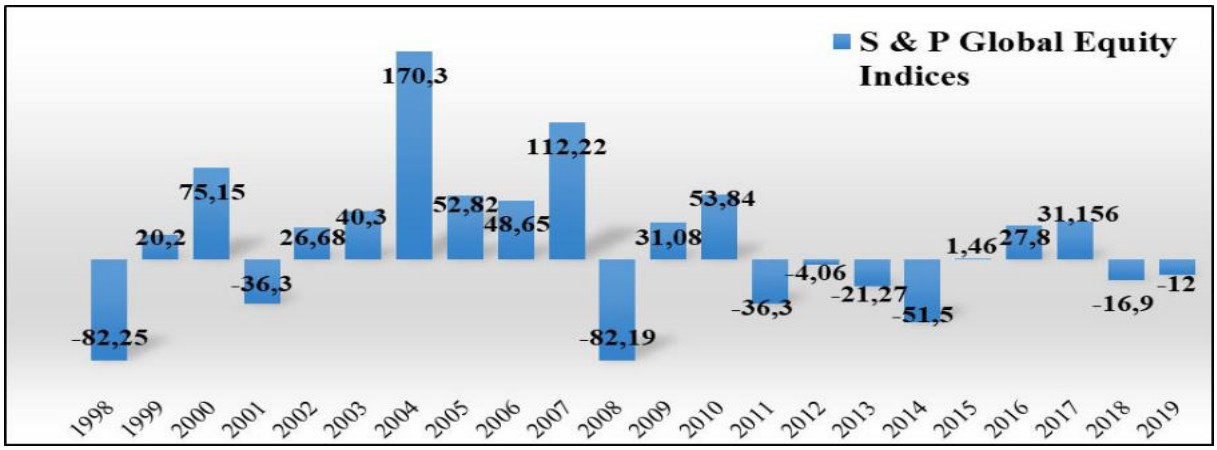


Рис. 3.3. Розвиток РЦП України за індексом S&P Global Equity indices, %

Джерело: побудовано на основі [296].

Місцеві індекси широко використовуються вітчизняними інвесторами для розрахунку ефективності, ринкових бета-кодів, коефіцієнтів хеджування тощо. Приватні міжнародні інвестори часто віддають перевагу вітчизняним показникам, оскільки вони: 1) мають більш широке покриття запасів (дають уявлення про ринковий портфель); 2) доступні негайно; 3) були використані впродовж кількох десятиліть і тому існує більше даних.

Вибір індексу важливий, хоча вони надто співвіднесені, різниця в продуктивності між двома показниками для одного ринку може бути значною на кілька пунктів. «Національними індикаторами, які беруть до уваги економічну ситуацію та специфічні особливості РЦП в Україні, є два фондових індекси – індекс ПФТС та індекс UX. Під час обчислення індексу ПФТС застосовують показники емітентів з різних сегментів економіки, ЦП яких обертаються у реальному часі. Базою обчислення індексу UX є ціни на акції найпотужніших українських компаній у своїх галузях діяльності упродовж торговельної сесії на «Українській біржі» кожні 15 сек.» [156].

Найбільший показник індексу ПФТС був 2007 року (1 174,02), а найнижчий – 2009 року (227,34), що було наслідком світової фінансової кризи. Як видно на рис. 3.4, після впевненого зростання в 2010–2011 рр. значення індексу ПФТС щороку тільки зменшувалося, що свідчить про погіршення ефективності інвестиційних процесів на РЦП України.

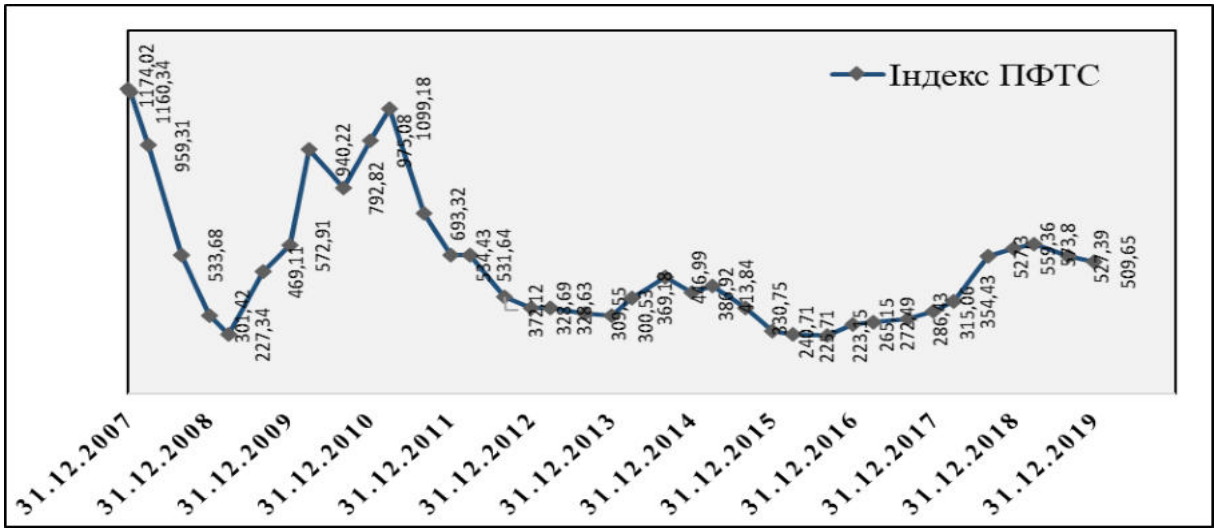


Рис. 3.4. Динаміка індексу ПФТС 2007–2019 рр.

Джерело: побудовано на основі [268].

На рис. 3.5 видно максимальне зростання індексу UX 2011 року – 2 812,83 та найнижче 2009 року – 500 (результат фінансової кризи) та 2016 року – 546,67 (наслідок погіршення політичного, соціального та економічного клімату в країні).

«Варшавська фондова біржа з грудня 2010 р. впровадила національний індекс українських компаній-емітентів WIG Ukraine. Це перший біржовий індекс, що відслідковується за кордонами України та враховує тільки акції українських підприємств. До складу портфеля індексу WIG Ukraine входять акції 11 національних підприємств. Його впровадження аргументують збільшенням чисельності IPO українських фірм на Варшавській фондовій біржі. Проте простежується поступове падіння індексу WIG Ukraine» [267, с. 116].

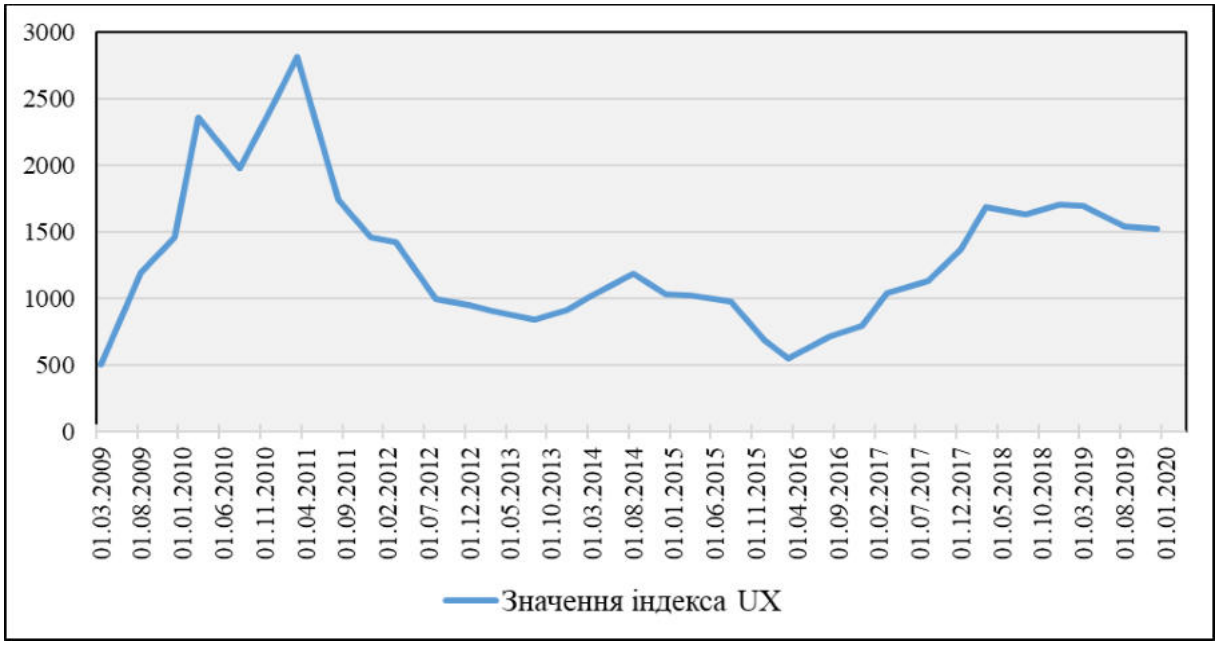


Рис. 3.5. Значення індексу UX 2009–2019 рр.

Джерело: побудовано на основі [296].

Рис. 3.5 демонструє падіння індексу WIG Ukraine до історично низького рівня – 292 п. у серпні 2014 р., що показує погіршення ефективності ЦП українських підприємств-емітентів, високий рівень ризику й важкий політичний та економічний стан у країні. З 2014 до 2017 рр. спостерігаємо зростання індексу, але вже після 2017 року і дотепер відбувається зниження цього показника (рис. 3.6).

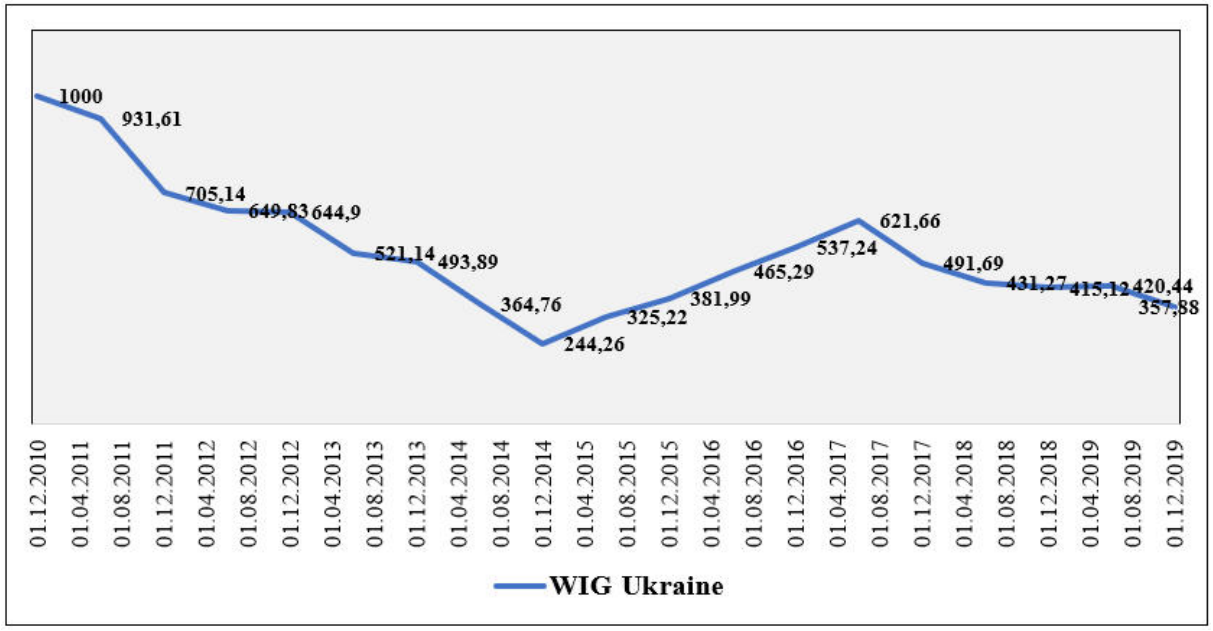


Рис. 3.6. Динаміка індексу WIG-Ukraine з 2010 по 2019 рр.
Джерело: побудовано на основі [289].

Додамо, що для прийняття інвестиційних рішень є також важливими моніторинг таких економічних показників, які опосередковано, однак вагомо впливають на ефективність РЦП: зайнятість, інфляція, діяльність споживачів, діяльність та настрої інвесторів.

Отже, потенціал РЦП поки що не забезпечує повною мірою економічне зростання в Україні. Причини потрібно шукати у неефективному корпоративному управлінні, недостатній кількості фінансових інструментів, прийнятних для інвестування, низькій фінансовій культурі, ментальних нормах тощо.

3.2. Розвиток інвестиційного інструментарію національного ринку цінних паперів

Сучасний стан національного РЦП відзначається низкою проблемних питань (рис. 3.7), серед яких хочемо виокремити насамперед надто обмежений спектр цікавих для інвесторів інструментів РЦП, законодавчо регламентованих, а також неможливість випуску певних ЦП, в які можна було б інвестувати, але через певні обставини та причини так і не стали затребуваними, а тому характеризуються низьким рівнем попиту (облігації місцевих позик, конвертовані облігації, привілейовані акції).

Саме тому з метою активізації інвестиційних процесів та задоволення інтересів різних інвесторів, збільшення векторів можливих інвестицій необхідно покращити умови емісії існуючих ЦП, які, згідно з законодавством України, вже перебувають в обігу на українському РЦП, а також необхідно ввести в обіг нові види інвестиційних інструментів на РЦП. Вузький спектр інвестиційних інструментів РЦП пояснюється тим, що чинні законодавчі акти містять конкректний перелік видів і груп ЦП, які можна випускати на українському ринку, а тому виникає складність щодо виникнення нових видів ЦП, оскільки насамперед вони повинні бути регламентовані та зазначені в законі.

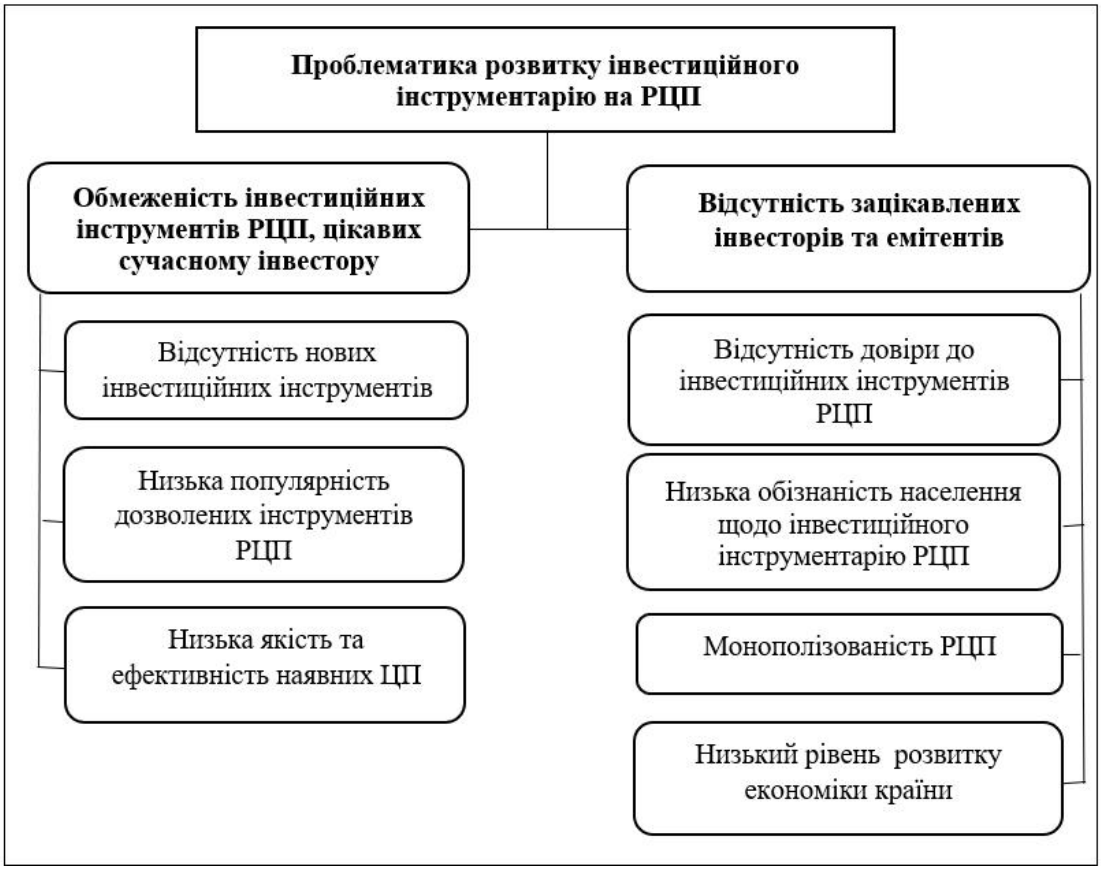


Рис. 3.7. Проблематика розвитку інвестиційного інструментарію на РЦП

Джерело: побудовано автором.

«Аби задовольнити вимоги інвесторів у процесі інвестування потрібно дотримуватися таких критеріїв щодо ЦП стосовно: безпеки повернення інвестованих активів – убезпечення зобов'язань емітента; гарантування інвесторові отримання доходу за окремими інструментами РЦП – фіксація ставки дохідності за ЦП, що має враховувати непередбачувану зміну обставин, які можуть впливати на дохід інвестора в майбутньому, зокрема, це стосується інфляційних та валютно-курсових змін

в країні; забезпечення швидкого перетворення окремих ЦП у готівку (ліквідності ЦП) – зобов'язання емітента чи фінансового посередника здійснювати обов'язковий викуп ЦП за будь-яких обставин чи за чітко визначених певних обставин» [39].

Український РЦП максимально потребує заходів, що сприятимуть активізації процесів інвестування в інструменти вітчизняного РЦП в цілому. У результаті дослідження проблемних аспектів функціонування українського РЦП нами запропоновано напрями щодо активізації процесів інвестування в інструменти РЦП України в розрізі кожного сегменту вітчизняного РЦП, що призведе до розвитку інвестиційного інструментарію національного РЦП в цілому. Зокрема, заходів щодо активізації інвестиційних процесів потребує ринок пайових цінних паперів України. Надзвичайно актуальним є активізація процесів інвестування в такі перспективні інструменти капіталовкладень інституційних інвесторів, як акції. З цієї причини вважаємо за потрібне реалізувати заходи такого характеру: створити єдину інформаційну платформу, на якій будуть зібрані та відображені всі інформаційні дані щодо емітентів ЦП та постійна її підтримка в режимі «актуальність». Агенство з розвитку інфраструктури РЦП має налагодити співпрацю з усіма інформаційними агенствами, що водночас мають тісно співпрацювати з емітентами інструментів РЦП задля найповнішого збору всіх необхідних інформаційних даних щодо даних емітентів-підприємств з наступним їх публічним висвітленням. Такі заходи трансформуватимуть український РЦП у більш інвестиційно привабливий з високим ступенем довіри шляхом підвищення прозорості та відкритості; узгодити дивідендні платежі, зокрема, через «фіксацію» дивідендних платежів у грошовому еквіваленті або через «фіксацію» дивідендної частки в чистому прибутку АТ; дати дозвіл та стимулювати АТ реалізовувати випуск привілейованих акцій зі збільшеним колом прав і детально прописати інструкцію про те, як власники таких інструментів можуть здійснювати своє право голосу; вирішити проблему злиття акцій українськими компаніями; створити альтернативний ринок акцій для малих та середніх підприємств. Великий розмір компанії ще не гарантує стабільну дохідність та безпеку інвестицій, а підприємства з малими чи середніми розмірами капіталу можуть бути перспективними та забезпечувати своїх власників стабільним доходом. Зарубіжна практика свідчить, що існування паралельних альтернативних ринків дає шанс невеликим та середнім підприємствам поступово зростати до розмірів, які дозволять у майбутньому пройти лістинг на основному РЦП.

Наступними інструментами ринку пайових ЦП, які теж здатні акумулювати значний інвестиційний капітал, є інвестиційні сертифікати. Але якщо весь РЦП у цілому потребує зростання довіри громадян України до інвестування інструментів РЦП, то цей вид інструментів особливо потребує підвищення довіри в населення, якщо згадати той історичний факт, коли інвестиційні сертифікати були об'єктом фінансових махінацій та обману населення в 90-х рр. Також необхідно розвивати фінансову обізнаність громадян щодо розуміння цього виду інструментів та переваг і недоліків інвестування в інвестиційні сертифікати.

Фінансові втрати від недосконалої інвестиційної політики ІСІ, за якими могли не раз спостерігати українські інвестори, теж не додають населенню довіри та бажання інвестувати в інвестиційні сертифікати. Потрібно зазначити, що інвестиційні можливості менеджерів ІСІ обмежують законодавчі ліміти щодо вкладання інвестиційних ресурсів у класичні більш забезпечені активи (золото, газ, швейцарський франк тощо), звужуючи вибір інструментів, в які вони можуть інвестувати, до державних боргових ЦП та грошових депозитів з вищим рівнем ризику.

Недосконала інвестиційна політика ІСІ, що призводить до збитків від інвестиційної діяльності, є результатом професіоналізму менеджерів у галузі спільного інвестування, а це означає, що важливим є підвищення рівня професійності спеціалістів, які займаються спільним інвестуванням. Крім того, варто законодавчо вдосконалити та ввести чіткі стандарти ведення фінансової звітності та бухгалтерського обліку, що зроблять діяльність ІСІ більш відкритою, прозорою, чесною та такою, що викликатиме довіру в населення.

Інструментами ринку пайових цінних паперів, що передбачені та дозволені чинним українським законодавством, є сертифікати ФОН. Ці інструменти теж потребують заходів щодо вдосконалення та активізації показників інвестування. Вважаємо, що в цьому напрямі доцільними будуть такі пропозиції:

– побудова чіткого та надійного механізму реального правового захисту прав довірителів від ризику недотримання забудовником договірних зобов'язань, оскільки українська будівельна галузь характеризується високим рівнем ризику та відома недобросовіснітю забудовників, коли останні могли роками або і взагалі не повертати кошти вкладників;

– удосконалення та встановлення нових вимог щодо функціонування ФОН в Україні відповідно до загальновизнаних міжнародних стандартів діяльності ФОН. На нашу думку, це необхідним тому, що

цей вид інструментів характеризується найскладнішим інвестиційним механізмом реалізації, а також є надзвичайно ризикованим, бо вкладники інвестиційних коштів законодавчо не мають можливості одержати кошти до закінчення терміну дії сертифікатів, також не мають жодних важелів впливу на головуючого управителя, навіть колективно. Вкладники часто не бачать перспектив та доцільності вкладати інвестиційні кошти у сертифікати ФОН через те, що вони інвестують у будівництво нерухомості, яку самі фактично не отримують, а також ці інструменти передбачають здебільшого фінансування одного будівельного об'єкта, а не в кілька, як це роблять ФФБ чи ПІФ;

– вільний доступ клієнтів до бухгалтерської звітності ФОН, вимоги щодо відображення реального фінансового стану Фон у звітності;

– встановлення дешевшої вартості організаційних витрат, якими супроводжуються інвестування в сертифікати ФОН.

Наступний сегмент РЦП – ринок пайових ЦП теж потребує заходів, направлених на активізацію процесів інвестування в акції корпоративного інвестиційного фонду, а саме: створення сприятливого клімату для функціонування ІСІ в Україні; законодавчі зміни щодо чіткого регламентування особливостей діяльності та функціонування КІФ; спрощення процедури організації загальних зборів КІФ; розшириння кола компетенцій наглядової ради КІФ щодо самостійного прийняття рішень без скликання загальних зборів, оскільки в сучасних умовах ведення бізнесу успішність результатів діяльності часто залежить від оперативного та швидкого прийняття своєчасних і правильних рішень, а не чекати поки зберуться загальні збори КІФ.

Модернізації потребують й інструменти ринку боргових ЦП України. Облігації підприємств є досить цікавими інструментами для українського інвестора. Щоб переконатися у гарантіях щодо дохідності та захисту облігації, інвестор має дослідити кредитний рейтинг підприємства-емітента (проаналізувати кредитну історію). У практичній діяльності кредитне рейтингування реалізовують за допомогою міжнародної та національної шкали оцінювання. Дохідність облігацій підприємств варто обчислювати зважаючи на дохідність аналогічних за термінами виконання державних облігацій, додаючи премію за кредитний ризик (рейтинг) визначеного підприємства-емітента. У сучасних реаліях ступінь прибутковості облігацій підприємств розраховується як певний показник, що пов'язаний насамперед з рівнем відсоткових ставок на банківському ринку кредитів. Отже, пропонуємо такі напрями

щодо активізації процесів інвестування в корпоративні облігації: відмежування облігацій підприємств, щодо яких можна побудувати криву очікуваної дохідності, найбільш подібну до гіпотетичної кривої дохідності, як інструментів ринку з найнижчим рівнем ризику; вдосконалення законодавчої бази, яка регламентує облігації. У цьому контексті доцільно ввести нові для українського ринку типи облігацій: субординовані, незабезпечені, гарантовані, облігації із заставою ЦП тощо; побудова механізму трансформації ОП в інші ЦП і навпаки, такі ОП розширюють інвестиційні можливості підприємств щодо інвестицій, які потрібні для активізації розвитку, за меншою вартістю (облігаційна частина) або внаслідок збільшення вартості розміщення («прихований» випуск акцій); вдосконалення способу дострокового викупу облігацій з чітко визначеною премією за відклики; подолання бар'єрів, що заважають інвестувати приватним та інституційним інвесторам; зменшення надмірних витрат емітентів регулятивного характеру (спрощення умов реєстрації випусків, зменшення перехідного проміжку між реєстрацією проспекту ЦП та моментом виходу їх на вторинний ринок); зменшення рівня ризику інвестування (встановлення бар'єрів для вільного обігу спекулятивних інвестиційних капіталів, лімітів щодо надмірного перевищення нерезидентів-інвесторів); введення сприятливого податкового режиму для інвесторів; розробка спеціалізованих інноваційно-технологічних систем торгівлі; обов'язковість дотримання чітко визначених норм та стандартів для інвестування в облігації; узгодження організаційної інфраструктури із стратегічними напрямами розвитку економіки (стимулювання емісій ОП під перспективні інноваційно-інвестиційні проєкти, спроможність вивести весь інвестиційний капітал з РЦП за досить швидкий період); створення та функціонування спеціальних центрів реальної вартості ЦП, що здійснювали б контроль та аналіз щодо справедливості цін ОП та інших ЦП, особливо неліквідних, та забезпечували б доступність таких інформаційних даних всім зацікавленим суб'єктам РЦП; імплементація іноземного досвіду щодо побудови ефективного регуляторного механізму, який би забезпечував ефективну діяльність українських рейтингових організацій, направлених на побудову рейтингів високої справедливої якості щодо інвестиційних якостей ОП, які б справедливо визнавалися національними та іноземними суб'єктами РЦП; внесення змін у законодавче регламентування процесу емісії ОП в частині емісії ОП за полегшеною процедурою (у розрізі програми ОП).

Для активізації інвестування в державні ЦП необхідно створити інвестиційно привабливу та законодавчо обґрунтовану платформу для випуску нових ДЦП з вищим рівнем дохідності, які будуть максимально захищені від інфляційних та дефолтних ризиків. Створюючи гарантії щодо повернення інвестиційних коштів, треба здійснити перехід від боргових ЦП, які підкріплені лише загальним зобов'язанням підприємства-емітента, до боргових ЦП з чітко встановленим забезпеченням, наприклад, підкріплених такими фінансовими ресурсами, як акції власних підприємств, золотовалютні резерви тощо. Гарантуючи дохідність та безпеку за ДЦП, держава має не лише відшкодовувати збитки від інфляції, але й конкретно встановлений дохід.

Для підвищення ступеня ліквідності державних ЦП варто організувати національну організацію первинних дилерів, які мають змогу купувати державні ЦП на первинних ринках, з метою подальшого перепродажу, а також мають забезпечувати та утримувати визначений ступінь активності та ліквідності на ринках державних боргових зобов'язань. Це полегшить участь НБУ в цих процесах і матиме наслідком зменшення фінансового утримання великого апарату фахівців, які працюють у цій галузі.

Напрями активізації процесів інвестування в державні облігації України: введення механізму визначення ціни державних ЦП за ринковим підходом, беручи до уваги інтереси інвесторів; передбачення ризиків державного боргу та здійснення операцій щодо уникнення цих ризиків у розмірах позичених коштів (обмінювання, викуп ДЦП на довгостроковий термін тощо) для заощадження коштів держбюджету та максимального зниження рівня ризику; задля покращення ліквідності державних облігацій приєднати торговців ЦП до процесу котирування ДЦП на вторинному РЦП та утримання фондової ціни таких ЦП; інвестування на загальноринкових конкурсних умовах тимчасово вільного капіталу єдиного казначейського рахунку між фінансовими організаціями на тимчасовий термін з можливістю поповнення цих грошей упродовж року; посилення інвестиційного іміджу держави та відкритості державних позик через розміщення ДЦП на біржових офіційних площадках; організація інноваційних конкурентних аукціонів, де ДЦП реалізовувалися б в один етап; встановлення загальновизнаних міжнародних механізмів та методів визначення відсоткових нарахувань за ДЦП для активізації попиту на ці інструменти РЦП; випуск нових видів

ДЦП, що характеризуються вищою якістю та дохідністю; максимальні гарантії та захист ДЦП від ризиків, зокрема від інфляції та ймовірного дефолту; забезпечення державними гарантіями повернення чи компенсації інвестованого капіталу, забезпеченість отримання інвестором доходів тощо; збільшення ліквідності ринку ДЦП.

Досі не набули популярності такі інструменти ринку боргових ЦП, як облігації місцевих позик. Для посилення інвестиційної привабливості облігацій місцевих позик обов'язковою вимогою є забезпечення їх ліквідності, а також ціла низка заходів: розробка системи стимулів щодо активізації місцевих позик, зокрема, податкових стимулів для інвесторів ОМП, з можливістю взагалі звільнити від сплати податків за отримання доходів від облігацій місцевих позик; підвищення професійної обізнаності органів місцевої влади в питаннях щодо процедури інвестування в інструменти РЦП; зростання фінансових можливостей органів муніципальної влади; зниження адміністративних та правових лімітів щодо залучення інвестиційних ресурсів; побудова законодавчо-методичної бази для розміщення ОМП на міжнародних РЦП, вихід на ринки єврооблігацій; володіння органами місцевої влади державними чи іншими видами ЦП; забезпечення державними гарантіями; розвиток відносин взаємострахування з іншими місцевими радами; зобов'язання місцевих рад проходити процедуру рейтингової оцінки в авторитетних рейтингових агенствах. Дозвіл здійснювати емісію облігацій місцевих позик місцевим радам тільки з допустимим рівнем рейтингу; збільшення ліквідності ОМП (облігацій місцевих позик).

Інвестування в казначейські зобов'язання України потребує таких напрямів активізації: покращення законодавчого та фінансового регулювання і запровадження універсальних нормативів для усіх суб'єктів ДР із застосуванням міжнародних норм; вдосконалення та покращення співпраці Державної казначейської служби України з іншими органами, що реалізовують державний фінансовий контроль, а також побудова універсальної бази інформаційних даних щодо виявлених правопорушень; збільшення автономних функцій ДКСУ, що зменшить вплив та можливий тиск з боку посадових осіб виконавчої влади і дозволить швидше та оперативніше вирішувати питання щодо виявлених зловживань із бюджетними коштами; розробка чітко зрозумілого та жорсткого механізму покарань і запобігання правопорушенням і нецільовому використанню держбюджету; чітка, прозора політика

розміщення казначейських зобов'язань держави; актуальною є необхідність законодавчого врегулювання питань щодо відповідальності посадових осіб за конкретні види та результати діяльності, а також вироблення єдиного механізму дій щодо внутрішнього моніторингу та нагляду в органах державної виконавчої влади; повернення довіри населення до держави та до державних ЦП; активне рекламування казначейських зобов'язань у період їх емісії.

Щодо інструментів ринку боргових ЦП, а саме: депозитних (ощадних) сертифікатів, пропонуємо такі напрями: укріплення та стабілізація економічно-політичної ситуації в країні; побудова ефективного механізму державної рекапіталізації проблемних банків; випуск нових видів депозитних інструментів; обов'язкова система покарань банківських установ, які не повертають депозитні кошти та зволікають з виплатами клієнтам; застосування новітніх фінансових технологій в обслуговуванні клієнтів; розробка гнучкої відсоткової політики, яка б стимулювала інвестувати в депозитні сертифікати.

На нашу думку, доцільними є такі напрями активізації процесів інвестування в облігації Фонду гарантування вкладів фізичних осіб: побудова ефективного механізму захисту власності інвесторів, що має включати як державні важелі та інструменти впливу, так наявність спеціальних захисних фондів, що діють на приватних коштах, зокрема капітал СК та інших ФКУ; розширення сфери повноважень не тільки на фізичних осіб, а й на юридичних осіб; впровадження системи поділу відсоткових ставок постійного збору, яка б сприяла ефективній політиці управління банківськими ризиками (адже банки – учасники ФГВФО).

Характерною рисою українського сьогодення є динамічний розвиток таких видів економічної діяльності, як сільське господарство та житлове будівництво. Ця тенденція може стати допоміжною ланкою у розвитку ринку іпотечних ЦП шляхом збільшення попиту з боку цих галузей на інвестиційні ресурси, збільшення обсягів випуску іпотечних облігацій. Інвестиції у сільське господарство та житлове будівництво характеризуються порівняно коротким терміном окупності. У зв'язку з цим очікується підвищений попит з боку інституційних інвесторів на іпотечні облігації, бо ці інструменти вважаються більш надійними, порівняно з корпоративними, та характеризуються вищим рівнем дохідності, ніж державні ЦП.

Для вдосконалення ринку іпотечних ЦП, зокрема, для активізації процесів інвестування в іпотечні облігації (ІО), потрібно здійснити такі заходи: розробити та прорахувати чіткі механізми компенсації інвесторові потенційних втрат від знецінення інвестицій внаслідок інфляції, пріоритетом має бути виконання зобов'язань емітента перед інвестором; держава має взяти на себе гарантії щодо виконання зобов'язань емітентом за іпотечними облігаціями; в основі іпотечного інвестування має лежати механізм сек'юритизації, адже інституції, що надають іпотечні кредити, одержують рефінансування шляхом емісії іпотечних облігацій, що дає можливість одночасно уникнути ризиків, які бувають під час кредитування. Крім того, суб'єкти РЦП отримають нові фінансові інструменти; знизити витрати на емісію іпотечних облігацій до мінімального рівня та ввести спрощену й прозору систему оплати; звернути увагу на врегулювання процесів, які пов'язані з емісією та обігом ІО, а саме звернути увагу на можливі важелі впливу: розмір кредиту – грошова оцінка застави; обсяг випуску іпотечних облігацій – розмір кредиту; відсоткова ставка за кредитом – інвестиційний дохід за іпотечною облігацією тощо. Підвищенню захисту інвесторів сприятиме прозорий ринок цінних паперів, на якому будуть діяти чесні правила торгівлі цінними паперами.

Безумовною складовою розвитку інвестиційних процесів на РЦП та забезпечення його конкурентоспроможності є новаторство. Інноваційна економіка не може розвиватися без суттєвих інвестиційних вливань. Та інновації завжди несуть великі ризики, яких не люблять інвестори. Однак більшість досвідчених інвесторів зі значними інвестиційними ресурсами та з великими портфелями якісних та високодохідних інструментів РЦП часто інвестують саме у сферу високих технологій. Хоч такі інструменти інвестування відзначаються вищим ступенем ризику, водночас вони обіцяють значно вищий рівень дохідності їх власникам, що часто компенсує хвилювання інвесторів.

Та не всім підприємствам, що створюють та реалізовують інноваційні проєкти, відкритий вільний доступ до цього ринку. Інновації на РЦП: 1) новий інвестиційний інструментарій; 2) інноваційні системи реалізації торгів ЦП.

Але не всі емітенти, які впроваджують інноваційні проєкти, мають ранній доступ до цього ринку. Інновації на ринку ЦП: 1) нові інструменти на цьому ринку; 2) інноваційні системи торгівлі ЦП; 3) технологічната функціональна модернізація ринкової інфраструктури.

Новий інвестиційний інструментарій РЦП – нові види фінансових інструментів, в основі створення яких лежать нові технології. Збільшується коло інвестиційних інструментів РЦП – розширюється і коло потенційних можливостей та інтересів для українського та зарубіжного інвестора. Забезпечення необхідного інвестиційного середовища для введення нових інструментів РЦП в обіг сприятиме розгалуженню ризиків на організованому РЦП та трансформації українського РЦП у більш високоліквідний та інвестиційно привабливий для приватних інвесторів. Інновації у ДЦП пов'язані з їх варіацією щодо умов інфляційного захисту, захисту щодо ризику зміни валютних курсів. Інновації у державні ЦП репрезентовані емісією їх різних вбудованих варіацій: гарантіями безпеки від можливої інфляції, від курсових коливань валют і деноміновані у валюті іноземних країн для стимулювання інвестувати заощадження.

Питання моделювання та запровадження нових інструментів РЦП є надзвичайно актуальним для українського РЦП та його інвесторів. У цьому контексті варто звернути увагу на світову практику, яка нараховує широке коло інструментів, що оберталися чи обертаються на світових РЦП, які варто дослідити і проаналізувати всі їхні переваги та недоліки з інвестиційної точки зору. Перспективним інструментом нам здаються пенсійні облігації. Якщо розробити досконалий механізм їх обігу та реалізації, то цей вид ЦП може стати перспективним акумуляційним ліквідним інструментом накопичення пенсійних коштів НПФ. Елементами механізму реалізації пенсійних облігації мають бути: співпраця НБУ, комерційних банків, НПФ як головних учасників-організаторів цього процесу; НБУ в ролі емітента пенсійних облігацій, який перерозподіляє пенсійні заощадження за допомогою міжбанківського кредитування, а також НБУ, як гарант щодо збереження та повернення пенсійних заощаджень, визначає мінімальний рівень дохідності по ПО; рівень дохідності ПО повинен бути вищим за темпи інфляційних процесів; комерційні банки перенаправляють пенсійні вклади у довгострокові інструменти та інвестиційні проєкти, виплачуючи регулярно відсотки по ПО; отримані відсотки за використанні пенсійні ресурси від комерційних банків НБУ перенаправляє у вигляді дохідності до НПФ; адаптація фондових бірж до обігу пенсійних інвестиційних коштів; встановлення мінімального рівня інвестування НПФ пенсійних вкладів, що становить не нижче 50 % загального резерву

пенсійних вкладів; обсяг випуску ПО формувати відповідно до попиту на них; строк інвестування в ПО – до одного року; виплати дохідності за ПО – щокварталу.

Інвестиційно привабливим інструментом РЦП можуть стати облігації підприємств з державною гарантією. Принцип та механізм інвестування у запропонований вид інструментів РЦП передбачається такий самий, як і для ПО, єдина відмінність – розшириться коло інвесторів за рахунок різних підприємств та корпорацій.

Розширити українські інструменти РЦП можна за рахунок офіційного визнання в Україні криптовалют, які набувають більшої популярності у світі.

«Криптовалюта – децентралізований цифровий вимір вартості, що може бути виражений у цифровому вигляді та функціонує як засіб обміну, збереження вартості або одиниця обліку, що заснований на математичних обчисленнях, є їх результатом та має криптографічний захист обліку» [290].

«Різновид збору компаніями коштів із використанням криптовалют називають ICO (з англ. Initial Coin Offering) як аналог розміщення цінних паперів на біржі (IPO – Initial Public Offering). В обмін на власну криптовалюту клієнти компаній отримують від останніх так звані токени – іншу криптовалюту, яку можна обміняти на продукт компанії-андерайтера» [134, с. 41].

Усе більше країн визнають це явище новим засобом платежу та фінансовим інструментом. У світовій практиці криптовалюти є засобом платежу, в які люди вкладають кошти, а також їх обліковують із застосуванням певних спеціалізованих інтернет-програм. Визнання в Україні криптовалют вимагає таких заходів: розробка та впровадження законодавчої бази щодо регулювання та функціонування криптовалют, насамперед розробка принципів, яких Україна має дотримуватися у процесі регулювання цього питання; законодавчо дати пояснення понять «криптовалюта», «віртуальна валюта»; законодавчо врегулювати податкову політику щодо операцій з криптовалютами; законодавчо затвердити послідовність формування криптовалютної біржі як різновиду суб'єктів РЦП та механізм її функціонування; обґрунтування на законодавчому рівні блокчейну як структурованої платформи інформаційних даних щодо обліку операцій з криптовалютою.

У світі більшої популярності набуває інвестування перспективних проєктів із «рук у руки» на так званих краудфандингових платформах, де будь-яка людина може зібрати необхідні інвестиційні кошти для конкретного проєкту чи ідеї. Для цього необхідно лише розкрити детально цілі, мету та сутність проєкту в інтернеті, а також зазначити необхідну суму грошей. Капітал може надаватися як на умовах повернення, так і на умовах кредитування.

«На цих майданчиках під час розміщення проєкту не варто розраховувати на прибуток. Виходячи з величини залучених інвестиційних коштів, автори ідеї можуть винести вдячність публічно через соціальні мережі, віддячити брендованим товаром, запропонувати свої послуги тощо» [198].

Було б доцільним і прогресивним явищем на законодавчому рівні ввести новий вид інструментів для українського РЦП як краудфандингові акції та на базі українських фондових бірж створити так звану краудфандингову платформу, обов'язковими елементами якої є:

– ініціатор проєкту чи ідеї – емітент (будь-яка особа, яка має ідею та проєкт, але не має грошей на реалізацію цього проєкту);

– краудфандингова компанія за певні комісійні (встановлений відсоток від залучених інвестиційних коштів), тестує та аналізує ідеї чи проєкт автора щодо можливості реалізувати, законодавчої відповідності, прораховує усі можливі ризики тощо. Після затвердження проєкту краудфандинговою фірмою автор розміщує на краудфандинговій інтернет-платформі його паспорт, в якому повністю описується проєкт чи ідея, оприлюднює необхідну мінімальну суму коштів, що необхідна для його реалізації, строки збору коштів;

– емісія краудфандингових акцій та передача їх у власність інвесторам, які здійснили інвестування своїх коштів у цей вид інструменітв;

– випуск краудфандингових акцій, які надаються у власність особам, які інвестували свої кошти у проєкт. У змісті таких акцій мають бути зазначені договірні обов'язки, права та умови, на яких надається інвестиційний капітал. Цей вид ЦП може передбачати у змісті як фінансовий ефект у вигляді дивідендного доходу, так і нематеріальний ефект, що передбачає задоволення інтересів вкладників;

– захищеність інвестованих коштів, зокрема, в разі, коли не назбирався необхідний капітал щодо реалізації ідеї чи проєкту, кошти мають бути повернені інвесторам, не повертається лише комісійна плата краудфандинговій компанії. Автор ідеї чи проєкту повинен нести правову відповідальність за здійснення проєкту чи ідеї.

Вирішення проблем розвитку інвестиційного інструментарію для РЦП потребують як державної, так і приватної участі та підтримки. Пропонуємо такі заходи, які мають бути пріоритетними напрямами державної політики щодо активізації інвестиційних процесів на РЦП, зокрема: трансформація РЦП України в один із пріоритетних стратегічних напрямів розвитку як могутньої платформи, здатної забезпечити інвестиційним капіталом економіку країни; поліпшення конкурентоспроможності українського РЦП та його суб'єктів; передбачення та запобігання усім можливим ризикам інвестиційної діяльності на РЦП; захист прав інвесторів як найголовніший пріоритет інвестиційної політики на РЦП; покращення законодавчого забезпечення інвестиційних процесів на РЦП; поступове вливання українського РЦП у міжнародний ринок фінансових послуг; максимальне сприяння формуванню попиту на вітчизняні інструменти РЦП, доступності інструментів РЦП, створення нових інвестиційно привабливих інструментів РЦП і максимальне забезпечення захисту інвестицій; підвищення та вдосконалення державного механізму нагляду, регулювання та контролю за відповідним забезпеченням і дотриманням чинного законодавства під час здійснення усіх фінансових операцій на РЦП; розробка механізму спрощеного доступу громадян-фізичних осіб на РЦП, максимально простого, зрозумілого, зручного та дешевого; застосування в Україні найкращого досвіду, світових практик та методологій у сфері функціонування РЦП; подолання спекуляцій, махінацій та інших правопорушень щодо ЦП; розробка універсального компенсаційного механізму втрат інвесторів; перетворення державних підприємств у корпоративні, з подальшою можливістю приватизації; покращення фінансової обізнаності та грамотності громадян; підвищення рівня життя та забезпеченості населення; законодавчо прописаний розподіл повноважень між спеціально уповноваженими органами управління, а також зменшена кількість державних регуляторів, а, можливо, і створення єдиного мегарегулятора, який би здійснював управління на РЦП.

Активізація інвестиційних процесів на РЦП України вимагає також досягнення лібералізації у валютному законодавстві, а саме: скасування вимог наявності валютних ліцензій для операцій з закордонними ЦП колективним і приватним інвесторам, включаючи депозитарні інститути; усунення лімітів щодо набуття резидентами-інвесторами розмірів доходів від зарубіжного емітента (проценти, дивіденди, викуп тощо), а також у валюті іноземних держав; усунення існуючих обмежень для іноземців щодо реалізації договорів із зарубіжними ЦП з оплатою, вираженою у гривні.

Значнуну роль для розвитку РЦП та його інструментарію відіграє фінансова грамотність населення. Щодо підвищення фінансової обізнаності населення, державні структури мають можливість діяти опосередковано через систему освіти, вводячи відповідні предмети, що пов'язані з РЦП, у школах і в університетах, забезпечуючи школярів і студентів необхідними інформаційними технологіями в сфері ЦП і реалізовуючи інформаційну ознайомчу діяльність у ЗМІ, доводячи до відома населення потенційні можливості альтернативної банківській системі і розповідаючи про інститути та суб'єкти РЦП, інвестиційний інструментарій для збереження та примноження коштів, накопичувальну пенсійну систему. Не менш вагомою є роль інвестиційних компаній – суб'єктів у трансляції пізнавальних телевізійних передач, організації форумів, визначенні та виплаті стипендій з важливих і затребуваних спеціальностей, проєктів та програм зі стажування, студентських і шкільних олімпіад та конкурсів тощо.

Отже, розширення кола ліквідних ЦП для забезпечення диверсифікації інвестиційних портфелів та ефективного розподілу ризиків інституційних інвесторів, оптимальний та спонукаючий підхід до регулювання РЦП, а також розвиток його інфраструктури, збільшення участі насамперед внутрішніх інвесторів – це питання, які завжди будуть пріоритетними завданнями як для професійних учасників РЦП, так і для державних органів регулювання РЦП.

3.3. Сек'юритизація як інноваційна форма фінансування інвестиційних процесів на ринку цінних паперів

Україна вже багато років намагається модернізувати свою фінансову та економічну системи, при цьому сек'юритизація фінансових активів може бути одним із двигунів змін у країні, у банківській сфері зокрема. Наслідки світової фінансової кризи, зростання вимог до банків, криза на кредитних ринках, обмежені можливості отримання прибутку та поширення процесів реорганізації комерційних банків – усе це призводить до зміни поглядів на подальший розвиток банківського бізнесу [63, с. 16]. Тому розробка та реалізація концептуальних засад щодо регулювання та створення інфраструктури сек'юритизації фінансових активів має надто важливе значення.

Операції сек'юритизації фінансових активів досить складні, тому в Україні необхідно створити особливе правове середовище для розвитку подібних інструментів [231].

На нашу думку, під час розробки системи заходів держави щодо вдосконалення регулювання сек'юритизації фінансових активів в Україні необхідно застосовувати пруденційний підхід. Адже проведення перших угод сек'юритизації в Україні випередило її нормативну регламентацію, що, можливо, і стало додатковим фактором разом із кризою, який вплинув на припинення здійснення подібних угод. У зв'язку з цим для підвищення ефективності відновлення використання сек'юритизації фінансових активів вітчизняними оригінаторами, необхідно застосувати пруденційний підхід під час розробки відповідних державних заходів.

Для цього потрібно визначити ключові сегменти, які потребують модернізації або розробки. Спираючись на уроки кризи, досвід провідних країн світу, які вже мають ефективно функціонуючий ринок сек'юритизації фінансових активів, та враховуючи реалії вітчизняної економіки, вважаємо за доцільне виокремити такі ключові моменти, які потребують розробки системи заходів, спрямованих на активізацію сек'юритизації фінансових активів в Україні:

1. Розробка спеціального законодавства щодо регулювання сек'юритизації фінансових активів.
2. Внесення змін до системи оподаткування у контексті оподаткування операцій з сек'юритизації фінансових активів.
3. Подальший розвиток системи банківського нагляду в контексті вимог Базельського комітету.
4. Розширення внутрішньої інвестиційної бази та створення умов для залучення іноземних інвесторів.
5. Розвиток вітчизняних рейтингових агентств.

Незважаючи на те, що перші угоди сек'юритизації активів в Україні відбулися 2007 року, законодавства, яке б регулювало такі процеси, донині немає. Зарубіжний досвід показує, що багато розвинених країн світу також не поспішали з його створенням. Так, наприклад, Японія витратила на його створення 6 років.

Емпіричні дані свідчать про те, що сама можливість та ефективність сек'юритизації фінансових активів залежать від особливостей правового регулювання, яке існує у кожній конкретній країні. Процес розвитку сек'юритизації у зарубіжних країнах свідчить про те, що в

багатьох з них здійснення сек'юритизації було неможливим через наявність прямих або непрямих правових бар'єрів у цій сфері. При цьому його особливістю є те, що законодавство було «не проти» сек'юритизації, а просто не містило в собі відповідних положень щодо можливостей її реалізації.

Як відомо, держава зобов'язана забезпечувати порядок у суспільстві та в суспільних відносинах. Однак державне регулювання може здійснюватися у двох формах: чим більше регулювання, тим краще (регулятивна концепція) і чим менше такого втручання, тим краще (концепція дерегуляції). Одним із способів забезпечення регулятивного підходу є реалізація принципу «спочатку закон, потім відносини». Недоліком цього принципу є заборона на появу нових відносин (цей підхід називають також ex ante, тобто з самого початку). Протилежний підхід орієнтований на те, що суспільство може самостійно створювати нові відносини, основне, щоб такі відносини не суперечили базовим принципам законодавства. Держава при такому підході втручається лише після того, як відбулося порушення. Такий підхід має назву ex post. Можна зазначити, що в першому випадку (ex ante) двері для нових відносин (зокрема сек'юритизації) зачинені, в іншому – (ex post) можливості (двері) відкриті [232].

В Україні, на нашу думку, в частині регламентації сек'юритизації фінансових активів існує підхід державного регулювання ex post. Закон України «Про іпотечні облігації» дозволяє провести на території України як балансову, так і позабалансову сек'юритизацію внаслідок випуску, відповідно, звичайних та структурованих іпотечних облігацій. Так, у ст. 3 цього Закону зазначено, що емітентом звичайних іпотечних облігацій є іпотечний кредитор, який несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпотечними облігаціями іпотечним покриттям та всім іншим своїм майном. Також емітентом структурованих іпотечних облігацій є спеціалізована іпотечна установа, яка несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпотечними облігаціями лише іпотечним покриттям [233].

Незважаючи на те, що Закон України «Про іпотечні облігації» набув чинності ще 2005 року, було створено законодавчу базу для укладання сек'юритизаційних угод, на сьогодні в Україні практика сек'юритизації іпотечних активів не набула значного поширення, про що свідчать лише окремі випадки сек'юритизації.

Доцільно зазначити, що Законом України «Про іпотечні облігації» врегульовано питання емісії структуризованих облігацій, тобто фактично передбачено застосування механізму сек'юритизації іпотечних активів.

Так, зазначеним законом передбачена можливість передачі фінансовими установами прав вимог за забезпеченими іпотекою грошовими зобов'язаннями боржника (іпотечних активів) спеціалізованим іпотечним установам, які мають право здійснювати емісію структуризованих іпотечних облігацій, виконання яких забезпечено таким іпотечним покриттям.

Тобто окремі аспекти щодо законодавчого регулювання сек'юритизації фінансових активів в Україні існують з 2005 року, але вони не регламентують цей процес повним обсягом [228, с. 280].

Наступним кроком держави у створенні сприятливого організаційно-правового середовища для сек'юритизації фінансових (іпотечних) активів стало створення в лютому 2012 року публічного акціонерного товариства «Агентство по рефінансуванню житлових кредитів» (АРЖК) за підтримки чотирьох державних банків: Ощадбанк, УкрЕксімБанк, Укргазбанк і банк «Київ». Агентство щодо рефінансування житлових кредитів перейняло найкращий світовий досвід і було створено за аналогією відомих світових компаній. Фінансовим інструментом АРЖК є звичайні іпотечні облігації, які є надійним способом інвестування коштів, гарантіями зобов'язань за якими виступає іпотечне забезпечення.

Потім намагання законодавчо підтримати розвиток сек'юритизації фінансових активів проявилося у проєктах різноманітних державних програм, наприклад у проєкті Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні на 2008–2012 роки, Програмі розвитку фондового ринку України на 2012–2014 роки тощо. Але значна частина цих документів так і залишилася проєктами.

Наступною законодавчою ініціативою у сфері сек'юритизації фінансових активів стала розробка 2013 року Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку та подача на розгляд Верховної Ради України (2014 року) проєкту Закону України «Про внесення змін до деяких законів України щодо створення механізмів убезпечення фінансових активів».

Незважаючи на те, що в пояснювальній записці до проєкту Закону зазначено, що основними його завданнями є врегулювання питання запровадження сек'юритизації активів, відмінних від іпотечних [174], у цьому документі містяться також і загальні положення сек'юритизації (визначення основних понять, процедура створення та діяльності спеціальної фінансової установи, процедура формування та обслуговування виділених активів, процедура ліквідації спеціальної фінансової установи).

На нашу думку, враховуючи те, що зазначений вище законопроєкт донині не прийнятий Верховною Радою України і зважаючи на недостатню регламентацію в ньому деяких аспектів сек'юритизації, вважаємо за доцільне запропонувати власне бачення законодавчих норм у сфері сек'юритизації фінансових активів.

Ключовими моментами під час розробки законопроєкту мають стати:

1) визначення основних понять;
2) розширення переліку активів, які можуть бути сек'юритизовані;
3) принцип дійсного продажу активів (true sale);
4) принцип віддалення від банкрутства емітента (тобто SPV);
5) субординація випуску (траншування);
6) стандартизація угод сек'юритизації.

Трактування значної частини понять, які стосуються процесу сек'юритизації, відображено у проєкті Закону України «Про внесення змін до деяких законів України щодо створення механізмів убезпечення фінансових активів». Але, враховуючи багатогранність процесу та широкий спектр учасників сек'юритизації, необхідно додати визначення таких понять, як «класична та синтетична сек'юритизація», «сервісер», «адміністратор грошових потоків», «довірена особа» тощо. Також доцільно законодавчо закріпити принципи сек'юритизації.

Зважаючи на зарубіжний досвід та з метою деталізації переліку активів, які можуть бути сек'юритизовані, вважаємо за потрібне чітко закріпити це на законодавчому рівні, включивши туди банківські кредити (іпотечні, автомобільні, споживчі, малому та середньому бізнесу тощо), майбутні страхові премії, активи лізингових компаній, активи державних органів влади (податкові надходження, валютні надходження тощо), активи підприємницьких структур (майбутня виручка, дебіторська заборгованість), активи від інтелектуальної власності.

Як зазначалося у попередніх параграфах, важливим моментом сек'юритизації фінансових активів є можливість ізолювати сек'юритизовані активи від можливих претензій кредиторів до оригінатора у випадку її банкрутства. Якщо така ізоляція буде не ефективною, цінні папери SPV не зможуть отримати кредитний рейтинг вищий, ніж рейтинг самого оригінатора. Це негативно вплине на ціну позикового залученого фінансування. Враховуючи те, що сек'юритизація фінансових активів з позиції структурування та адміністрування є набагато більш складною та витратною, ніж, наприклад, випуск незабезпечених єврооблігацій, збільшення вартості залученого позикового фінансування може зробити сек'юритизацію економічно необґрунтованою для оригінатора.

Цей момент є досить важливим, оскільки якщо договір купівлі-продажу сек'юритизованого пулу активів буде визнаний недійсним і продані активи будуть повернуті компанії-оригінатору, це призведе до того, що позикове фінансування, надане SPV, перестане бути забезпеченим. Разом з тим вимога SPV до оригінатора (кошти, сплачені оригінатору під час купівлі пулу сек'юритизованих активів) також буде не забезпеченою і задовольнятиметься в загальному порядку відповідно до чинного законодавства.

Принцип віддалення від банкрутства емітента (SPV) полягає у тому, що після продажу активів SPV ризик його банкрутства має бути мінімальним. Мінімізації цього ризику може сприяти введенню таких норм щодо SPV, як:

– обмежена правоздатність;

– обмеження добровільної ліквідації (введення можливості добровільної ліквідації лише після виконання зобов'язань за облігаціями, або за згодою 90 % власників облігацій);

– передача повноважень одноосібного виконавчого органу управляючій компанії, а бухгалтерського обліку – спеціалізованій організації;

– обмеження кола осіб, які можуть подавати заяви про визнання SPV банкрутом (заяву про банкрутство можуть подавати лише акредитовані представники власників облігацій на підставі рішення загальних зборів);

– обмеження на наявність штату працівників, що означає зменшення кількості потенційних кредиторів (але цю норму треба вивчати в контексті норм законів про працю);

– договірні обмеження на звернення конкурсного кредитора в суд із заявою про банкрутство.

Субординація випуску (траншування) передбачає розподіл емісії цінних паперів, забезпечених активами на декілька траншів (умовно «старший-молодший», або А – Б – В). Виплати за молодшими траншами здійснюються після задоволення вимог власників облігацій старших траншів. Старші транші здебільшого мають вищий рейтинг. Така субординація передбачає, що менш привілейовані папери (молодші транші) є забезпеченням для більш привілейованих паперів (старші транші). Дотримуючись цього принципу, SPV розподіляє фінансові потоки від пулу активів між класами емітованих цінних паперів молодшої, середньої та старшої категорій, які відрізняються рівнем ризику, дохідності та термінами погашення. Молодші транші може викупляти оригінатор.

Потреба у стандартизації угод сек'юритизації фінансових активів зумовлена тим, що на сучасному етапі в Україні існує високий рівень правової невизначеності, відсутній достатній досвід здійснення угод з боку учасників та державних регуляторів [228, с. 280], гостра нестача капіталу в умовах необхідності переходу до вимог Базеля ІІІ.

Елементами стандартизації угод сек'юритизації фінансових активів мають стати такі документи:

– стандартний договір продажу пулу активів SPV;
– стандартний договір обслуговування кредитного портфеля;
– стандартний договір SPV з управляючою компанією;
– типовий статут SPV;
– типові рішення про емісію облігацій SPV (за траншами);
– рекомендації щодо структурування угоди та вимоги до активів;
– рекомендації з бухгалтерського обліку.

Стандартні документи (договори) мають містити основні договірні умови, які широко використовуються банками та відповідають чинному законодавству і кращому світовому досвіду. Для їх формулювання потрібно долучити представників судової системи, юристів, банкірів, представників державних органів. Але ці документи не є обов'язковими для використання фінансовими установами, вони можуть змінювати та адаптувати положення стандартних документів (договорів), при цьому розуміючи те, що беруть на себе правові ризики недійсності внесених змін.

Якщо уявити собі місце стандартних документів (договорів) у вигляді ієрархії джерел правових норм та за обсягом рекомендованих правил, то це буде мати такий вигляд (рис. 3.8):

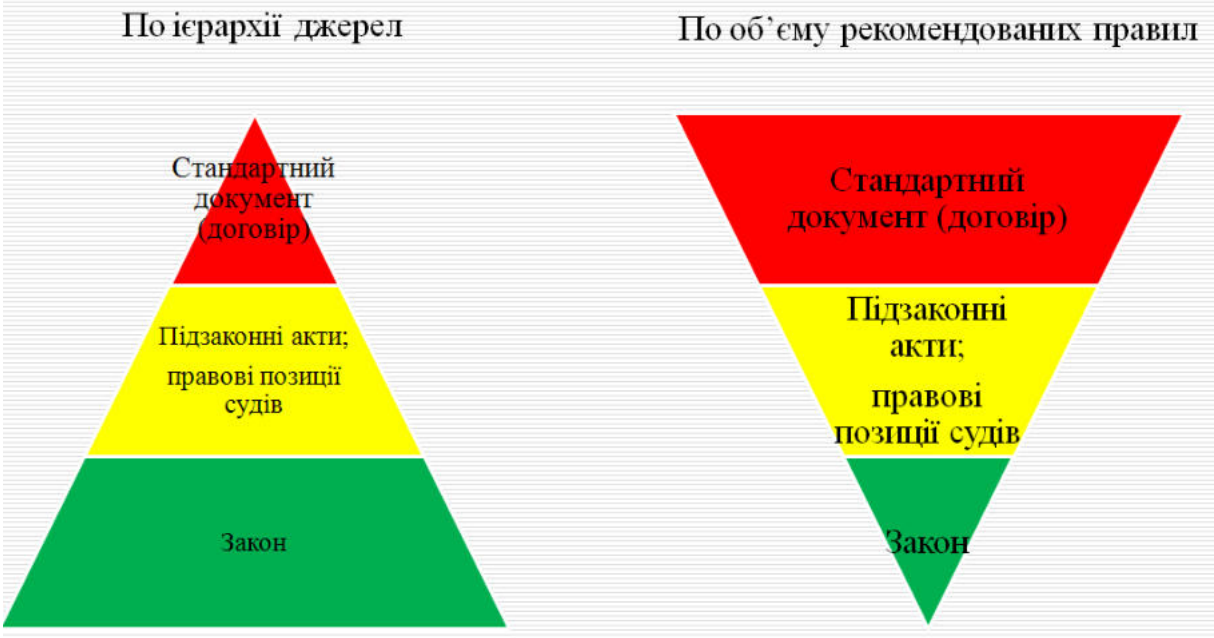


Рис. 3.8. Місце стандартних документів (договорів) у вигляді ієрархії джерел правових норм та за обсягом рекомендованих правил

Джерело: побудовано автором.

Отже, сек'юритизація фінансових активів як правовий інститут являє собою систему норм, спрямованих на зниження правових та економічних ризиків, які виникають під час рефінансування сукупності грошових вимог унаслідок розміщення цінних паперів. Такі параметри сек'юритизації фінансових активів, як масштаб, час і надійність змушують переглядати чинне та створювати нове законодавство.

Також важливим кроком у створенні інфраструктури сек'юритизації фінансових активів є розвиток системи банківського нагляду.

Зважаючи на підписання Україною угоди про асоціацію з ЄС, систему банківського нагляду доцільно модернізувати в контексті європейських вимог. Фінансовому сектору необхідно якнайшвидше підтягнутися до вимог та стандартів системи Базель ІІІ, які з 2019 року стануть обов'язковими в усіх країнах ЄС.

Теоретично Україна може і не виконувати правила Базельського комітету з питань банківського нагляду – в тексті Угоди з ЄС таких вимог немає. Але саме перехід на ці стандарти дозволить очистити банківський сектор та залишить на ринку тільки тих гравців, які здатні витримати жорстку конкуренцію за клієнта. Україні вже нині потрібно думати про стратегічний розвиток банківського сектору на найближчі десять років.

Система Базель ІІІ була створена з урахуванням уроків фінансової кризи 2008 року, яка продемонструвала недостатню фінансову стійкість банківської системи навіть розвинених країн.

Базельський комітет з питань банківського нагляду є тим міжнародним майданчиком, де розробляються найкращі у світі практики банківського регулювання та нагляду. Основні акценти базельської системи спрямовані на посилення вимог до якості банківського капіталу, підвищення ліквідності банків та їхньої фінансової незалежності. Для цього, зокрема, підвищуються вимоги до адекватності капіталу банку, вводиться обмеження на співвідношення його позикових та власних коштів, упроваджуються додаткові показники контролю за ліквідністю. Базель ІІІ передбачає поетапне збільшення вимог до банків згідно з графіком, який передбачає перехідний період до 2025 року.

Реальна банківська практика накопичення досвіду реалізації ризиків сек'юритизації зумовили необхідність змінити регулюючі підходи щодо банківського нагляду. З'явилася потреба у посиленні вимог наглядового органу до розкриття інформації, зокрема, щодо операцій сек'юритизації.

У зв'язку з цим комітет Базеля з банківського нагляду розробив нову Угоду – Базель ІІІ [230]. Базель ІІІ спрямований, зокрема, на забезпечення додаткового рівня захисту від модельного ризику, на стримування системних ризиків. Угода визнає, що основним джерелом втрат міжнародних банків в умовах останньої кризи стали торгові портфелі і операції з сек'юритизації. Відповідно до Базеля ІІІ змінюються підходи до оцінки ризиків сек'юритизації, вводяться заходи щодо посилення вимог до капіталу під кредитні ризики, зумовлені фінансуванням унаслідок операцій сек'юритизації.

Базель ІІ передбачав коректування оцінки кредитного ризику у зв'язку з погіршенням кредитної якості контрагента, що є істотним джерелом втрат банків у період кризи. У зв'язку з цим Базель ІІІ вводить поняття ризику коректування кредитної оцінки (credit valuation adjustment, CVA – ризику).

Базель ІІІ приділяє увагу проблемі «ефектів скелі (cliff effects)», пов'язаних з практикою застосування інструментів зниження ризиків Credit Enhancements. Згідно з вимогами Базеля ІІ, якщо інструменту зниження кредитних ризиків привласнений високий зовнішній рейтинг, то учасники операції під час оцінки своїх ризиків орієнтуються на

нього, без урахування фактичної зміни ризиків, пов'язаних з сек'юритизаційними активами. Для зниження залежності банків від зовнішніх рейтингів Базель ІІІ рекомендує зобов'язувати банки здійснювати власні внутрішні оцінки зовнішніх рейтингів ризиків сек'юритизації.

Для вирішення проблеми системних ризиків і їхнього взаємозв'язку Базель ІІІ передбачає серед інших заходів підвищити вимоги до капіталу для операцій з сек'юритизації. Базель ІІІ (п. 74) забороняє включати в розрахунок базового капіталу першого рівня (Common Equity Tier 1) очікувані суми прибутку від продажу внаслідок операцій з сек'юритизації (Gain on sale related to securitisation transactions). Позиції з андеррайтингу, які займаються банками більше ніж на п'ять робочих днів, повинні вираховуватися з капіталу (Underwriting positions held for longer than five working days must be included, п. 80).

Під час розрахунку базового капіталу першого рівня в межах 10 % обмежене визнання можуть отримати права на іпотечне обслуговування (MSRs): вказані права зважуються з коефіцієнтом ризику, що дорівнює 250 % (п. 89 Угоди Базель ІІІ). Права на іпотечне обслуговування, що перевищують 15 % суми звичайних акцій, повністю відніматимуться з базового капіталу першого рівня.

Згідно з Базелем ІІ сек'юритизаційні вимоги, що забезпечують банку позиції перших збитків, віднімалися по 50 % з капіталу першого і з капіталу другого рівнів. Згідно зі змінами Базеля ІІІ (п. 90) вказані сек'юритизаційні вимоги отримують ваговий коефіцієнт ризику, що дорівнює 1 250 %.

Базель ІІІ не залишає поза увагою і питання забезпечення виконання зобов'язань, зокрема, щодо операцій з сек'юритизації активів. Так, посилюються і ускладнюються вимоги щодо визначення вартості застави. При стандартизованому підході оцінки ризиків сек'юритизації для оцінки забезпечення застосовується дисконт від 2 % (при рейтингу забезпечення від ААА до Аа-/а-1) до 24 %. Якщо рейтинг забезпечення Вв+ і нижче, забезпечення з сек'юритизації вважається не прийнятним (п. 111). Крім згаданих вище змін, Базель ІІІ уточнює вимоги, що висуваються до рейтингових агентств, на рейтинги яких орієнтуються банки під час оцінки ризиків контрагента.

Поступовий перехід на Базель ІІІ розпочався у країнах ЄС з 01.01.2013. Угодою передбачено графік повного переходу на нові стандарти. Щодо переходу на нові вимоги відносно сек'юритизації, то з

01.01.13 вирахування з базового капіталу першого рівня за правами на іпотечне обслуговування, що перевищує встановлені розміри, здійснюються у розмірі 20 % від розрахункової величини. З кожним роком розмір вирахування збільшуватиметься на 20 %, досягнувши 100 % розрахункової величини на початок 2018 р. Під час переходу на нові стандарти в період 2013–2014 рр. здійснюється тільки наглядовий моніторинг за виконанням нових вимог і, починаючи з 01.01.15, банки будуть зобов'язані розкривати відповідну інформацію. В Україні поки що не розпочалася робота з приводу імплементації норм Базеля ІІІ.

Зміна нормативних правових вимог щодо банківських ризиків під час сек'юритизації активів передбачається у рамках концепції стійкого розвитку банків і банківських систем. На думку розробників Базеля ІІІ, це повинно сприяти, якщо не запобіганню банківським кризам, то максимальній нівеляції несприятливих кризових наслідків на національні банківські системи, економіки окремих країн і світового господарства в цілому.

Звичайно, Україна не має стояти осторонь цього процесу і під час модернізації системи банківського нагляду потрібно брати за основу підходи Базельського комітету та запроваджувати його норми поетапно, зокрема в контексті регулювання сек'юритизації фінансових активів. У зв'язку з цим Національним банком України прийнято постанову Правління «Про затвердження Змін до Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні» від 12.05.2015 № 312 (далі – Постанова № 312), яка передбачає впровадження сучасного європейського досвіду та наближення до стандартів управління капіталом Базель ІІІ і положень Директиви ЄС про вимоги до капіталу (CRD IV). Норматив достатності основного капіталу для банків буде запроваджено на рівні 7 %, починаючи з 01.01.2019. Досягнення такого рівня достатності основного капіталу до кінця 2018 року для 20 найбільших за розміром активів банків передбачено Меморандумом про співпрацю між Україною та МВФ.

Організація угоди, її структуризація і підготовка юридичної документації, забезпечення процесу управління грошовими потоками передбачають значні витрати для організатора угоди і первинного власника активів, що сек'юритизуються. Проте якість проведення таких процедур – один із ключових чинників для отримання кращого рейтингу і зниження вартості залучених коштів. При цьому обсяг більшої частини таких витрат відомий і фіксований на момент організації угоди.

Частиною роботи над оцінкою витрат на сек'юритизацію фінансових активів є визначення податкового навантаження на структуру угоди після виділення (продажу) активів та випуску цінних паперів.

Одним з основних питань структурування та реалізації угод сек'юритизації фінансових активів є передбачуваність податкових наслідків як для емітента та оригінатора, так і для майбутніх інвесторів. Це означає, що організатори структури угоди з упевненістю повинні гарантувати таке:

1) діяльність сторін-учасників угоди не призведе до додаткового податкового навантаження на грошові потоки, які забезпечують виплати інвесторам;

2) розмір додаткових податкових зобов'язань буде прийнятним для оригінатора.

Водночас зауважимо, що додаткові податкові платежі, які виникають у структурі угоди, зазвичай перекладаються на оригінатора на основі договірних зобов'язань з відшкодування стягнених податків інвесторам.

Прийнятність податкових затрат і ризиків розглядається не лише в інтересах оригінатора, але й з позицій інвесторів. Під час виходу на прийнятний рівень податкових затрат підвищується привабливість і рейтинг емітованих цінних паперів для інвестора та, відповідно, знижується вартість залучених коштів [230].

Як видно із світової практики, основна проблема в угодах сек'юритизації пов'язана з подвійним оподаткуванням доходу з сек'юритизованих активів: спочатку на рівні SPV, а потім на рівні оригінатора. У більшості випадків нейтральність оподаткування SPV досягається так:

– реєстрація SPV у сприятливій податковій юрисдикції;

– використання транспарентної компанії (інвестиційний траст та ін.) (Pass-through structures);

– SPV є самостійним платником податків, але його оподатковуваний дохід мінімальний, тому що його виплати є від'ємною витратою (тобто оподатковуваний дохід SPV – це мінімальна різниця між доходом за переданими йому активами і витратами на виплату купона) (pay-through structures).

Питання податкового навантаження на виплати інвесторам є основними під час податкового аналізу угоди. Виникнення додаткових податкових зобов'язань у структурі угоди може бути причиною для дефолту і дострокового повернення коштів інвесторам. Крім того, зважаючи на

те, що часто за умовами договору компенсація додаткових податкових зобов'язань, що виникають у структурі, накладається на оригінатора, загальна вартість проведення сек'юритизації для оригінатора може істотно зрости, що призведе до економічної недоцільності угоди.

Отже, основна мета податкового структурування угод сек'юритизації активів – досягнення певного прийнятного і передбачуваного рівня оподаткування. Податковий аналіз структури необхідно здійснювати на ранніх стадіях підготовки угоди, для того щоб своєчасно виявити і скоригувати можливі недоліки структури, які можуть призвести до ризику виникнення зайвих податкових зобов'язань у майбутньому. Для України ретельна податкова експертиза особливо актуальна, зважаючи на відсутність спеціального трактування подібних угод у вітчизняному цивільному та податковому законодавстві.

У відсутність у вітчизняному законодавстві категорії «сек'юритизація», її необхідно розглядати в розрізі кожної окремої операції, що становить структуру сек'юритизації активів. Отже, податкові наслідки під час продажу оригінатором активів, випуску цінних паперів емітентом, управління грошовими коштами та активами емітента, отриманні емітентом платежів за активами, сплати доходу за облігаціями інвесторам та за іншими операціями підлягають оцінці, виходячи з фінансового результату з кожної такої операції окремо, на підставі укладених договорів. Існуючий підхід ускладнює податкову структуру угоди і в ряді випадків може привести до виникнення економічно невиправданих податкових витрат і ризиків.

На стадії укладання угоди необхідно провести податкову експертизу проєктної документації, підготувати секції емісійної документації, що розкриває фактори ризику, пов'язані з оподаткуванням, а також податкові наслідки для інвесторів і, в разі потреби, отримати погодження режиму оподаткування емітента в його юрисдикції (це, наприклад, є звичайною практикою в Люксембурзі). Крім того, в ряді випадків може знадобитися аналіз фінансових моделей для забезпечення своєчасного і достатнього фінансування податкових витрат.

Практика організації угод сек'юритизації в світі передбачає підготовку незалежним консультантом висновку про податкові наслідки в структурі угоди і правильності відображення податкових наслідків та ризиків в емісійній документації. Цей висновок потрібен банкам-організаторам угоди. Крім того, копія висновку направляється рейтинговому агентству.

В Україні потрібно розробити та запровадити норми, які б забезпечували податкове стимулювання розвитку сек'юритизації фінансових активів, а саме:

– передбачити звільнення SPV від сплати податку на прибуток (досвід Російської Федерації);

– зменшити сукупний оподатковуваний дохід громадян України та інших фізичних осіб на суму їхніх витрат на купівлю цінних паперів, забезпечених активами;

– зменшити або звільнити від оподаткування доходи, отримані від цінних паперів, забезпечених активами.

Світова фінансова криза виявила також недоліки в існуючій системі діяльності рейтингових агентств, які є необхідною умовою формування ефективного ринку сек'юритизації фінансових активів.

Сьогодні в Україні для визначення рейтингу цінних паперів, забезпечених активами, залучаються виключно міжнародні рейтингові агентства – Standard & Poor's, Fitch Ratings або Moody's Investors Service.

Однак їхні послуги є досить дорогими для невеликих банків, а рейтинги не завжди є об'єктивними. Водночас потрібно враховувати, що відомі світові рейтингові агентства розглядають позичальників та емітентів з боку північноамериканських інституційних інвесторів і недостатньо враховують специфіку країн, що розвиваються. Водночас основним аналітичним джерелом присвоєння рейтингу для них є статистичні бази, накопичені насамперед на розвинених ринках.

Звичайно, отримання міжнародних рейтингів є обов'язковим для розміщення цінних паперів, забезпечених активами на зарубіжних фондових майданчиках. Однак під час здійснення операцій, орієнтованих на українських інвесторів, більш ефективно буде залучити національні рейтингові агентства.

В Україні на сьогодні зареєстровано 6 рейтингових агентств: «ІВІ-Рейтинг», «Рюрік», «Експерт-рейтинг», «Кредит-Рейтинг», «Українське кредитно-рейтингове агентство», «Стандарт-Рейтинг».

Основною їхньою перевагою над міжнародними рейтинговими агентствами є розуміння специфіки та реалій українського ринку. Зазначене дозволить забезпечити більшу об'єктивність присвоєння ними рейтингів цінним паперам, забезпечених активами. Крім того, послуги вітчизняних рейтингових агентств будуть значно дешевшими.

Переваги та недоліки використання послуг вітчизняних та міжнародних рейтингових агентств під час сек'юритизації фінансових активів подано у табл. 3.2.

Таблиця 3.2

Порівняння переваг та недоліків використання послуг вітчизняних та міжнародних рейтингових агентств під час СФА

Тип агентства	Переваги	Недоліки
Вітчизняні	1) орієнтація у разі визначення рейтингу на специфіку та реалії вітчизняного ринку; 2) невисока вартість послуг; 3) оперативність при внесенні змін до вже присвоєних рейтингів; 4) можливість контролю їх діяльності з боку вітчизняних регуляторів; 5) високий рівень зацікавленості в розвитку українського фондового ринку	1) висока ймовірність невизнання іноземними інвесторами; 2) відсутність досвіду; 3) присвоєння рейтингів сек'юритизованим цінним паперам; 4) можливість залучення лише для внутрішніх угод
Міжнародні	1) значний досвід у присвоєнні рейтингів сек'юритизованим цінним паперам; 2) визнання іноземними і вітчизняними інвесторами та державними органами; 3) можливість залучення як для транскордонних, так і для внутрішніх угод	1) висока вартість послуг; 2) нерозуміння специфіки та реалій вітчизняного ринку

Джерело: складено автором.

Як видно з табл. 3.2, вітчизняні рейтингові агентства мають більше конкурентних переваг на українському ринку, тому в майбутньому вони можуть зайняти стійку нішу на ринку сек'юритизації фінансових активів. Насамперед у їхніх послугах будуть зацікавлені невеликі банки, які не можуть дозволити собі залучити міжнародні рейтингові агентства та державні регулятори, яким зручніше буде відслідковувати процедуру та об'єктивність присвоєння рейтингів сек'юритизованим цінним паперам.

Важливим елементом системи заходів щодо регулювання та створення інфраструктури сек'юритизації фінансових активів є розвиток внутрішньої та зовнішньої інвестиційної бази. Адже участь інвесторів у сек'юритизації фінансових активів дозволяє досягати очікуваного ефекту від її реалізації.

Для інвестора результат сек'юритизації – інноваційний інвестиційний продукт з певним набором активів і достатньо передбачуваними надходженнями. Інвестори, які купують сек'юритизовані цінні папери, отримують такі переваги:

– такі цінні папери, зазвичай, мають нижчий рівень ризику і захищені від ризику банкрутства первинного кредитора;

– цінні папери, забезпечені активами, дозволяють інвесторам вибирати транші, які мають різні характеристики ризику і прибутковості, що дає можливість інвесторам оптимізувати структуру своїх портфелів;

– сек'юритизовані цінні папери історично менш схильні до цінових змін порівняно з корпоративними облігаціями;

– щодо цінних паперів, забезпечених активами, пропонується вища ставка, порівняно з державними облігаціями, які мають такий самий рейтинг;

– зменшення інформаційних витрат (якщо під час купівлі звичайних цінних паперів інвестору необхідно знайти і проаналізувати інформацію про менеджмент компанії, перспективи бізнесу та історію, то під час купівлі цінних паперів, забезпечених активами, інвестор може обмежитися аналізом інформації про структуру угоди, про пул кредитів і про осіб, які обслуговують цю угоду) [229, с. 388].

Проте для того, щоб інвестиційна база (як внутрішня, так і зовнішня) розширювалась, державним органам влади необхідно створювати сприятливий інвестиційний клімат.

Як зазначалося вище, важливим чинником, який розглядається інвесторами (і внутрішніми, і зовнішніми), є рівень податкового навантаження на операції з сек'юритизованими цінними паперами. Тому доцільно забезпечити пільговий режим з таких операцій.

Зважаючи не те, що вітчизняні інвестори, які, як правило, є цільовою аудиторією під час сек'юритизації (пенсійні фонди, страхові компанії, інвестиційні фонди), мало поінформовані про переваги сек'юритизованих цінних паперів, потрібно проводити державну політику популяризації таких інструментів.

Отже, на підставі зазначеного вище, пропонуємо таку систему заходів щодо вдосконалення регулювання та створення інфраструктури сек'юритизації фінансових активів з урахуванням її сутнісних ознак, функцій та можливих ризиків на основі використання пруденційного підходу (табл. П.1 додатка П).

Реалізація запропонованих у додатку П заходів потребує значного проміжку часу. У зв'язку з цим пропонуємо здійснювати державну політику щодо реалізації заходів з вдосконалення регулювання та створення інфраструктури сек'юритизації фінансових активів в Україні в такій хронології (табл. 3.3).

Під час визначення часових горизонтів реалізації заходів держави щодо вдосконалення регулювання та створення інфраструктури сек'юритизації фінансових активів в Україні було враховано критерії, досягнення яких дозволить підвищити ефективність їх реалізації. Так, прийняття Закону України «Про сек'юритизацію» стане актуальним лише після припинення військових дій, стабілізації політичної, а отже, і економічної ситуації. Сподіваємося, що таке буде у найближчому майбутньому.

Таблиця 3.3

Часові горизонти реалізації заходів держави, спрямованих на вдосконалення регулювання сек'юритизації фінансових активів в Україні

Період	Критерії переходу	Заходи
2016 рік	стабілізація політичної та економічної ситуації в країні	Прийняття Закону України «Про сек'юритизацію»
2018 рік	досягнення 20-ма найбільшими за розміром активів банками рівня достатності капіталу згідно з вимогами НБУ	Розробка та прийняття нормативних актів НБУ
2019 рік	напрацювання досвіду проведення угод сек'юритизації різних видів активів (здійснення мінімум 5-ти угод на рік)	Запровадження елементів стандартизації сек'юритизації
2020 рік	ефективне проведення сек'юритизації різних видів активів; наявність достатнього емпіричного досвіду щодо присвоєння рейтингів сек'юритизованим цінним паперам	Розвиток вітчизняної індустрії рейтингових агентств

Джерело: складено автором.

Розробка та прийняття нормативних актів НБУ щодо сек'юритизації (2018 рік) доцільні у разі досягнення 20-ма найбільшими за розміром активів банками рівня достатності капіталу згідно з вимогами Постанови 312, адже це дозволить у зазначених нормативних актах відображати елементи вимог Базеля III для великих банків, які є потенційними оригінаторами сек'юритизації.

Запровадження елементів стандартизації сек'юритизації можливо буде лише після напрацювання досвіду проведення достатньої кількості угод сек'юритизації (мінімум 5 на рік) різних видів активів. Це дозволить у разі стандартизації максимально врахувати всі переваги та недоліки вже проведених угод. На нашу думку, потенційно це буде можливо у 2025 році.

Розвиток вітчизняної індустрії рейтингових агентств є доцільним та ймовірним після формування українськими рейтинговими агентствами достатнього емпіричного досвіду щодо присвоєння рейтингів сек'юритизованим цінним паперам. На нашу думку, це можливо за наявності стабільно повторюваних (для можливості отримання агентствами прибутку) та ефективно реалізованих угодах сек'юритизації різних видів активів (орієнтовно з 2025 року).

Для реалізації цих заходів, зокрема для розробки відповідних документів, потрібно створити робочу групу, яка буде складатися з представників державних регуляторів, банкірів, аналітиків, науковців тощо, які на основі вивчення кращих зарубіжних практик сек'юритизації фінансових активів розпочнуть цей важливий процес.

У цілому реалізація системи заходів щодо вдосконалення регулювання та створення інфраструктури сек'юритизації фінансових активів на основі пруденційного підходу сприятиме подальшому зміцненню конкурентних позицій української банківської системи, що сприятиме розвитку вітчизняної економіки та підвищенню добробуту населення країни.

3.4. Концептуальні підвалини активізації інвестиційних процесів на ринку цінних паперів

Крім удосконалення законодавчого регламентування процесів регулювання та корпоративного управління щодо забезпечення прав і майнових інтересів інвесторів, прозорості механізму власності, розкриття фінансових даних підприємств та відповідальної позиції менеджменту в разі заподіяних збитків власникам, удосконалення корпоративного досвіду надання доступу на український РЦП іноземних компаній та паралельних послуг аудиту, консалтингу, страхування, інвестиційно-банківських послуг. Конкуренція на ринку, обмін досвідом, обмін професіоналами – найшвидший шлях отримання необхідних знань ефективного корпоративного менеджменту. Насамперед мають

бути реалізованими процеси корпоратизації національних підприємств, щоб відбулася приватизація цих компаній стратегічними інвесторами. Потім – заохочення стратегічних інвесторів через забезпечення сприятливих інвестиційних та регуляторних умов для виникнення нових фірм і поглинання наявних з неприбутковими бізнесовими моделями. Заміна основної мети будь-якого підприємства – зі зростання дохідності на зростання вартості підприємства – буде аспектом, що означатиме трансформацію корпоративного менеджменту на нову ступінь розвитку.

Конкретні економічні й правові рекомендації щодо подальшого реформування РЦП та виконання ним інвестиційної функції пропонуються нами у Концепції розвитку інвестиційних процесів на РЦП, що враховує потенційні можливості його учасників у залученні інвестиційних ресурсів, які сконцентровані у секторах загальнодержавного управління, фінансових і нефінансових корпорацій, а також домогосподарств. Місією Концепції є забезпечення прискореного розвитку РЦП через якісне підвищення конкурентоспроможності й ефективності діяльності учасників РЦП, забезпечення інших секторів економіки необхідними інвестиційними ресурсами та послугами, вимог європейських і міжнародних стандартів з урахуванням пріоритетності національних інтересів.

Науково-теоретичне підґрунтя реалізації Концепції становлять такі робочі гіпотези: 1) невідворотність впливу фінансової глобалізації на формування функціонування національного РЦП; 2) посилення конкуренції на ринках ЦП із можливістю доступу до необхідних інвестиційних ресурсів, що є найважливішою конкурентною перевагою; 3) зміни у нормативно-правовому регулюванні та нагляді у сфері діяльності на РЦП; 4) диверсифікація діяльності учасників РЦП; 5) зростання ролі фінансових технологій.

Базові принципи реалізації Концепції: а) узгодження інтересів усіх учасників економіко-правоих відносин РЦП; б) врахування національної ідентичності за імпортування та адаптації міжнародних і європейських нормативно-правових актів; в) уніфікація формальних правил і неформальних норм для учасників РЦП; г) нагляд на основі пруденційних правил; д) підвищений контроль за власниками, керівниками й управляючими активами інституційних інвесторів і професійних учасників; е) підвищення ролі саморегулювання у вирішенні проблемних питань, що перешкоджають подальшому розвитку РЦП;

ж) фінансова незалежність та оперативна самоврядність органів-регуляторів; и) акцентування уваги на особливостях різних видів професійної діяльності на РЦП і груп інституційних інвесторів.

«Наразі в Україні є комплексне бачення ефективної моделі розбудови РЦП до 2025 року. Так, Стратегія розвитку фінансового сектору України до 2025 року визначає стратегічні напрями: 1) фінансова стабільність; 2) макроекономічний розвиток; 3) фінансова інклюзія; 4) розвиток фінансових ринків; 5) інноваційний розвиток» [267]. Проте, як зазначає Ю. Коваленко, «неможливо досягти в обмежені строки такого: реформи державного управління; посилення конкурентоспроможності вітчизняних фінансових установ; переорієнтації попиту вітчизняних суб'єктів господарювання на внутрішні джерела фінансових ресурсів; зменшення трансакційних витрат залучення капіталу; сформування сприятливих передумов для появи нових фінансових інститутів, інструментів і послуг; впровадження дієвих систем захисту прав і законних інтересів споживачів фінансових послуг та інвесторів; створення сприятливого інвестиційного клімату» [126, с. 341].

Стратегічне планування розвитку РЦП включатиме: 1) координацію щодо імпортування новітніх фінансових інструментів і технологій, адже цьому передуватиме достатньо тривалий процес імітації технологій; 2) координацію само- і державного регулювання; 3) вдосконалення політики у сфері фінансово-інвестиційної просвіти, зокрема щодо сполучення академічної науки і практики інвестиційної діяльності; 4) залучення різних організацій у процес вироблення стратегії розвитку РЦП; 5) збільшення рівня відповідальності держави насамперед щодо компенсації втрат інвесторам та споживачам інвестиційних послуг у ситуаціях, коли умовжливлені фінансові оборудки.

Запропонована Концепція передбачає виконання вищезазначених завдань і базується на принципах програмно-цільового підходу з виконанням регуляторно-організаційних і методичних завдань.

Регуляторно-організаційні завдання Концепції стосуються визначення моделі інвестиційного механізму РЦП у цілому, регуляторів, об'єктів регулювання їх інституційного забезпечення.

Інвестиційний механізм РЦП – це складна економічна система взаємозалежних зв'язків між суб'єктами організаційної структури РЦП, що включає такі елементи: цілі, форми, принципи та методи управління інвестиційною діяльністю на РЦП; систему мотивацій, джерела та методи мобілізації і розміщення інвестиційних ресурсів; інструменти та важелі впливу, правове, нормативне та інформаційне забезпечення РЦП

(рис. Р.1 додатка Р). Наявність та взаємоузгоджене функціонування усіх цих елементів забезпечує реалізацію та розвиток інвестиційних процесів на РЦП, а згодом і отримання соціального та інших ефектів.

Основоположними елементами інвестиційного механізму є цілі та принципи РЦП, що визначають характер дії як окремих його підсистем та їх елементів, так і механізму в цілому. Цілями, як зазначалось вище, є досягнення економічних, фінансових, соціальних та інших ефектів. Щодо принципів цього механізму, то до них необхідно віднести: законність; системність, комплексність, послідовність у прийнятті інвестиційних рішень; «прозорість» інвестиційного процесу; інформованість та зниження асиметрії інформації; доступність участі в інвестиційному процесі на РЦП; чіткий розподіл функцій між учасниками РЦП; об'єктивне застосування стимулів та санкцій.

Оскільки, на нашу думку, ключова роль у розвитку національного РЦП має належати державі, то почати вдосконалювати законодавчу базу потрібно із чіткого окреслення та розмежування повноважень головного державного регулятора РЦП – НКЦПФР, а саме необхідно:

1) розширити повноваження, а також інституційну та фінансову незалежність НКЦПФР;

2) розширити контрольно-слідчі та правозастосовні функції й обсяги повноважень НКЦПФР щодо виявлення порушень на РЦП;

3) збільшити автономність НКЦПР щодо прийняття рішень без узгодження з іншими органами ДР, а також обмежити втручання та вплив інших провладних органів у сферу компетенцій НКЦПФР;

4) зняти обмеження, які стримують інспекційну діяльність НКЦПФР на РЦП, адже українським законодавством накладено багато обмежень щодо здійснення перевірок, періодичності та тривалості інспекційних перевірок, обов'язково вимагається попереднє узгодження щодо деяких перевірок з іншим державним органом – усе це «зв'язує руки» та обмежує можливості НКЦПФР щодо впливу та регулювання на РЦП. Ці обмеження суперечать також міжнародним стандартам Міжнародної організації комісій з ЦП. У випадках коли на РЦП відбуваються правопорушення, НКЦПФР не має законних повноважень вплинути на виправлення такої ситуації, адже вона не має права затребувати інформаційні дані стосовно співпрацівників із податкової служби, перевірити дані щодо грошових операцій на банківських рахунках, затребувати та перевіряти роздруківку телефонних дзвінків, електронну переписку тощо. Чинним законодавством дозволено лише

застосовувати штрафні санкції, зокрема лише щодо офіційних учасників РЦП. Відсутні законодавчі норми щодо позбавлення волі навіть за найтяжчі правопорушення. Крім того, НКЦПФР та слідчими органами держави на законодачому рівні необхідно чітко розділити та визначити обов'язки і повноваження між НКЦПФР та органами, які розслідують кримінальні правопорушення у країні, узгодити співпрацю цих служб.

Необхідним є збільшення фінансової незалежності НКЦПФР, оскільки упродовж кількох років її бюджет включає лише витрати на оплату праці та накладні витрати. Наразі не виділяються кошти на капітальні витрати, на оновлення системи інформатизації тощо. Таке фінансування обмежує залучення висококваліфікованих фахівців та не дає можливості вкладати кошти у технологічне оснащення. РЦП, як відомо, є технологічно містким ринком, тож НКЦПФР досить необхідні сучасні технології високого рівня, щоб здійснювати належне та своєчасне регулювання на РЦП. Для цього потрібно перевести НКЦПФР на автономне фінансування шляхом збору коштів за адміністративні послуги та річної плати за нагляд з об'єктів контролю шляхом отримання коштів від адміністративних санкцій тощо. Нині суб'єкти РЦП оплачують адміністративні послуги, але ці кошти надходять до держбюджету, а не на баланс НКЦПФР.

Необхідно налагодити міжнародну співпрацю НКЦПФР у контексті узгодження українського законодавства щодо регулювання РЦП із міжнародними стандартами, зокрема: Директивою про прозорість (Директива 2004/109/ЕС), Міжнародними стандартами фінансової звітності, Регламентом про проспект емісії (Регламент ЄС № 809/2004), Багатостороннім меморандумом про взаєморозуміння, Директивою про кримінальні санкції за маніпулювання на ринках (Директива 2014/57/EU), Директивою про проспект емісії (Директива 2003/71/ЕС), Директивою про ринки фінансових інструментів (Директива 2004/39/ЕС), Регламентом про маніпулювання на ринках (Регламент 2014/596/EU) та ін [174].

На стадії відродження РЦП визначальними є ДР та громадське регулювання. Ефективний моніторинг за ринком повинні реалізовувати як НКЦПФР, так і СРО і ОПУ. Їх спільна робота дозволить виробити правила, які будуть виконуватися профучасниками і змінять погану карму вітчизняного РЦП. Як показує досвід, найчастіше використовуються такі інструменти саморегулювання, як управління різними

групами ризиків. У нашому випадку воно передбачає підтримання високої капіталізації і дохідності учасників РЦП за різних кон'юнктурних чинників. Важливим тут є розмір капіталу цих учасників, адже лише найбільшим з них властива реалізація ефективної системи управління ризиками. Інші учасники мають об'єднуватися у колективні організації фінансової взаємодопомоги. Потрібно також стимулювати створення за допомогою СРО й ОПУ страхових, компенсаційних і гарантійних фондів, що забезпечуватиме доповнюючий захист інвесторів та споживачів послуг на РЦП. Подальшому розвитку РЦП також сприятиме розвиток державно-приватного партнерства (рис. 3.9).

Об'єкти регулювання РЦП у нашій Концепції включатимуть відповідні групи учасників РЦП, зокрема: 1) емітентів; 2) інвесторів; 3) професійних учасників.

Щодо емітентів, то варто приділити більшої уваги законодавчим нормам щодо проспекту емісії ЦП і відділити процеси затвердження проспекту емісії і реєстрації випусків ЦП. Закон має забезпечити розкриття відповідної інформації у проспектах, зобов'язати емітентів надавати фінансовий звіт щодо свого поточного стану, прозорий управлінський звіт з аналізом їх діяльності за весь період свого розвитку.

Відповідно до українського законодавства у проспекті емісії відображаються лише баланси та звіти про фінансові результати, при цьому не висвітлюються грошові потоки підприємств, а також примітки до фінансових звітів. Фінансова звітність вимагається лише за останній фінансовий рік та останній квартал. Не вимагається відображати повну всебічну інформацію про ризики щодо цінних паперів. Усе це обмежує можливості інвесторів проаналізувати та прорахувати всі ризики та ефекти від вкладення коштів в інструменти РЦП. Також недоліком сучасного законодавства є те, що нема дозволу доповнювати та вносити зміни емітентом до проспекту після того, як почалася передплата на ЦП. НКЦПФР зосереджує свою увагу не на достовірності інформації, що зазначена в проспекті, а на реєстрації емісії ЦП, що є негативним явищем.



Рис. 3.9. Державно-приватне партнерство на РЦП

Джерело: побудовано автором.

Недосконалим є Закон України «Про аудит фінансової звітності та аудиторську діяльність», тому що в ньому відсутні положення, які б стосувалися якості здійснення аудиту на РЦП, а це означає, що перевірка професійних учасників РЦП матиме суто формальний характер, а не справжній аудиторський контроль за фінансовою звітністю цих учасників ринку. Річ у тім, що були внесені зміни до вищезазначеного закону, в результаті якого у законі давалося визначення «підприємств, що становлять суспільний інтерес». Та в остаточній редакції закону зі списку «підприємств, що становлять суспільний інтерес» зникли ПУ РЦП, а це означає, що ці суб'єкти можуть приховувати підсумки своєї роботи від державних контролерів та регуляторів. А це значна кількість дилерів, брокерів, КУА, депозиторіїв та інших суб'єктів, які мають у своїй власності чи розпорядженні величезні суми грошей інвесторів, тобто здійснюють управління інвестиційним капіталом своїх клієнтів, а отже, «суспільним капіталом» [202; 174].

Пропонуємо ввести жорсткі штрафні санкції і, навіть, кримінальну відповідальність у вигляді позбавлення волі (залежно від тяжкості злочину) за спеціальне розміщення заздалегідь неправдивої та неперевіреної інформації. Також доречно було б створити єдиний офіційний електронний ресурс, на якому б лише емітенти могли висвітлювати

всю існуючу інформацію про свої підприємства, фірми, компанії. Це полегшить інвесторам пошук необхідної інформації та протидіятиме поширенню на ринку неправдивої інформації з «сумнівних» джерел.

Необхідно доопрацювати Закон України «Про інформацію» щодо використання інсайдерської інформації. Пропозиції такі: 1) чітко визначити та перерахувати осіб, які мають доступ до інсайдерської інформації; 2) ввести жорсткі штрафні санкції, а у випадках використання інсайдерської таємниці в особистих інвестиційних цілях – заборонити та забрати ліцензію на ведення інсайдером своєї діяльності на фінансовому ринку.

Стосовно інвесторів, то гострим питанням розвитку РЦП є їх недовіра до судової гілки влади в Україні, велика бюрократизація, корупція та хабарництво на всіх рівнях усіх гілок державної влади. Необхідно законодавчо окреслити та врегулювати питання маніпуляції на РЦП і торгівлі інсайдерською інформацією, а також вжити заходи, узгоджені з українськими та міжнародними стандартами.

Для розширення кола інструментів РЦП, в які інвестори можуть інвестувати свої кошти, потрібно на законодавчому рівні забезпечити їх емісію та обіг, а саме:

– створити тимчасовий профільний комітет НКЦПФР, завданням якого має бути аналіз існуючих видів ЦП в Україні та на міжнародних РЦП, розробка та впровадження нових видів ЦП, організувати публічні зустрічі та дискусії з усіма учасниками РЦП, пересусім із професійними учасниками РЦП, для з'ясування реальних потреб у тих чи інших інструментах РЦП, обговорити найоптимальніші механізми їх введення на РЦП тощо. Результатом діяльності профільного комітету має стати розробка проєкту законодавчих пропозицій щодо введення, емісії та обігу видів нових фінансових інструментів на РЦП. Цей проєкт має бути прийнятий у вигляді внесення змін до Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»;

– відкрити доступ інституційних інвесторів на міжнародні ринки єврооблігацій;

– реформувати податкове законодавство, виробити оптимальний режим оподаткування операцій з окремими ЦП та доходами за ними. Пропонуємо не оподатковувати джерела дивідендних виплат і відсотків, що виплачуються інвестору; не оподатковувати курсові різниці під

час обміну іноземної валюти інвестора на національну валюту за обмінним курсом НБУ; не оподатковувати прибуток від операцій з торгівлі інструментами РЦП, що входять до складу інвестиційних портфелів інституційних інвесторів.

Запропоновані заходи дають можливість ширшого вибору інструментів РЦП, тобто дозволяють інвестувати не тільки в ті ЦП, що пройшли «подвійний лістинг», а також інвестувати в будь-які іноземні ЦП. Важливим для успішної реалізації цих заходів є продумана та обгрунтована державна політика й об'єднання зусиль щодо укріплення фінансової сфери та інших змін. Без координування та узгодження цих напрямів лібералізація здатна збільшити чутливість щодо кризових явищ.

На нашу думку, найбільш вагомим чинником, який перешкоджає розвитку українського РЦП, є політичний. Нестабільна політична ситуація у нашій країні суттєво стримує приплив інвестицій в інструменти РЦП. Тому для заохочення інвесторів вкладати свої кошти в інструменти вітчизняного РЦП насамперед, звичайно, потрібно стабілізувати політичну ситуацію в країні, а також, на нашу думку, доцільно ввести в Україні страхування інвестиційних ризиків у процесі інвестування в ЦП, спричинених політичними факторами. Особливо доречним було б страхування інвестицій у найбільш важливі стратегічні види економічної діяльності. Під політичними ризиками, які можуть спричинити втрати доходу за ЦП, пропонуємо вбачати вибори депутатів та президента, політичні конфлікти між країнами, збройні конфлікти всередині країни тощо. Як правило, ці події мають вагомий вплив на функціонування РЦП у цілому.

Сподіваємося, що хоча політичні проблеми та воєнні дії в Україні заморозили перспективу політичної стабілізації, спричинивши зростання показників інфляції в декілька разів, потрібно чекати, що в недалекій перспективі у зв'язку нормалізацією політичної ситуації в країні, стабілізації та відновлення показників економічного зростання, зниження та узгодження тарифів на енергоносії у країні до ринкових цін, зменшення дефіциту Держбюджету, зважаючи на оновлені завдання НБУ – таргетування інфляції, й програму співробітництва з МВФ, – національна грошова одиниця відновиться до низьких темпів інфляції. Залежно від того, як економічні суб'єкти будуть усвідомлювати нову дійсність низької інфляції, будуть ставати нижчими відсоткові ставки за кредитами та депозитами, адже в їх розмір, відповідно до теорії

І. Фішера, включена разом з іншими складовими величина інфляції, також знизяться ризики курсових коливань.

Для розширення асортименту якісних ЦП іноземних емітентів необхідними є реформи в грошовій політиці НБУ, зокрема, зосереджувати увагу на ціновій стабільності, а не на курсовій. Негативний вплив інфляції на накопичення спонукає до потреби в диверсифікації, тобто розподілу за видами цінних паперів, а також спонукає зробити висновок, що обмеження для ІСІ на вкладення тільки в національні ЦП для держав із нерозвиненим ринком цінних паперів та відсутністю усталених звичаїв прав власності (а це означає вузьке коло для диверсифікації по країнах) є досить ризиковим і заперечує основну функцію ІСІ – збереження та збільшення капіталу клієнтів. Усе це часто пояснюється потребою контролювати валютний відтік (для стабільності курсу національної грошової одиниці) або реалізацією ІСІ такої функції, як консолідація коштів з подальшим їх спрямуванням у реальний сектор економіки.

Цілком логічно, що якщо переслідувати «другорядні» функції ІСІ – інвестиційні ресурси у вітчизняне виробництво – «ігноруються» первинні інтереси найважливішого учасника інвестиційного процесу – інвестора. Де-факто, інвестор піддається ризикам, спричиненим державою, позбавлений змоги розподіляти портфель фінансових інструментів за географічним чи іншим підходом чи збагатити портфель інструментами вищої якості. До того ж міжнародна варіація формування портфеля ЦП ІСІ дає більшу можливість одержувати прибуток населенню і знижувати негативні прояви споживання у період кризових явищ у середині держави (якщо криза не залежить від економічних циклів у державах-позичальниках інвестиційних ресурсів) та в кінцевому підсумку має позитивні результати для економічної системи країни.

Усе вищезазначене дає підстави рекомендувати регуляторним органам заходи «розумного інвестора» – законодавчий дозвіл та регламентація реалізації георгафічного розподілу інструментів портфеля ІСІ й пенсійних фондів. Факти дозволяють робити висновок, що інфляція завжди створює серйозні ризики для осіб, які заощаджують свої кошти у фінансових активах. Уряд у розрізі програми економічних реформ на 2010–2014 рр. оголошував курс на макроекономічну стабільність, серед основних векторів якого було цілеспрямоване зменшення проявів

інфляції з 2010 р. і облікової ставки НБУ. Ця ціль відразу була приречена на провал, бо впродовж кілької років відбувалосяся велике зниження показників повсякденних операцій, ЗВР використовували для втримання курсу, занадто бюрократизована економіка і, як результат, корупція, додатково курс був обірваний кризою в політиці та економіці. Не враховуючи негрошові фактори інфляції, щодо яких держава має обмежені важелі впливу (проте і їх можливо ліквідувати, наприклад, поступово знижуючи максимальне вживання продуктів, що найбільш піддаються інфляції).

Взаємозв'язок між накопичувальною пенсійною системою і РЦП уже зазначався в попередніх підрозділах монографії. Досить актуальним питанням є підвищення інвестиційних процесів щодо акумуляції внутрішніх інвестиційних ресурсів держави.

Що б хто не говорив – який новий інвестиційний інструментарій не розроблявся чи впроваджувався на РЦП, розвиток РЦП не може відбуватися за відсутності інвесторів. Одним із векторів часткового вирішення цієї проблематики є введення другого рівня пенсійної системи, щодо якої давно ведуться дискусії між спеціалістами, політиками, науковцями, але питання так і триває на рівні «розмов».

Другий рівень пенсійної системи дозволяє нагромаджувати інвестиційні ресурси в НПФ через щомісячні відкладання визначеної частки прибутку (заробітної плати) у НПФ. З часом ці відкладання (вклади) нагромаджуються впродовж усього трудового життя громадянина, і чим тривалішим був цей період, тим вищим буде його прибуток та багатшим пенсійне життя. Водночас інвестиційний капітал, який акумулюється та перебуває у розпорядженні НПФ, вкладаються КУА у визначені інвестиційні та фінансові інструменти, зокрема вкладають акумульований ресурс клієнтів НПФ в ЦП. Ця практика є досить поширеною та ефективно функціонуючою у зарубіжних країнах. Українці, на жаль, обмежені щодо можливостей більш «заможного» пенсійного життя в майбутньому, а РЦП – позбавлений значного інвестиційного ресурсу.

Світова практика реалізації соціальної функції держав свідчить, що платежі з накопичувальних пенсійних систем, зазвичай, не є замінниками, а є додатковим грошовим доходом до пенсій або втрати працездатності, що обов'язково виплачуються державою за принципом солідарного пенсійного забезпечення, що поширені в Європі.

Український РЦП не зможе перезавантажитися й почати успішно функціонувати доти, доки не виникне довгостроковий потужний інвестиційний капітал, зокрема інвестиційні ресурси пенсійних фондів. Реально ефективно запрацювати вітчизняний РЦП зможе тоді, коли, нарешті, ефективно діятиме накопичувальна пенсійна система.

Через те, що НПФ не набули достатнього розвитку в Україні, більшість спеціалістів вважають за потрібне впровадити обов'язкові відрахування у накопичувальну пенсійну систему – як важель розвитку українського РЦП та усунення прогалин солідарного пенсійного забезпечення. Однак, обираючи модель обов'язкової системи накопичувального забезпечення, варто звернути увагу на плюси та мінуси практик інших держав, оскільки факти свідчать, що між централізованими фондами, забезпеченими державними гарантіями, та комерційними пенсійними фондами з жорсткими вимогами щодо інвестиційної діяльності, які ведуть боротьбу за «клієнтську базу», віддавати перевагу доцільніше другому варіанту. За умови аргументованого зростання довіри до РЦП та НПФ можна радити впровадження обов'язкових відрахувань для людей, які працюють, на індивідуальні пенсійні накопичувальні рахунки. Це сприятиме значному підвищенню капіталізації пенсійного ринку, що водночас підвищить і рівень капіталізації РЦП. Та не можна впевнено стверджувати, що впровадження обов'язкової накопичувальної пенсійної повністю оздоровить український РЦП. У відсутності якісних інвестиційних інструментів РЦП кошти будуть направлятися чи в національні облігації (що являє собою делегування зобов'язань майбутнім нащадкам і суттєво не буде відмінною від солідарного пенсійного забезпечення) і банківські депозити (до яких громадяни і так мають вільний доступ), або в сміттєві цінні папери і активи. Процес виходу із неліквідних активів супроводжуватиметься великими витратами.

Отже, побудова ефективної накопичувальної пенсійної системи реальна тільки, якщо паралельно буде ефективно функціонувати РЦП з широким колом ліквідного інструментарію, якісним корпоративним менеджментом та потужним механізмом захисту прав та інтересів інвесторів. У цьому контексті розглядаємо такий показник, як відношення збільшення активів НПФ до збільшення пропозиції якісних ЦП. Пропонуємо такий підхід. Здійснюючи моніторинг та аналіз показників розвитку РЦП (кількісні та якісні його параметри), регуляторам пропонуємо поступово підвищувати відсоткову ставку обов'язкових

відрахувань у накопичувальну пенсійну систему. А вже коли прогнозований рівень розвитку буде реалізований (в основі обчислення застосовується передбачувана тривалість життя, обсяг необхідних платежів, коефіцієнт заміщення, пенсійний вік тощо), необхідно послідовно зменшувати цю відсоткову ставку, застосовуючи податкове стимулювання суб'єктів для того, щоб вони й далі реалізовували відрахування пенсій на визначеному рівні, проте переходячи на добровільне пенсійне забезпечення, посилюючи у такий спосіб фінансову свідомість і відповідальну позицію людей і зменшуючи державний вплив у цих процесах, який може бути негативним (примусово продавати чи реалізовувати ресурси, направляти кошти на держпрограми, поновлювати вартість активів з держбюджету, заморожувати платежі тощо).

Перспективним є податкова мотивація громадян автономно та невимушено реалізовувати пенсійне нагромадження, як це прийнято в США. Як мінімум, треба не звільнити від податку на доходи фізичних осіб, який людина інвестує на персональний пенсійний рахунок, знявши у такий спосіб подвійне навантаження на такі накопичення, а в подальшому можна впроваджувати інші допоміжні податкові заохочення.

Питання відсутності якісного та привабливого для НПФ інструментарію усвідомлюють й творці Стратегії розвитку фінансового сектора до 2025 року. Тому одним з напрямів впровадження накопичувального пенсійного забезпечення є «розробка довгострокових фінансових інструментів у формі державних облігацій з дохідністю, не меншою за рівень інфляції». Подібний інструмент є перспективним, але якщо він не буде єдиним інструментом для НПФ, оскільки концентрація капіталу лише в державних облігаціях не сприятиме розвитку РЦП, а також перенаправленню інвестицій в інші галузі виробництва, які потребують коштів.Також поглиблення цієї концентрації лише переносить відповідальність щодо забезпечення людей пенсійного віку на майбутні покоління. У такому випадку пропонуємо дати дозвіл інвесторам інвестувати в ЦП іноземних емітентів на рівні, не менше 50 % (нині цей покажчик становить не більше 20 %). Враховуючи все це та нинішній рівень заробітної плати, найбільш ймовірний річний відплив грошей становитиме десь 240 млн дол., що не є кризовим для платіжної системи, проте добавить рішучості інвесторам та довіри до пенсійних активів. Разом з тим як особа буде поступово досягати пенсійного віку, її гроші будуть обертатися та прибуток від їх втілення вертатиметься назад в

Україну. Також потрібно збільшити рівень доступу до міжнародних біржових площадок, оскільки на сучасному етапі розвитку НПФ мають змогу придбати іноземні ЦП тільки у вузькому переліку бірж, конкретно, це Нью-Йоркська, Токійська, Лондонська, Франкфуртська, NASDAQ. Та цей перелік можливо поповнити такими фондовими біржами, як Торонтська, Шанхайська, біржі групи Euronext, Гонконзька, Сінгапурська, Швейцарська та інші біржі, де теж обертаються якісні інструменти. Питання розширення кордонів ринків необхідно законодавчо прописати, встановивши числові та якісні характеристики (тобто, до якої категорії належать – Developed чи Advanced Emerging за класифікацією FTSE; пропорції капіталізації до ВВП, ступінь ліквідності, незалежний рейтинг держави), звернувши увагу на обмеження в максимум 10 % в інстурменти іноземних емітентів однієї держави. Інвестування пенсійних активів у ЦП ІСІ (венчурні, закриті-відкриті, біржові тощо) є популярним явищем у світі, яке допомагає зменшувати платежі на керування портфелем, вкладати в індекси та збільшувати прибуток з допомогою венчурних фондів. Необхідно дозволити інвестувати в ЦП зарубіжних ІСІ, визначивши для кожного типу ІСІ норми щодо максимальної квоти в активах (від 5 до 40 %) , проте щоб ліміти для будь-якого ІСІ не перевищувало 50 %.

Насамперед для впровадження обов'язкового накопичувального пенсійного забезпечення треба створити раціональний правовий механізм та середовище, в якому усі учасники відчуватимуть себе захищеними від ризиків інвестування, злочинів та правопорушень, шахрайства та маніпуляцій, відчуватимуть довіру до інструментів та суб'єктів РЦП, а також щоб це середовище було гнучким, швидко підлаштовувалося під сучасні реалії та запити суспільства. У наведені правопорядку та знищені щахрайства повинні бути заінтересовані й самі суб'єкти РЦП – КУА, банки, ІСІ, НПФ, адже їх нечесні конкуренти, які реалізовують протиправні дії, не лише одержують більші прибутки, але й своїми діями руйнують і так низьку довіру звичайного населення до всіх інститутів РЦП.

Створення інвестиційної програми для обов'язкового пенсійного страхування є складним питанням і потребує виважених кроків, аналітики та розрахунків значної кількості показників, зокрема захисту нагромаджень людей, спроможність виплачувати потрібний рівень платежів, платіжний баланс держави, міжнародні угоди щодо пересування

інвестиційного капіталу, здатності та результати вкладання нагромадженого капіталу в українські підприємства. У цій монографії вказані тільки основні, найпріоритетніші напрями та засади потрібних перетворень у напрямі впровадження цієї системи. На рис. 3.10 зображено заходи, які необхідно здійснити для введення другого рівня пенсійної системи.

Впровадження накопичувального пенсійного забезпечення, розвиток ІСІ та РЦП спричинить глобальні наслідки для економіки України. Зростання активності громадян в інвестиційних процесах на РЦП значно підвищить ліквідність та капіталізацію РЦП, створить додатковий канал для «переливу» інвестиційного капіталу в реальний сектор економіки, трансформує національний РЦП у більш стійкіший до дій зарубіжних інвесторів. Це стане каталізатором появи категорії учасників, заінтересованих у правовій країні та стабільному економічному середовищі, приверне значну кількість громадян до ІП, що в кінцевому підсумку спричинить глобальні соціальні трансформації.

Щодо іншої категорії інвесторів – індивідуальних, то зменшенню ціни позичкових коштів також мають допомагати договірні домовлення щодо асоціації з ЄС, спрощення вимог реалізації бізнесу, доступ до банківських ринків з зарубіжним капіталом та інші зміни, які сприятимуть вливанням інвестицій в Україну. Вплив на відсоткові ставки виконується і внутрішнім резервом: у банківській системі і в ряді ФПГ накопичено значні розміри капіталу. Ще з 2005 р. збереження домогосподарств України, що лежали в депозитах, у національній та зарубіжній валютах кожного року зростали в середньому на 16–22 % , що більше за відсотки за депозитами. Усе це призведе до зниження відсоткових ставок за депозитами і може звести до зрівняння ставок до рівня банківських ставок Європи та США, де середні відсотки за депозитами рідко, коли більші за 2 % у 10-х рр. XXI ст. Результатом цього у майбутньому стане зростання інтересу до таких альтернативних способів збереження та збільшення капіталу як РЦП, іпотечний ринок, ринок атикваріату тощо. Паралельним та неодмінним явищем у цей період має бути зростання рівня фінансової обізнаності громадян, розширення асортименту нових продуктів РЦП, збільшення попиту щодо наявних ЦП шляхом їх популяризації.

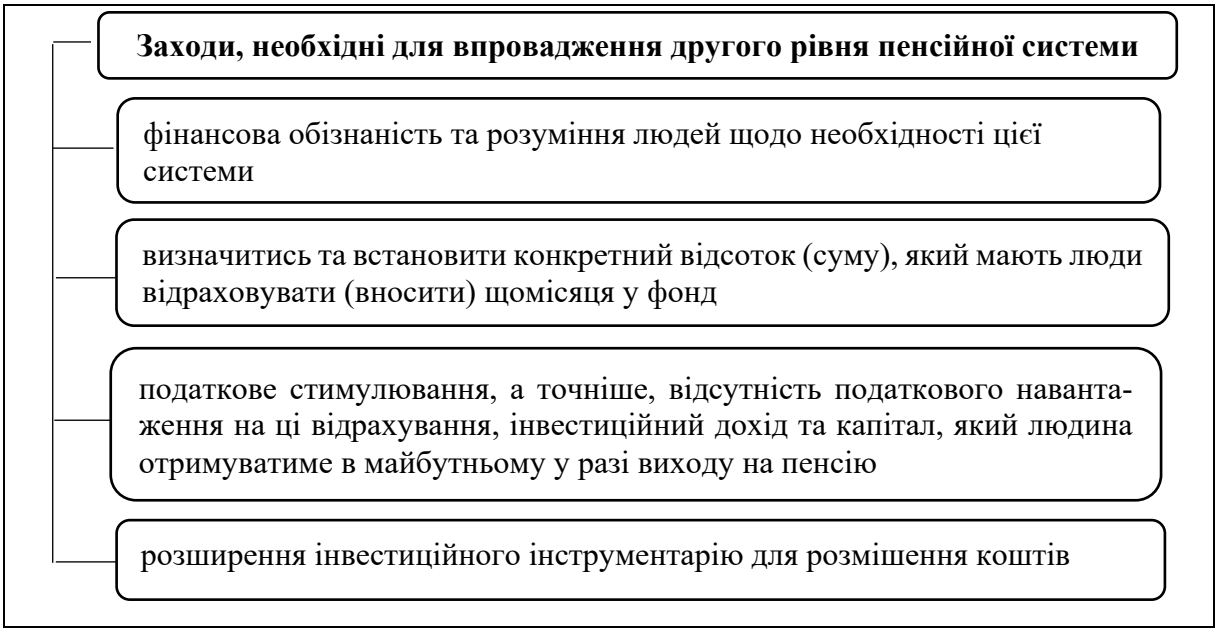


Рис. 3.10. Заходи, необхідні для впровадження другого рівня пенсійної системи

Джерело: побудовано автором.

Щодо професійних учасників РЦП, то для їх розвитку пропонується: 1) перейти до концепції «українські біржі» (на кшталт Spanish Exchanges, OMX Exchanges, Hong Kong Exchanges), що інтегрує усі організовані фондові і товарні біржі; 2) забезпечити необхідні організаційно-правові умови для ефективної діяльності незалежних рейтингових агентств та конкурентного національного ринку рейтингових послуг; 3) завершити побудову розвиненої і прозорої централізованої депозитарної системи, яка здатна забезпечити швидке та прозоре обслуговування операцій з ЦП; 4) уніфікувати діяльність учасників національної депозитарної системи та їх взаємодію; 5) гарантувати торговельні угоди з ЦП за принципом «поставка проти платежу»; 6) створити умови для ефективної роботи центрального депозитарію та розбудови клірингової системи, що сприятиме підвищенню ліквідності РЦП, спрощенню розрахунків за угодами з ЦП та зменшенню трансакційних витрат; 7) запровадити сучасні стандарти торгівлі інвестиційними ЦП, що передбачатиме найнижчі систематичні ризики, тісну взаємодію усіх організаторів торгівлі з національною депозитарною системою; 8) зміцнити організований ринок ЦП шляхом розвитку елементів його інфраструктури, де реалізація договорів здійснюється у режимі онлайн-документообігу, що синхронізований з платіжною та клірингової системами; 9) впровадити єдині стандарти діяльності на організаторах торгівлі

в частині порядку визначення біржових курсів ЦП та стандартів розкриття інформації про результати торгів, що сприятиме у підсумку подальшій консолідації торгівлі ЦП; 10) віднести діяльність з надання консультаційних послуг щодо ЦП до професійної діяльності з торгівлі ЦП, законодавчо визначити умови її провадження.

Уже давно ведуться наукові дискусії щодо того, що має передувати – розвинена економіка для розвитку РЦП чи розвинений РЦП для розвитку економіки? Особисто вважаємо, що розвиток РЦП має випереджати насамперед розвинена економіка країни. Пріоритетом для країни має бути розквіт економіки країни та її фінансового сектору. Адже РЦП реально не буде функціонувати за відсутності інвестиційного капіталу. Економічно багата країна – більші статки та вищий рівень життя населення – більші заощадження та інвестиційні можливості щодо здійснення інвестицій в інструменти РЦП. У звичайної людини навряд чи з'явиться бажання вкладати свої кошти в інструменти РЦП, якщо їй цих коштів ледве вистачає, щоб «вижити», а про «інвестувати» – й поготів. Очевидно, що РЦП в країні з високим рівнем бідності, коли більша частина населення просто «виживає», буде характеризуватися низьким показником участі внутрішніх інвесторів.

Висновки до розділу ІІІ

Проведене у третьому розділі дослідження напрямів удосконалення підходів до оцінювання ефективності інвестиційних процесів та їх активізації на РЦП дало підстави зробити такі висновки:

1. Розвинені РЦП є більш інвестиційно привабливими, а значить вони краще виконують інвестиційну функцію і забезпечують необхідними інвестиціями економіку свого регіону, країни. Тому як ключові показники ефективності РЦП, а отже, ефективності здійснення інвестиційних процесів на ньому запропоновано використовувати такі узагальнюючі індикатори, які характеризують певні аспекти функціонування РЦП, а саме: капіталізацію РЦП (показники абсолютної та відносної капіталізації РЦП); ліквідність РЦП (коефіцієнт оборотності РЦП); продуктивність РЦП (фондові індекси різних рівнів).

2. Розгляд абсолютних значень величини капіталізації РЦП різних країн показав, що РЦП США домінує і фактично визначає кон'юнктуру світового ринку капіталів. Динаміка котирувань цінних паперів на

американському ринку істотно впливає на курси цінних паперів на інших ринках, а рівень капіталізації американського ринку перевищує ринок будь-якої країни в рази. Щодо значень коефіцієнта капіталізації, то лідируючі позиції за цим показником займає 2016–2019 рр. Гонконг (при чому відносна капіталізація характеризує неймовірно високі дані щодо переважання обсягів капіталу, що залучений в обіг на біржовому сегменті Гонконгу, порівняно із рівнем його ВВП). РЦП України за показниками його капіталізації є далеким від показників країн, що входять до розглянутого ТОП-10. Також спостерігається значне відставання України і за середніми показниками капіталізації РЦП у світі. РЦП України є низько ліквідним – показники оборотності РЦП навіть не досягають десятих у десятководробовому їх позначенні. Можна виділити 2017 р., в якому цей показник ліквідності є набагато вищим за попередній рік оцінювання (на 0,015 од.). Однак уже 2018 р. оборотність РЦП України знову стрімко впала до 0,005, а 2019 р. це падіння продовжилось і показник сягнув позначки 0,001.

3. Встановлено, що стан та розвиток інвестиційних процесів на РЦП України значною мірою сформовано під негативним впливом мало диференційованим за видами цінних паперів інвестиційним інструментарієм, яких характеризується обмеженістю цінних паперів РЦП, що є цікавими сучасному інвестору, а, як наслідок, і відсутністю зацікавлених інвесторів та емітентів. З метою активізації інвестиційних процесів та задоволення інтересів різних інвесторів через удосконалення інвестиційного інструментарію запропоновано реалізаційні заходи за такими напрями:

– збільшення інвестиційної привабливості державних ЦП через емісію нових надійних державних цінних паперів з вищою дохідністю; максимальну захищеність державних цінних паперів від дефолту та інфляції; гарантії повернення інвестованих коштів, гарантії щодо одержання доходів, гарантії відшкодування втрат від інфляції; збільшення ліквідності державних ЦП, забезпечення ліквідності облігацій місцевих позик;.

– активізації інвестування у корпоративні облігації через удосконалення законодавчих засад щодо забезпечення облігацій; впровадження на законодавчому рівні нових видів облігацій; впровадження механізму конвертації облігацій в інший інвестиційний інструментарій РЦП; удосконалення механізму дострокового викупу облігацій із конкретно визначеною премією за відклики;

– оптимізації капіталовкладень в акцій через створення єдиної інформаційної платформи, яка відображатиме всю базу даних стосовно всіх емітентів; врегулювання дивідендних виплат; емісію привілейованих акцій з розширеним спектром прав; врегулювати питання об'єднання акцій українськими підприємствами; побудову альтернативного ринку акцій для малих та середніх підприємств;

– удосконалення ринку іпотечних цінних паперів через захист інвестицій від інфляції та дефолту, гарантії виконання зобов'язань емітента перед інвестором; механізм сек'юритизації, що є основою іпотечного інвестування; зниження витрат на емісію іпотечних цінних паперів та спрощену систему оплати; врегулювання процесів емісії та обігу іпотечних цінних паперів на ринку.

4. Для розширення кола інструментів РЦП, в які інвестори можуть інвестувати свої кошти, потрібно на законодавчому рівні забезпечити їх емісію та обіг, а саме: створити тимчасовий профільний комітет НКЦПФР, завданням якого має бути аналіз існуючих видів ЦП в Україні та на міжнародних РЦП, розробка та впровадження нових видів ЦП, організувати публічні зустрічі та дискусії з усіма учасниками РЦП, насамперед із професійними учасниками РЦП, для з'ясування реальних потреб у певних інструментах РЦП, обговорити найоптимальніші механізми їх введення на ринок тощо. Результатом діяльності профільного комітету має стати розробка проєкту законодавчих пропозицій щодо введення, емісії та обігу видів нових фінансових інструментів на РЦП. Цей проєкт має бути прийнятий у вигляді внесення змін до Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки».

5. З метою реформування РЦП та підвищення ефективності здійснюваних на ньому інвестиційних процесів запропоновано нові підходи до розробки Концепції розвитку РЦП, які втілюються у: місії Концепції, що передбачає реалізацію пришвидшеного розвитку економіки України шляхом посилення якісної конкурентоспроможності, стійкості й інституційної ефективності РЦП, забезпечення інших ринків фінансовими ресурсами і послугами, забезпечення соціальної стабільності і високого рівня забезпеченості життя населення з урахуванням пріоритетності національних інтересів та вимог міжнародних стандартів; базисних гіпотез її підготовки та реалізації; основних принципів її підготовки та реалізації.

ВИСНОВКИ

У монографії представлено нові підходи до вирішення важливих науково-практичних завдань щодо обґрунтування теоретико-методичних засад інвестиційних процесів на РЦП і розроблення практичних рекомендацій щодо їх активізації в Україні для забезпечення економічного зростання. Результати проведеного дослідження дозволили зробити такі висновки:

1. Узагальнення та систематизація різних підходів до структуризації фінансового ринку дозволили з'ясувати, що РЦП разом із ринком деривативів і структурованих фінансових інструментів становить ринок капіталу. РЦП класифіковано за інституційним розвитком, ефективністю, ступенем задоволення споживчих потреб, територіальним аспектом, способом розміщення та обігу ЦП, рівнем регулювання. Функції РЦП розділено на загальноринкові, а також специфічні, що принципово відрізняють РЦП від інших ринків, з акцентуванням уваги на інвестиційній функції.

2. Вивчення теоретичних концепцій щодо сутності інвестицій і РЦП дозволило трактувати інвестиції на РЦП як процес вкладення (розміщення) грошових коштів у ЦП із певним рівнем ризику, кінцевою метою якого є отримання доходу (прибутку) та/або зростання реальної вартості фінансових активів, що формується під дією таких параметрів, як надійність, ліквідність і термін такого вкладання (розміщення). Інвестиційний процес на РЦП визначено як сукупність послідовних і взаємопов'язаних трансформацій, які здійснюються у результаті прийняття інвестиційних рішень щодо такого вкладання. З'ясовано, що інвестори реалізують інвестиційний процес за відповідною етапністю.

3. Дослідження специфіки ЦП та їх груп дозволило виокремити окрему групу інвестиційних ЦП, тобто фінансових інструментів, за допомогою яких можна досягти інвестиційних цілей на РЦП. Інвестиційний інструментарій РЦП визначено як сукупність грошових документів, що засвідчують вкладення коштів інвестора в пайові, боргові та іпотечні ЦП з метою отримання прибутку (доходу) та/або зростання вартості капіталу. Доведено вирішальну роль в інвестиційних процесах на РЦП інвестиційних фінансових посередників, зокрема банківських установ, ІСІ, НПФ, страхових і фінансових компаній, дилерів із ЦП і центральних клірингових контрагентів. Запропоновано авторське бачення інвестиційних процесів на первинному та вторинному РЦП за відповідної інфраструктурної підтримки.

4. Доведено, що для реалізації інвестиційних процесів на РЦП важливими є ресурсне, правове, нормативне, організаційне, інформаційне та технологічне забезпечення, що формують окреме інституційне забезпечення як систему державних і недержавних органів-регуляторів, які забезпечують наявність необхідних для реалізації інвестиційних процесів на РЦП умов. На основі цього визначено перелік чинних формальних правил, основних суб'єктів цього забезпечення, напрями розвитку інституційного середовища. Визначено, що державне регулювання РЦП уособлюється у регулятивній, оперативно-управлінській і контрольній функціях із додаванням стимулюючої та керуючої функцій.

5. Системний аналіз формування і функціонування національного РЦП проілюстрував незавершеність ринкових перетворень за впливу траєкторії попереднього розвитку, що гальмує подальший розвиток і реалізацію інвестиційних процесів. Відстежено відсутність активних інвестиційних процесів на РЦП через формування стійкої тенденції відриву фінансового сектору від реального з переважанням банківських установ у сукупних активах інвестиційних фінансових посередників, що приводить до подальшого укріплення банкоцентричної моделі фінансового сектору й ринку.

6. У результаті аналізу реалізації інвестиційних процесів на сучасному РЦП України встановлено, що біржові угоди представлено державними облігаціями, акціями, облігаціями підприємств, інвестиційними сертифікатами та деривативами, що визначає специфіку інвестиційних портфелів інституційних інвесторів. Дослідження показало низький рівень розвитку інфраструктури РЦП та її активність, відсутність необхідної кількості суб'єктів РЦП, зокрема надійних емітентів та інвесторів із потужним капіталом.

7. Застосування гіпотези ефективності ринку дозволило встановити, що національний РЦП є інформаційно-ефективним, а вартість інвестиційних ЦП – чутливою до різної інформації. Як ключові показники ефективності інвестиційних процесів на РЦП України запропоновано використовувати найприйнятніші індикатори, зокрема показники капіталізації РЦП (глибину), концентрації (доступність), ліквідності РЦП (стійкості) та продуктивності РЦП (ефективності). Вироблено ґрунтовні пропозиції щодо підвищення привабливості інвестиційних ЦП. Запропоновано механізми емісії та обігу пенсійних облігацій та облігацій підприємств з гарантією держави, а також залучення коштів через акції за принципом краудфандингу зі створенням відповідних платформ.

8. Розроблено Концепцію розвитку інвестиційних процесів на РЦП, місією якої є забезпечення прискореного розвитку РЦП через якісне підвищення конкурентоспроможності й ефективності діяльності учасників РЦП, забезпечення інших секторів економіки необхідними інвестиційними ресурсами та послугами, вимог європейських і Міжнародних стандартів з урахуванням пріоритетності національних інтересів. Пропонована Концепція ґрунтується на принципах програмно-цільового підходу з використанням регуляторно-організаційних завдань, які стосуються визначення моделі інвестиційного механізму РЦП загалом, регуляторів, об'єктів і суб'єктів регулювання та їхнього інституційного забезпечення.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Адрианов А. Ю., Валдайцев С. В., Воробьйов П. В. Инвестиции : учебник для бакалавров, 2-е изд., перераб. и доп. / ред. В. В. Ковалев, В. В. Иванов, В. А. Лялин. 2015. 592 с.
2. Азрилиян А. Н., Азрилиян О. М., Калашникова Е. В., Квардакова О. В. Большой экономический словарь. 7-е изд., доп. 2008. 1472 с.
3. Алексеєнко Л. М., Кулина Г. М. Модифікація операцій з цінними паперами на фінансовому ринку в умовах формування цифрової економіки. *Формування ринкової економіки в Україні:* зб. наук. праць. 2018. № 40 (1). С. 3–9.
4. Алексеєнко Л. М., Стецько М. В., Радова Н. В. Впровадження технологій фінансового маркетингу у процесі відбору інвестиційних проектів для інституційних інвесторів. *Наукові записки Національного Університету «Острозька академія». Серія : економіка.* 2012. № 19. С. 291–294.
5. Алексєєв С. Особливості формування національного фондового ринку України в 1991–2005 рр.: історичний аспект. 2014. URL : file:///C:/Users/%D0%A0%D0%BE%D0%BC%D0%B0/Downloads/25735-45639-1-PB%20(1).pdf
6. Алехин Б. И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. Самара : СамВен, 1992. 23 с.
7. Андрєєва В. В. Фондовий ринок України на сучасному етапі розвитку економіки. *Наука і вища освіта.* 2014. Т. 2. С. 96–97.
8. Базилевич В. Д., Шелудько В. М., Ковтун Н. В. Цінні папери : підручник. Київ : Знання, 2011.1094 с.
9. Банківська енциклопедія / під ред. д-ра екон. наук, проф. А. М. Мороза. Київ : ЕЛЬТОН, 1992. 330 с.
10. Барановський О. І. Індикатори фінансової безпеки фондового ринку. *Фінанси України.* 2016. № 5. С. 57–81.
11. Барановський О. І. Сутність і чинники фінансової безпеки фондового ринку. *Фінанси України.* 2016. № 1. С. 20–38.
12. Бенедисюк Д. І., Голубка С. М. Ринок цінних паперів в Україні: ретроспектива становлення і пріоритети розвитку. *Економічний вісник університету.* 2016. № 30 (1). С. 146–152.
13. Бережна І. Ю. Поняття та роль інвестиційної діяльності та інвестиційного процесу на сучасному етапі економічного розвитку. *Науковий вісник ЧДІЕУ*. 2011. № 1 (9). С. 86–92.

14. Берзон Н. И., Буянова Е. А., Кожевников М. А., Чаленко А. В. Фондовый рынок : учеб. пособ. 1998. 400 с.

15. Бикова А. Л., Івашина О. Ф. Нагромадження капіталу в процесі економічного розвитку (історія, форми, інститути) : монографія. Дніпропетровськ : Наука та освіта, 2007. 167 с.

16. Біловус Т. В. Акціонування на фондовому ринку як метод фінансування інвестиційних проєктів: переваги та недоліки. *Природокористування і сталий розвиток: економіка, екологія, управління :* зб. матер. Міжнар. наук.-практ. конф., 10–11 квітня, 2014 р. Ірпінь : НУДПСУ, 2014. С. 24–27.

17. Біловус Т. В. Держава як регулятор ринку цінних паперів в Україні. *Актуальні проблеми економіки та фінансів :* зб. тез наук. робіт II Міжнар. наук.-практ. конф., 29 квітня 2015. Т. 1. Киев; Вена, 2015. С. 35–38. (0,15 друк. арк.).

18. Біловус Т. В. Дослідження моделей регулювання ринку цінних паперів: зарубіжний досвід. *Економіка і організація управління.* 2017. № 2 (26). С. 132–140.

19. Біловус Т. В. Ефективність залучення інвестиційних ресурсів на українському ринку цінних паперів. *Науковий огляд*. 2019. № 5 (58). С. 6–19.

20. Біловус Т. В. Ефективність функціонування інвестиційного механізму ринку цінних паперів. *Міжнародний науковий журнал «Інтернаука». Серія: «Економічні науки».* 2020. № 8 (40). С. 111–117.

21. Біловус Т. В. Інвестиційна діяльність фінансово-кредитних установ на ринку цінних паперів. Перспективи розвитку та функціонування фінансово-кредитних інститутів України : монографія / за заг. ред. д-ра екон. наук, проф., К. С. Салига, д-ра екон. наук проф., Т. А. Костишина. Миколаїв : Іліон, 2015. 200 с.

22. Біловус Т. В. Інвестиційна роль ринку цінних паперів. *Молодий вчений :* науковий журнал. 2019. № 7(71). С. 118–125.

23. Біловус Т. В. Інвестування на фондовому ринку. *Сучасні концепції управління економічним розвитком країни :* зб. тез наук. робіт Всеукр. наук.-практ. конф., 22–23 січня 2016 р. Ч. 2. Одеса : ЦЕДР, 2016. С. 56–58.

24. Біловус Т. В. Інституційні трансформації на ринку цінних паперів України. *Пріоритетні напрями досліджень :* зб. матер. V Міжнар. наук.-практ. конф., 20–21 серпня 2019 р. Київ : МЦНД, 2019. С. 5–7.

25. Біловус Т. В. Напрями активізації інвестиційної привабливості державних та корпоративних облігацій на РЦП України. *Перспективні напрямки розвитку економіки, обліку, фінансів та права: теорія і практика* : зб. тез доп. Міжнар. наук.-практ. конф., 23 серпня 2019 р. Ч. 1. Полтава : ЦФЕНД, 2019. С. 47–49.

26. Біловус Т. В. Науково-методичні засади аналізу фінансово-кредитних відносин на фінансовому ринку. Перспективи розвитку та функціонування фінансово-кредитних інститутів України : монографія / за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. К. С. Салига, д-ра екон. наук, проф. Т. А. Костишина. Миколаїв : Іліон, 2015. 200 с.

27. Біловус Т. В. Недержавний пенсійний фонд як суб'єкт ринку цінних паперів. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. Чернігів : ЧНТУ, 2019. № 2(18). С. 261–270.

28. Біловус Т. В. Новаторство як неодмінна умова розвитку ринку цінних паперів. *Фінансові дослідження.* 2019. № 1(6). URL : http://surl.li/pkhb

29. Біловус Т. В. Нормативно-правове забезпечення діяльності на ринку цінних паперів в Україні. *Економічний простір*. 2020. № 156. С. 192–196.

30. Біловус Т. В. Особливості діяльності інститутів спільного інвестування на ринку цінних паперів. *Науковий вісник Миколаївського національного університету імені В. О. Сухомлинського.* 2015. № 1(4). С. 27–32.

31. Біловус Т. В. Проблеми розвитку фінансового посередництва. *Актуальні напрями забезпечення ефективності економіки країни* : зб. матер. ІІ Міжнар. наук.-практ. конф., 10–11 червня 2016 року. Ч. 2. Запоріжжя : ГО «СІЕУ», 2016. С. 17–19.

32. Біловус Т. В. Проблемні аспекти та напрями розвитку інвестиційного інструментарію на ринку цінних паперів. *Dynamics of the development of world science :* зб. матер. VIII Міжнар. наук.-практ. конф., 15–17 квітня 2020 р., Ванкувер, Канада : Perfect Publishing, 2020. С. 315–322.

33. Біловус Т. В. Ризик-менеджмент на ринку цінних паперів. *Актуальні проблеми менеджменту в сучасних глобалізаційних процесах* : зб. матер. Всеукр. наук.-практ. конф. студ., аспір. та молод. вч., 14–15 березня 2014 р. Ірпінь : НУДПСУ, 2014. С. 201–202.

34. Біловус Т. В. Розвиток ринку цінних паперів як спосіб активізації інвестиційного процесу. *Глобальні та національні проблеми економіки*. Миколаїв, 2015. № 5. С. 809–813.

35. Біловус Т. В. Участь населення в інвестиційних процесах на ринку цінних паперів. *Modern science: problems and innovations* : зб. матер. VII Міжнар. наук.-практ. конф., 20–22 вересня 2020 р. Стокгольм, Швеція : SSPG Publish, 2020. С. 404–407.

36. Біловус Т. В. Фінансові інновації на ринку цінних паперів. *Розвиток фінансової політики України в умовах трансформації соціально-економічних відносин* : зб. матер. Міжнар. наук.-практ. конф. молод. учен. та студ., 23 квітня 2015 р. Харків : ХІМ УДУФМТ, 2015. С. 125–128.

37. Біловус Т. В. Фондові біржі як основні організатори торгівлі на фондовому ринку. *Перспективи функціонування фінансової інфраструктури в умовах децентралізації економіки :* зб. матер. III Всеукр. наук.-практ. інтернет-конф., 21 квітня 2016 р., Миколаїв : МНУ ім. В. О. Сухомлинського, 2016. С. 77–79.

38. Біловус Т. В. Формування інвестиційного портфеля на ринку цінних паперів. *Актуальні проблеми менеджменту в сучасних глобалізаційних процесах :* зб матер. II Всеукр. наук.-практ. конф. студ., аспір. та молод. вч., 7 квітня 2015 р. Ірпінь : НУДПСУ, 2015. С. 229–231.

39. Біловус Т. В., Коваленко Ю. М. Діяльність з управління активами як різновид професійної діяльності на фінансовому ринку. Управління фінансовими активами : підручник: у 2-х ч. Ч. 1. Ірпінь : УДФСУ, 2019. С. 40–60.

40. Біловус Т. В., Коваленко Ю. М. Дослідження функціонування національних ринків цінних паперів у світових фінансових центрах. *ScienceRise*. 2017. № 7. С. 9–15.

41. Біловус Т. В., Коваленко Ю. М. Концептуальні підвалини інвестиційного процесу на ринку цінних паперів. *Стратегії сталого розвитку територій в умовах посткризового відновлення :* міжнар. кол. монографія / за заг. ред. В. В. Храпкіної, В. А. Устименка. Київ : Інтерсервіс, 2021. С. 45–53.

42. Біловус Т. В., Коваленко Ю. М. Фінансове забезпечення інвестиційного процесу: теоретичний аспект. *Детермінанти інноваційного розвитку соціально економічних систем* : монографія / за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. В. В. Храпкіної. Вінниця : ПП «ТД «Едельвейс і К», 2017. С. 149–156.

43. Біловус Т. В., Рудь І. Ю. Особливості функціонування фінансового посередництва: теоретичний аспект. *Молодий вчений :* науковий журнал. 2016. № 6. С. 104–107.

44. Благун І. І. Інфраструктура фінансового ринку україни: стан та перспективи розвитку. *Облік і фінанси*. 2019. № 4 (86). С. 63–69.

45. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент : учебный курс. 2-е изд., перераб. и доп. К. : Эльга, ника-Центр, 2006. 552 с.

46. Бланк І. А. Інвестиційний менеджмент. К. : Эльга-Ника-Центр, 2010. 448 с.

47. Богуславська С. І. Інвестиційна діяльність на сучасному етапі розвитку економіки регіону. *Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі. Серія «Економічні науки»*. 2013. № 1. С. 161–168.

48. Болдуєва О. В. Визначення ринку цінних паперів як сегменту фінансового сектору України. *Ефективна економіка.* 2013. № 1. URL : http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=1742.]

49. Большой юридический словарь. 3-е изд., доп. и перераб. / под ред. проф. А. Я. Сухарева. 2007. 858 с.

50. Боровкова А. Л. Еволюція фінансово-правового регулювання ринку цінних паперів в Україні. *Наукові записки Інституту законодавства Верховної Ради України.* 2014. № 1. С. 30–36.

51. Бочаров В. В. Финансово-кредитные методы регулирования рынка инвестиций. 1993. 144 с.

52. Боярко І. М., Гриценко Л. Л. Інвестиційний аналіз : навчальний посібник. К. : Центр учбової літератури, 2011. URL : http://shron.chtyvo.org.ua/Boiarko_Iryna/Investytsiinyi_analiz.pdf

53. Буднік М. М., Мартюшева Л. С., Сабліна Н. В. Фінансовий ринок : навч. Посібник. Київ : Центр учбової літератури, 2009. 334 с.

54. Бульбах Н. В. Форми державного регулювання інвестиційної діяльності *Держава та регіони. Сер. Економіка та підприємництво*. Запоріжжя : Класичний приватний університет, 2005. № 1. С. 41–45.

55. Бурбан О. В., Кривов'язюк І. В. Тенденції розвитку міжнародних ринків цінних паперів. *Молодий вчений*. 2018. № 3(55). С. 328–331.

56. Бусарєва Т. Г. Історія розвитку та становлення ринку цінних паперів України. *Агросвіт.* 2016. № 3. С. 20–23.

57. Буяджи Г. Особливості управління цінними паперами в Україні. *Підприємництво, господарство і право*. 2018. № 5. С. 9–12.

58. Василик О. Д. Теорія фінансів: підручник. К. : НІОС, 2000. 416 с.

59. Васильєв В. Інвестиції: генезис та економічна сутність категорії. *Економіка.* 2012. № 6. С. 12–18.

60. Васильєв О. В., Кайдаш О. В. Сегментація інфраструктурного забезпечення ринку інвестицій в Україні. *Економіка та управління національним господарством*. 2018. № 21. С. 32–39.

61. Васильєв О. В., Німкович А. І. Фонд гарантування інвестицій як елемент інфраструктури захисту ринку цінних паперів. *Соціальна економіка*. 2018. № 56. С. 110–103.

62. Вергелюк Ю. Ю., Вишневська Л. В., Табаченко Я. Ю. Сучасні тренди розвитку ринку цінних паперів в Україні. *Східна Європа: економіка, бізнес та управління.* 2019. № 6(23). С. 586–592.

63. Вовчак О. Д. Інвестування : навч. посібник. Львів : Новий Світ-2000, 2007. 544 с.

64. Волинець Р. А. Фондовий ринок:поняття, структура, загальна характеристика. *Європейське співробітництво*. 2017. № 6(25). С. 60–78.

65. Воробьев Ю. Н., Воробьева Ю. Н. Инвестирование : учеб. пособие. Симферополь : Таврия, 2004. 340 с.

66. Гаврилов В. В. Рынок ценных бумаг: структура и место в системе рынка : дисс. ... д-ра экон. наук. 1998.

67. Галанов В. А. Рынок ценных бумаг : учебник. 2007. 379 с.

68. Галущак В. В. Особливості формування оптимальної інфраструктури фондового ринку України. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2017. № 17. С. 618–622.

69. Генеральна прокуратура України / офіційний сайт. URL : https://www.gp.gov.ua/ua/anons.html

70. Гитман Л. Дж., Джонк М. Д. Основы инвестирования / пер. с англ. 1999. 1008 с.

71. Гнатюк Р. А. Інституційний аналіз міжнародного ринку цінних паперів : дис. … канд. екон. наук : 08.00.01. Львів, 2016. 232 с.

72. Гобрей М. В. Теоретико-методична сутність інвестиційного процесу як економічної категорії. *Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України*. 2017. № 6. С. 151–154.

73. Голобородько Т. В. Теоретичні основи активізації інвестиційних процесів в аграрному секторі економіки. *Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету. Економічні науки.* 2012. № 22(2). С. 413–417.

74. Гончаренко Н. І., Кравець М. А. Особливості інституціональної структури фондового ринку Польщі в умовах трансформаційних змін глобального фінансового середовища. *Проблеми економіки*. 2017. № 1. С. 8–14.

75. Гораль Л. Т., Король С. В. Еволюція поняття «інвестиції»: сучасний період. *Економічний аналіз* : зб. наук. праць. 2015. Том 22, № 2. С. 20–26.

76. Государственное регулирование рыночной экономик : учебник. 2-е изд., доп. и перераб. / под ред. В. И. Кушлина. М. : РГАС, 2005. 825 с.

77. Гриньова В. М., Коюда В. О., Лепейко Т. І. Проблеми розвитку інвестиційної діяльності. Харків : ХДЕУ, 2002. 462 с.

78. Гриньова В. М., Коюда В. О., Лепейко Т. І., Коюда О. П. Інвестування. К. : Знання, 2008. 456 с.

79. Грищенко Т., Івахненко І. Цілі діяльності та особливості взаємодії суб'єктів ринку цінних паперів в умовах конкурентного економічного середовища. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка.* 2011. № 127. С. 31–35.

80. Гутафель В. В., Галушко Н. К. Завдання та функції фондового ринку в сучасних умовах. *Економічний вісник Донбасу.* 2010. № 3. С. 86–89.

81. Дацій Н. В. Інституційні інвестори як ланка фінансової системи і корпоративного сектору. *Форум Дніпропетровської державної фінансової академії «Актуальні проблеми економічного і соціального розвитку регіонів України*». 2009. URL : http://dsfa.mybb3.net/viewtopic.php?p=485

82. Дема Д. І., Абрамова І. В., Недільська Л. В. Фінансовий ринок : навч. посібник / за заг. ред. Д. І. Деми. Житомир : ЖНАЕУ, 2017. 448 с.

83. Демківський А. В. Гроші та кредит : навч. посібник. К. : Дакор, 2007. 528 с.

84. Денисенко М. П. Основи інвестиційної діяльності : підручник. К. : Алерта, 2003. 338 с.

85. Державна служба статистики України / офіційний сайт. URL : http://www.ukrstat.gov.ua/

86. Діденко Л. В., Касянчук Д. С. Діяльність нерезидентів на українському ринку цінних паперів та проблеми її регулювання. *Збірник наукових праць Університету державної фіскальної служби України.* 2018. № 2. С. 70–80.

87. Долан Э. Дж., Линдсей Д. Е. Рынок: микроэкономическая модель. Microeconomics / под ред. Лисовик Б. С., Лукашевич В. В., Канарейкин С. Н., Ярцев М. Б., пер. Лукашевич В. В., Маноцков А. П., Ярцева Е. Б., Ярцев М. Б. 1992. 496 с.

88. Дробенко Ю. Г. Механізм управління інвестиційними процесами. *Проблеми економіки та управління*. 2003. № 484. С. 255–258.

89. Дука А. П. Теорія і практика інвестиційної діяльності. Інвестування : навчальний посібник. 2-е вид. К. : Каравела, 2008. 432 с.

90. Душак М. І. Аналіз стану фондового ринку України з позиції його впливу на фінансову архітектуру підприємств реального сектору економіки. *Вісник СумДУ. Серія «Економіка»*. 2019. № 2. С. 26–35.

91. Економічна енциклопедія: у трьох томах. Т. 1 / ред. : С. В. Мочерний та ін. К. : Вид. центр «Академія», 2000. 864 с.

92. Еш С. М. Фінансовий ринок : навч. посіб. К. : Центр учбової літератури, 2009. 528 с.

93. Євдокімова Г. В. Теоретичні підходи до визначення економічного змісту категорій «інвестиції» та «інновації». *Вісник Харківського національного технічного університету сільського господарства імені Петра Василенка*. 2012. № 127. С. 111–117.

94. Ємельянова Л. О. Аналіз рівня розвитку фондового ринку в країнах Центральної та Східної Європи. *Економічний аналіз* : зб. наук. праць. 2015. Том 22, № 1. С. 108–116.

95. Єпіфанов А. О., Коробка Р. В. Інфраструктура фондового ринку як інституціалізована форма трансакції. *Вісник Української академії банківської справи.* 2012. № 2 (33). С. 3–7.

96. Жулавський А. Ю., Кобушко Л. В. Фактори відтворення інвестиційного потенціалу регіону. *Економічний простір.* 2011. № 45. С. 64–74.

97. Жупаненко В. Сучасне трактування інфраструктури фондового ринку. Ринок цінних паперів України. *Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.* 2010. № 3. С. 63–73.

98. Заволока Л. О., Лінник А. О., Колесник Д. С. *Фондовий ринок: сучасний стан та перспективи розвитку. Економіка і суспільство*. 2018. № 18. С. 758–762.

99. Загородній А. Г., Вознюк Г. Л. Фінансово-економічний словник. К. : Знання, 2007. 1072 с.

100. Загородній А. Г., Вознюк Г. Л., Партин Г. О. Інвестиційний словник. Львів : Бескид Біт, 2005. 512 с.

101. Загорський В. С. Проблеми становлення і функціонування ринку цінних паперів в перехідній економіці України : дис. … д-ра екон. наук : 08.01.01. Львів, 1996. 426 с.

102. Заїка С. О. Генезис категоріального апарату досліджень інвестиційного розвитку. *Науковий вісник Херсонського державного університету*. 2014. № 8 (1). С. 9–14.

103. Залюбовська С. С., Колупаєв Ю. Б., Токарєва К. Р. Теоретичні аспекти історичного розвитку ринку цінних паперів в Україні. *Науковий вісник Національної академії статистики, обліку та аудиту.* 2019. № 3. С. 120–130.

104. Затонацька Т. Г., Отецький В. Л. Стратегія нарощування інвестиційного потенціалу національної економіки. *Фінанси України.* 2006. № 7. С. 38–49.

105. Зачосова Н. В. Механізм створення фонду гарантування інвестицій як суб'єкта захисту економічної безпеки компаній з управління активами та торговців цінними паперами в Україні. *Економічний часопис – XXI.* 2010. № 5–6. С. 18–23.

106. Иванов Г. И. Инвестиции: сущность, виды, механизмы функционирования. 2002. 352 с.

107. Игошин Н. В. Инвестиции. Организация управления и финансирование : учебник. 2002. 542 с.

108. Кайдаш О. В. Сучасні тенденції розвитку фондового ринку України. *Науковий погляд: економіка та управління*. 2019. № 3(65). С. 80–89.

109. Калівошко О. М. Оцінка обсягу та структури фондового ринку України. *Науковий вісник Ужгородського національного університету.* 2019. № 24(2). С. 42–47.

110. Калюга О. О. Гарантування інвестицій на фондовому ринку України. *Державне будівництво*. 2012. № 1. URL : http://nbuv.gov.ua/UJRN/DeBu_2012_1_18

111. Калюга О. О. Фондовий ринок як елемент фінансового ринку. *Теорія та практика державного управління*. 2017. № 1(56). С. 1–5.

112. Карлоф Б. Деловая стратегия. Концепция, содержание, символы; пер. с англ. 1992. 367 с.

113. Квасницька Р. С. Інвестиційний потенціал інститутів фінансового ринку України : монографія. Хмельницький : ПП «Монускрипт», 2015. 314 с.

114. Квасницька Р. С. Інвестиційний потенціал як запорука активізації інвестиційної діяльності інститутів фінансового ринку України. Трансформаційні процеси економічної системи в умовах сучасних викликів : колективна монографія / за заг. ред. В. І. Гринчуцького. Тернопіль : Крок, 2014. 126 с.

115. Квасницька Р. С. Сутність та склад інституційних інвесторів фінансового ринку. *Економіст.* 2015. № 5. С. 48–50.

116. Квасницька Р. С. Дефініційний аналіз поняття «інвестиційна діяльність». *Науковий вісник Буковинського державного фінансово-економічного університету. Економічні науки.* 2014. № 26. С. 198–203.

117. Квасницька Р. С. Економічні закони та принципи функціонування фінансового ринку. *Економіка. Фінанси. Право*. 2013. № 5. С. 3–7.

118. Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. 1978. 498 с.

119. Килячков А. А., Чадаева Л. А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. 2000. 704 с.

120. Коваленко Ю. М. Вплив кредитно-інвестиційного механізму фінансування економічних процесів на розвиток малого та середнього бізнесу. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2020. № 3(23). С. 101–109.

121. Коваленко Ю. М. Еволюційні аспекти фінансового інжинірингу на світових ринках цінних паперів. *Економічний вісник. Серія: фінанси, облік, оподаткування*. 2018. № 2. С. 52–59.

122. Еволюційні чинники та наслідки розвитку фінансових інновацій на ринку цінних паперів. Інноватика на фінансових ринках : монографія / С. В. Онишко, Ю. М. Коваленко, Л. М. Богріновцева та ін.; за наук. ред. д-ра екон. наук, професора С. В. Онишко. Ірпінь : Університет ДФС України, 2018. С. 283–297.

123. Коваленко Ю. М. Економіка фінансового сектору : навч. посіб. К. : ЦУЛ, 2020. 320 с.

124. Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки : монографія. Ірпінь : НУДПСУ, 2013. 603 с.

125. Коваленко Ю. М. Місце, сутність і класифікаційні ознаки інвестиційних послуг у складі фінансових послуг. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка».* 2018. № 9 (37). С. 131–136.

126. Коваленко Ю. М. Розвиток фінансового сектору в умовах інституційних трансформацій : дис. … д-ра екон. наук : 08.00.08 / Державна податкова служба України, Нац. ун-т ДПС України. Ірпінь, 2014. 517 с.

127. Коваленко Ю. М., Воробей А. С. Функціонування фондового ринку України в сучасних умовах. *Збірник наукових праць НУДПСУ*. 2015. № 1. С. 112–120.

128. Коваленко Ю. М., Літвін Я. А. Фінансові інструменти, їх класифікації та напрями інноваційних розвідок. *Проблеми і перспективи економіки та управління.* 2019. № 1(17). С. 132–142.

129. Коваленко Ю. М., Мискіна О. О. Економічна сутність інвестицій. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2011. № 1. С. 74–78.

130. Коваленко Ю., Коваль І., Близненко Є. Вплив моделі сектору фінансових корпорацій і ринку цінних паперів на інвестиційні процеси в Україні. *Проблеми і перспективи економіки та управління.* 2020. № 2 (22). С. 117–130.

131. Ковтун Н. В. Теоретичні засади інвестиційного процесу та інвестиційної діяльності. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка.* 2008. № 101 С. 25–29.

132. Колісник М. М. Механізми удосконалення регіонального управління інвестиційною діяльністю : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. наук з держ. упр. : 25.00.02. Харків : Регіон. ін-т держ. упр., 2008. 20 с.

133. Копилова О. В. Аналіз стану та проблем розвитку біржового сегменту українського фондового ринку (на прикладі ПФТС ТА УБ). *Економічні науки. Серія «Облік і фінанси»* : зб. наук. праць. 2010. № 7(25), ч. 4. С. 321–335.

134. Корнєєв В., Чеберяко О. Криптовалюти: ера і сфера фінансових інновацій. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Серія: економіка*. 2018. № 1. С. 40–46.

135. Кравченко Ю. Я. Рынок ценных бумаг в вопросах и ответах : учеб. пособ. 2-е изд., перераб. и доп. К. : Ника-Центр, 2005. 536 с.

136. Кубліков В., Іоргачова М. IPO: сучасний стан та особливості розвитку в Україні. *Науковий вісник.* 2014. № 2 (210). С. 54–59.

137. Кужелєв М. О., Плахотнюк В. В., Стабіас С. М. Пріоритетні напрями підвищення конкурентоспроможності національного ринку корпоративних цінних паперів. *Науковий вісник Мукачівського державного університету: Серія: Економіка.* 2018. № 2 (10). С. 20–28.

138. Кульпинский С. Валютно-курсовые предпосылки стабильности инвестиционного развития Украины. *Наука и инновации*. 2015. Т. 4, № 146. URL : https://cyberleninka.ru/article/n/valyutno-kursovye-predposylki-stabilnosti-investitsionnogo-razvitiya-ukrainy

139. Кульпинский С., Кульпинская Л. Анализ влияния индикаторов инфляционных ожиданий на состояние финансового рынка в Украине. *Наука и инновации.* 2017. Т. 1, № 167. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/analiz-vliyaniya-indikatorov-inflyatsionnyh-ozhidaniy-na-sostoyanie-finansovogo-rynka-v-ukraine

140. Кульпінський С. В. Спред кривої дохідності за ОВДП як предиктор інвестиційної активності вітчизняних банків. *Чернігівський науковий часопис. Серія 1: Економіка і управління :* електр. зб. наук. праць. 2016. № 1 (7). С. 67–72.

141. Кульпінський С. В., Сухенко О. А. Дослідження кількісних параметрів формування ринкових умов залучення акціонерного капіталу. *Фінанси України.* 2012. № 5. С. 89–98.

142. Кульпінський С. Оцінка інфляційних очікувань на фінансовому ринку України. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2017. № 1. С. 94–104.

143. Кутик А. Б., Никольская Е. Г. Инвестиции и экономический рост предпринимательства : монография. 2000. 544 с.

144. Кутузова М. М. Особливості становлення і розвитку ринку цінних паперів в Україні: історична ретроспектива. *Науковий вісник Херсонського державного університету.* 2014. № 8. С. 165–168.

145. Кутузова М. М. Фондовий ринок України в умовах нестабільності світового фінансового середовища : дис. … канд. екон. наук : 08.00.08. Луцьк, 2015. 274 с.

146. Куцик П. О., Вірт М. Я., Гончарук І. В., Куцик В. І., Барна М. Ю. Державне регулювання інвестиційного процесу в умовах функціонування ринку цінних паперів : монографія / за заг. ред. П. О. Куцика. Львів : Растр-7, 2014. 296 с.

147. Левчинський Д. Л. Суть та економічна природа інвестицій та інвестиційного процесу. *Механізм регулювання економіки*. 2011. № 2. 138 с.

148. Луців Б. Л., Метлушко О. В. Теоретико-методологічні основи дослідження ринку цінних паперів. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка.* 2007. № 91. С. 41–42.

149. Лютий І. О., Крупка І. М. Пріоритети розвитку та суперечності функціонування вітчизняного ринку акцій. *Наукові праці НДФІ*. 2019. № 2(87). С. 45–66.

150. Лященко В. И. Фондовые индексы и рейтинги. Донецк : Сталкер, 1998. 192 с.

151. Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність : підручник. К. : Центр учбової літератури, 2009. 472 с.

152. Майорова Т. В. Інвестиційний процес і фінансово-кредитні важелі його активізації в Україні : монографія. К. : КНЕУ, 2013. 332 с.

153. Макконелл К. Р., Брю С. Л. Экономикс: принципы, проблема и політика. Т. 1 / пер. с англ. 11-го изд. 1992. 399 с.

154. Маковецкий М. Ю. Инвестиционный процес и рынок ценных бумаг: механизм функционирования, современное состояние, перспективы развития : монография. 2003. 312 с.

155. Малий І. Й. Теорія розподілу суспільного продукту : монографія. К. : КНЕУ, 2000. 248 с.

156. Малишенко К. А. Сучасний стан ринку цінних паперів в Україні: проблеми та перспективи. *Ефективна економіка* : електронне наукове фахове видання. 2014. URL : http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3175

157. Мареніченко В. В. Соціальний ефект від державного регулювання якісного розвитку малого та середнього бізнесу. *Вісник Дніпропетровського державного аграрного університету.* 2013. № 2 (32). С. 220–223.

158. Маренков Н. Л. Основы управления инвестициями : учебник. 2003. 440 с.

159. Мацьків Р. Т., Фультинська Н. Ф. Діяльність фондових бірж в Україні на сучасному етапі. *Гроші, фінанси і кредит*. 2019. № 31. С. 663–669.

160. Машковська Л. В. Поняття, види та правова природа товвароросподарчих документів як об'єктів ринку цінних паперів. *Науковий вісник Ужгородського національного університету.* 2014. Вип. 24, т. 2. С. 140–144.

161. Мещерякова Н. М., Фоміцька, Н. В. Теоретичні підходи до розкриття змісту поняття «інвестиційний процес». *Державне будівництво*. 2015. № 2. URL : http://nbuv.gov.ua/UJRN/DeBu_2015_2_4

162. Михальчишина Л. Г. Роль та основні функції ринку цінних паперів. *Бухгалтерський облік, аналіз та аудит: проблеми теорії, методології, організації.* 2014. № 1. С. 201–206.

163. Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 32. Фінансові інструменти: подання. URL : https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/929_029#Text

164. Міністерство фінансів України / офіційний сайт. URL : https://mof.gov.ua/uk

165. Мозговий О. М. Фондовий ринок : навч.-метод. посібник. К. : КНЕУ, 2001. 96 с.

166. Мордань Є. Ю., Закорко К. С. Сучасний стан інвестиційної діяльності в Україні. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету.* 2017. № 2(23). С. 63–67.

167. Москаль І. І. Інвестиційний процес в Україні як визначальний чинник економічного розвитку. *Наука й економіка*. 2013. № 4(2). С. 299–303.

168. Музиченко Т. О. Інвестиції та інвестиційна діяльність: понятійний апарат. *Сталий розвиток економіки*. 2014. № 3. С. 161–167.

169. Назаренко Л. В. Визначення сутності поняття «фондовий ринок». *Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України* : зб. наук. праць. 2014. № 40. С. 211–217.

170. Найман Э. Малая энциклопедия трейдера. 2006. 403 с.

171. Наконечна О. С., Рощіна Н. В. Особливості функціонування фондового ринку України. *Ефективна економіка.* 2014. № 12. URL : http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3854

172. Наконечна Ю. Л., Ібрагімова Л. Р. Ринок державних цінних паперів України: стан та перспективи розвитку. *Інтернаука :* міжнародний науковий журнал. 2020. № 3. С. 37–42.

173. Науменко К. В. Інститути спільного інвестування в умовах глобальної фінансової нестабільності : дис. … канд. екон. наук : 08.00.02. Одеса, 2017. 270 с.

174. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку / офіційний сайт. URL : http://www.nssmc.gov.ua

175. Національний банк України / офіційний сайт. URL : https://bank.gov.ua/

176. Нікончук В. В. Формування фондового ринку: економічні аспекти еволюції та інституційної динаміки. *Вісник Дніпропетровського університету. Серія «Економіка»*. 2012. № 6. С. 32–37.

177. Овчаренко Т. Особливості розуміння інвестиційного процесу основоположником класичної теорії А. Смітом. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Серія: Економіка*. 2013. № 145(4). С. 49–52.

178. Омельченко О. І., Козлова О. А. Ретроспектива становлення та розвитку ринку цінних паперів. *Бізнесінформ.* 2013. № 1. С. 277–281.

179. Оскольський В. В. Ринок цінних паперів в Україні: проблеми функціонування і розвитку. К. : КСУ, 1996. 122 с.

180. Острошенко В. В. Краткий словарь основных лесоводственно-экономических терминов. 2005. URL : http://vocable.ru/

181. Оцінка імплементації принципів IOSCO. 2013. URL : https://aeaep.com.ua/wp-content/uploads/2014/04/1397821205.pdf

182. Павлов В. І., Кривов'язнюк І. В. Цінні папери в Україні : навч. посібник. 2-ге вид., доп. К. : Кондор, 2004. 400 с.

183. Павлова Л. Н. Финансовый менеджмент. Управление денежным оборотом предприятия : учебник для вузов. 1995. 400 с.

184. Пальчевич Г. Т., Подплєтній В. В. Ринок цінних паперів : навч. посібник. Кіровоград : ТОВ ПВЦ «Мавік», 2002. 238 с.

185. Панчишин С. М. Макроекономіка : навчальний посібник. К. : Либідь, 2001. 616 с.

186. Пенсійний фонд України. URL : http://www.pfu.gov.ua/3902-peredmova-ta-zmist-do-zvitu-pro-robotu/

187. Пересада А. А., Шевченко О. Г., Коваленко Ю. М., Урванцева С. В. Портфельне інвестування : навч. посібник. К. : КНЕУ, 2004. 408 с.

188. Пересада А. А. Інвестування : навч. посібник. К. : КНЕУ, 2004. 249 с.

189. Петренко Л. М. Теоретичні аспекти дослідження інвестиційної діяльності. *Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету. Економічні науки.* 2012. № 22, ч. 2. С. 330–334.

190. Петруня Ю. Є. Непрофесійні суб'єкти ринку акцій України : монографія. К. : Товариство «Знання», КОО, 1999. 262 с.

191. Підхомний О. М. Актуальні проблеми контролю ринку цінних паперів. *Фінанси України*. 2004. № 9. С. 134–141.

192. Пластун В. Л. Оцінка ліквідності акцій українських емітентів при формуванні банками портфелів цінних паперів. *Банківська справа*. 2012. № 2. С. 80–95.

193. Погасій С. О., Познякова О. В., Краснокутська Ю. В. Інвестиційний менеджмент (в прикладах і завданнях) : навч. посібник. Х. : ХНАМГ, 2009. 337 с.

194. Подшиваленко Г. П., Лахметкина Н. И., Макарова М. В. Инвестиции : учебное пособие. 3-е изд., перераб. и доп. 2006. 200 с.

195. Поєдинок В. В. Інвестиційна діяльність як вид господарської діяльності. *Право і суспільство*. 2013. № 6-2. С. 131–135.

196. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 13 «Фінансові інструменти». URL : https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1050-01#Text

197. Поляков М. Й. Сутність, роль і значення інвестицій як основи економічного розвитку. URL : http://www.stattionline.org.ua/ekonom/57/7622-sutnist-rol-i-znachennya-investicij-yak-osnovi-ekonomichnogo-rozvitku.html

198. Попович В. Д., Назар Н. В., Савчин Н. В. Краудфандинг як новітній спосіб фінансування в Україні. *Молодий вчений.* 2018. № 10(62). С. 873–876.

199. Правдюк Н. Л., Слівінська А. В. Сутність інвестиційної діяльності: роль та значення інвестицій. *Вісник Запорізького національного університету*. 2010. № 2. С. 195–198.

200. Правик Ю. М. Інвестиційний менеджмент : навч. посібник. К. : Знання, 2007. 431 с.

201. Про акціонерні товариства : Закон України від 17.09.2008 № 514-VI. URL : http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/514-17

202. Про аудит фінансової звітності та аудиторську діяльність : Закон України від 21.12.2017 № 2258-VIII. URL : https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2258-19/ed20171221#Text

203. Про валютний нагляд : положення НБУ від 03.01.2019 № 13. URL : https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0013500-19#Text

204. Про валюту та валютні операції : Закон України від 21.06.2018 № 30. URL : https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2473-19/ed20180621#Text

205. Про депозитарну систему України : Закон України від 06.07.2012 № 5178VI. URL : http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/5178-17

206. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : Закон України від 30.10.1996 № 448/96-ВР. URL : http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80

207. Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України : наказ Президента України від 26.03.2001 № 198/2001. URL : http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/198/2001

208. Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж в редакції від 25.09.2018. URL : http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12?find=1&text=free+float+%E5%EC%B3%F2%E5%ED%F2%E0

209. Про здійснення публічної пропозиції цінних паперів : положення, затверджене Рішенням НКЦПФР від 21 червня 2018 року № 424. URL : https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0837-18#Text

210. Про інвестиційну діяльність : Закон України від 18.09.1991 № 1560-XII. URL : http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/1560-12

211. Про Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України : постанова Верховної Ради України від 22.09.1995 № 342/95-ВР. URL : https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/342/95-%D0%B2%D1%80#Text

212. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки : Закон України від 19.06.2020 № 738-IX. URL : https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20#Text

213. Про систему гарантування інвестицій фізичних осіб на фондовому ринку : проєкт Закону України від 03.09.2013. URL : https://ips.ligazakon.net/document/NT0637

214. Про Фонд гарантування інвестицій на фондовому ринку : проєкт Закону України від 23.08.2011 № 9069. URL : http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/JF6ZX00I.html

215. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. URL : http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15

216. Професійна Асоціація учасників Ринків капіталу та Деривативів (ПАРД) / офіційний сайт. URL : https://www.pard.ua/

217. Пугачова Є. В. Принципи формування і функціонування ринку цінних паперів в Україні. *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. 2014. № 24. С. 108–111.

218. Рабцун Н. В. Інституційний інвестор: сутність, поняття, класифікація. *Економіка. Фінанси. Право*. 2012. № 11. С. 19–22.

219. Райзберг Б. А., Стародубцева Е. Б. Курс экономики : учебник / под ред. Б. А. Райзберга. 1997. 720 с.

220. Реверчук С. К., Реверчук Н. Й., Скоморович І. Г. Інвестологія: наука про інвестування : навч. посібник. К. : Атака, 2001. 264 с.

221. Регламент про проспект емісії (Регламент ЄС № 809/2004). URL : https://minjust.gov.ua/m/str_45895

222. Регламент провадження депозитарної діяльності Центрального депозитарію цінних паперів : затверджено Рішенням Правління ПАТ «Національний депозитарій України» від 9 грудня 2020 р. № 1/38. URL : https://www.csd.ua/images/stories/pdf/reglament/reglament_20200101.pdf#page=46

223. Рекуненко І. І. Періодизація розвитку фондового ринку України. *Вісник Сумського державного університету. Серія: Економіка.* 2015. № 1. С. 30–42. URL : http://nbuv.gov.ua/UJRN/VSU_ekon_2015_1_5

224. Річний звіт НКЦПФР за 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 рр. URL : https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/

225. Розенберг Дж. М. Инвестиции: терминологический словарь. 1997. 400 с.

226. Розинка О. О. Класифікація суб'єктів інвестування фондового ринку та методи їх стимулювання. *Теоретичні та прикладні питання економіки*. 2013. Вип. 28, т. 1. С. 206–212.

227. Рубцов Б. Современные фондовые рынки : учебное пособие для вузов. 2007. 926 с.

228. Рябокінь М. В. Особливості оподаткування сек'юритизації фінансових активів. *Міжнародне співробітництво України у сфері оподаткування: проблеми та перспективи* : зб. матер. Міжнар. наук.-практ. конф., 23 жовтня 2009 р. Ірпінь : НУДПСУ, 2009. С. 279–282.

229. Рябокінь М. В. Сек'юритизація банківських активів як джерело залучення іноземних інвестицій в Україну. *Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу* : зб. матер. Міжнар. наук.-практ. конф., 22 квітня 2010 р. Київ : ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана», 2010. С. 387–389.

230. Рябокінь М. В. Фактори впливу сек'юритизації фінансових активів на розгортання світової кризи в контексті забезпечення фінансової безпеки національної економіки. *Фінансова безпека в системі забезпечення національних економічних інтересів* : зб. матер. ІІІ Міжнар. наук.-практ. конф., 21–22 травня 2015 р. Полтава : ПНТУ імені Юрія Кондратюка, 2015. С. 84–88.

231. Рябоконь М. В. Финансово-правовое регулирование сделок по секьюритизации ипотечных активов. *Фінансове право у XXI сторіччі: здобутки та перспективи :* зб. матер. Міжнар. наук.-практ. конф., 4–7 жовтня, 2011 р. Ірпінь : НУДПСУ, 2011. С. 254–256.

232. Рябокінь М. В. Формування фінансового механізму сек'юритизації фінансових активів: теоретичний аспект. *Актуальні проблеми розвитку економіки регіону*. Івано-Франківськ : Прикарпатський національний університет імені Василя Стефаника, 2009. Випуск 5, т. 2. С. 274–280.

233. Рябокінь М. В. Характеристика учасників процесу сек'юритизації фінансових активів. *Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу* : зб. матер. Міжнар. наук.-практ. конф., 3 листопада 2011 р. Київ : ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана», 2011. С. 434–438.

234. Селезнев В. В. Основы рыночной экономики Украины : учеб. пособие. К. : А.С.К., 1999. 544 с.

235. Селіванова К. В., Клюско Л. А. Фондовий ринок в Україні: проблеми та основні напрями їх вирішення. *Молодий вчений.* 2020. № 4. С. 80.

236. Скоробогатова Н. Є. Дослідження сутності інвестицій та інвестиційної діяльності. *Економічний вісник «КПІ».* 2016. № 13. URL : http://ev.fmm.kpi.ua/article/view/80631

237. Словник сучасної економіки Макмілана; пер с анг. К. : АртЕк, 2000. 640 с.

238. Сорока Л. М. Економічна сутність інвестицій та теоретичні основи інвестування. *Ефективна економіка.* 2014. № 2. URL : http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2888

239. Стадницька О. М. Наукове узагальнення державного регулювання ринку цінних паперів у зарубіжних країнах як досвід для України. *Науковий вісник Херсонського державного університету.* 2015. № 15. С. 54–56.

240. Степанова Д. С., Передерій В. В. Функції ринку цінних паперів. *Трансформація фінансової системи та обліку в умовах інноваційної глокалізації національної економіки :* матер. Всеукр. наук.-практ. конф., Одеса, 25–26 жовт. 2018 р. Одеса, 2018. С. 154–155.

241. Стефанович Є. А. Інвестиційна діяльність як економічне явище. *Економіка та держава*. 2010. № 11. С. 60–64.

242. Стратегія розвитку фінансового сектору до 2025 року. URL : https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_FS_2025.pdf?v=4

243. Тарасюк Д. С. Розвиток ринку корпоративних цінних паперів в Україні : дис. … канд. екон. наук : 08.00.08. Львів, 2015. 218 с.

244. Татаренко Н. О., Поручник А. М. Теорії інвестицій : навч. посібник. К. : КНЕУ, 2000. 159 с.

245. Тевелєв Д. М. Дефініція «ринок цінних паперів»: сутність та визначення. *Економіка будівництва і міського господарства*. 2013. С. 87–93.

246. Тимошенко О. В., Гудима Л. О. Ефективний розвиток національного ринку цінних паперів як імператив економічного зростання України. *БізнесІнформ*. 2020. № 3. С. 293–298.

247. Тіверіадська Л. В., Якименко А. М. Сучасний стан та перспективи розвитку фондового ринку України. *Економічний простір :* збірник наукових праць. 2017. № 128. С. 143–154.

248. Українська біржа / офіційний сайт. URL : http://www.ux.ua/

249. Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу / офіційний сайт. URL : https://www.uaib.com.ua/

250. Федоренко В. Г. Інвестознавство: підручник. 3-тє вид., допов. К. : МАУП, 2004. 480 с.

251. Финансово-кредитный энциклопедический словарь / под ред. А. Г. Грязновой. 2002. 1168 с.

252. Фишер С., Дорнбуш Р., Шмалензи Р. Экономика. 2001. 864 с.

253. Філіпішина Л. М. Поняття інвестиції та джерела їх формування. URL : http://www.rusnauka.com/8._NPE_2007/Economics/21131.doc.htm

254. Фінансовий ринок: підруч. : 2-х т. Т. 1 / Коваленко Ю. М., Ковернінська Ю. В., Онишко С. В., Кужелєв М. О. та ін..; кер. авт. кол. і наук. ред. Ю. М. Коваленко. Ірпінь : УДФСУ, 2019. 442 с.

255. Фінансові ринки. IPO календар. URL : http://www.fixygen.ua/calendar/ipo/

256. Фонд гарантування вкладів фізичних осіб / офіційний сайт. URL : http://www.fg.gov.ua/about/prezentatsiji-fondu/37420-70protsent-tsinnykh-paperiv-

257. Фондова біржа «ПФТС» / офіційний сайт. URL : http://pfts.ua/trade-info/indexes/shares-indexes

258. Фориншурер: онлайн-журнал о технологиях в страховании, insurtech и fintech отрасли. URL : https://forinsurer.com/

259. Хвостенко В., Бабич М. Теоретичні засади інформаційної ефективності як базовий інструмент ціноутворення на фондовому ринку. *Економічний аналіз.* 2013. № 12. С. 159–162.

260. Ходаківська В. П., Данілов О. Д. Ринок фінансових послуг : навч. посібник. Ірпінь : Академія ДПС України, 2001. 501 с.

261. Хромаєв Т. Європейські правила на фінансовому ринку. 2017. URL : https://www.nssmc.gov.ua/press/news/timur_khromaehv_ehvropejjski_pravila_na_finansovomu_rinku

262. Царёв В. В. Оценка экономической эффективносты инвестиций. 2004. 464 с.

263. Черваньов Д. Менеджмент інвестиційної діяльності підприємств : навч. посібник. К. : Знання-Прес, 2003. 622 с.

264. Черекик Е. Д. Инвестиционный процесс в развивающихся странах : монография. 1988. 218 с.

265. Черкасова С. В. Банківська інвестиційна діяльність на вітчизняному фондовому ринку. *Підприємництво і торгівля*. 2019. № 24. С. 51–58.

266. Черников Г. П. Фондовая биржа: международный опит. 1991. С. 150.

267. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции / пер с англ. 2003. Т. XII. 1028 с.

268. Шевченко О. М. Ефективне функціонування фондового ринку – важливий чинник становлення економіки інвестиційно-інноваційного типу. Національна економіка: пошук ефективних механізмів господарювання : кол. моногр. / під ред. В. П. Дубіщева. Полтава : ПолтНТУ, 2016. С. 98–131.

269. Шелудько В. М. Фінансовий ринок : підручник. К. : Знання, 2008. 535 с.

270. Шкварчук Л. О. Фінансовий ринок в системі економічних відносин. URL : http://pidruchniki.com/19650323/finansi/finansoviy_rinok

271. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку : монографія. Суми : Мрія, УАБС НБУ, 2008. 348 с.

272. Школьник І. О., Бондаренко Є. К. Фонд гарантування інвестицій як інструмент зміцнення довіри до фондового ринку України. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія: Економіка і менеджмент.* 2017. Вип. 26(2). С. 62–67.

273. Школьник І. О., Червякова С. В. Реформування вітчизняної розрахунково-клірингової системи як передумова забезпечення ефективності функціонування інфраструктури ринку цінних паперів у процесі IPO. *Проблеми економіки.* 2012. № 3. С. 15–19.

274. Школьнік І. О. Фінансові посередники та їх роль у розвитку фінансового ринку. URL : http://dspace.uabs.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/3233/1/Shkolnyk.I.O_33.pdf

275. Штефан Л. Б., Мацедонська Л. В. Тенденції розвитку біржового ринку цінних паперів в Україні. *Інфраструктура ринку.* 2020. № 42. С. 338–345.

276. Шульга О. Фондовий вибух. Чому зростають акції українських компаній. *Бізнес.* 2018. URL : https://nv.ua/ukr/biz/publications/fondoviy-vibuh-chomu-zrostayut-akciji-ukrajinskih-kompaniy-2449604.html]

277. Щока С. В. Емітент як учасник ринку цінних паперів: порівняльно-правовий аналіз із країнами Європи. *Науковий вісник Ужгородського національного університету.* 2018. С. 111–115.

278. Юркевич О., Шинкаренко А. Рівень ліквідності фондового ринку: значення та підходи до визначення. *Вісник НБУ.* 2012. № 4. С. 94–97.

279. Юркевич О. М. Визначення сутності та ролі інституційних інвесторів на фінансовому ринку України. *Формування ринкової економіки.* 2011. № 26. С. 149–157.

280. Яворська В. О. Аналітична оцінка стану світового біржового фондового ринку. *Інфраструктура ринку.* 2017. № 10. С. 86–91.

281. Янчинська Т. М. Фондовий ринок та його розвиток в Україні. URL : http://libfor.com/index. php?newsid=2158

282. Ярова К. О. Криптовалюта: визначення правового статусу в Україні. *Young Scientist*. 2017. № 10. С. 1117–1120.

283. Ястремська О. М., Яблонська-Агу Н. Л. Інвестиції: сучасне розуміння та класифікація. *Економіка розвитку*. 2014. № 4(72). С. 116–121.

284. Asimakopulos A. The Determination of Investment in Keynes's Model. *The Canadian Journal of Economics. Revue Canadienne D'Economique* 4, no. 3 (1971): 382-88. Accessed February 8, 2021. doi:10.2307/133783.

285. Bilovus T. Problem aspects of regulatory regulation of market activities securities in Ukraine. *Economic strategies for the development of society:* collective monograph / Illiashenko K., Bezverkhnia Y., etc. Boston: Primedia eLaunch, 2020. С. 158–164.

286. Global Financial Centres Index /Z/Yen Group / official website. URL : http://www.zyen.com/research/gfci.html

287. Haavelmo T. A. Study in the Theory of Investment. URL : https://www.sv.uio.no/econ/english/research/networks/haavelmo-network/publications/files/TH1960a.pdf

288. Investment fundamentals. An introduction to the basic concepts of investing. URL : https://www.bahrainedb.com/business-opportunities/financial-services/?gclid=EAIaIQobChMI3NibzZPd7gIViqmyCh0gPQWCEAAYASAAEgI4fPD_BwE

289. Investment. Kingdom of Saudi Arabia Capital Market Authority. URL : https://cma.org.sa/en/Awareness/Publications/booklets/Booklet_1.pdf

290. Kovalenko Yu., Bilovus T. Macroeconomic indicators of activity of individual investors and institutions of joint investment on the securities market of Ukraine. *Green, Blue & Digital Economy Journal.* Vol. 1 (2020). No. 2. P. 78–85.

291. Levine R., Zervos S. Stock Market Development and Long-Run Growth. *The World Bank Economic Review*. 1996. Vol. 10. № 2. URL : http://faculty.haas.berkeley.edu/ross_levine/papers/1996_WBER_LRGrowth.pdf

292. Saving and Investing. Office of Investor Education and Advocacy. Washington. URL : https://www.sec.gov/pdf/facts.pdf

293. Singh A. Stock Markets, Financial Liberalization and Economic Development. *Economic Journal*. 1997. № 107. P. 771–782.

294. System of National Accounts 2008–2008 SNA. URL : http://un-stats.un.org/unsd/nationalaccount/sna2008.asp

295. Testing the Weak Form of Efficient Market Hypothesis in Nigerian Capital Market. *Accounting and Finance Research*. 2012. № 1. С. 169–179.

296. The world bank. URL : https://data.worldbank.org/

297. Fama E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 1970, 25(2), pp. 383–417. URL : http://dx.doi.org./10.2307/2325486

298. The Global Economy.com. URL : https://ru.theglobaleconomy.com/rankings/stock_market_capitalization_dollars/

299. WIG-Ukraine index. Wallstreet:online. URL : https://www.wallstreet-online.de/indizes/wig-ukraine-index#t:max||s:lines||a:abs||v:week||ads:null

300. World Development Indicators. URL : http:data.worldbank.org/sites/default/ fi les/section5.pdf

ДОДАТКИ

Додаток А

Таблиця А.1

Специфічні функції ринку цінних паперів, що виділяються вченими-економістами

Специфічні функції РЦП	Учені-економісти														
	Булик М. М., Мартошева Л. С., Сабліна Н. В. [53]	Дема Л. І., Абрамова І. В., Недільська Л. В. [82]	Болдуєва О. В. [48]	Петруня Ю.Є. [190]	Оскольський В. В. [179]	Галанов В. А., Басов А. І. [67]	Мозговий О. М. [165]	Кугуєва М. М. [144]	Ем С. М. [92]	Пальчевич Г. Т., Подлєтній В. В. [184]	Анесяні С. А.	Михальчишина Л. Г. [162]	Степанова Л. С., Перелєрін В. В. [246]	Колпакова О. В. [133]	Базилевич В. Л., Шелудько В. М., Ковтун Н. В. [8]	Андреєва В. В. [7]	Грушко В. І. та ін.
Акамуляція (мобілізація та трансформація, централізація, залучення) тимчасово вільних коштів (заощаджень, інвестицій)	+	+		+	+		+			+	+	+	+				+
Переміщення (перерозподіл, перелив, міграція, перерахунок) капіталу (заощаджень) з однієї сфери в іншу (з невиробничої у виробничу форму) (регулювання та спрямування фінансових потоків)	+	+			+	+	+	+	+	+	+	+		+	+	+	
Фінансування (ліквідація) дефіциту державного бюджету (бюджетів різних рівнів); залучення коштів до державного бюджету	+					+		+	+	+	+			+		+	
Розподіл і перерозподіл капіталу (вільних коштів, інвестицій) між галузями економіки		+	+	+				+	+	+	+					+	
Перерозподіл прав власності на капітал (трансформація відносин власності; опосередкування руху та оцінювання прав власності; функція «природнього відбору» в економіці)			+	+						+	+					+	
Перерозподіл ризику (страхування цінових і фінансових ризиків (хеджування)			+			+		+	+				+	+			
Прискорення обігу надлишкового капіталу					+												
Економія витрат обігу (скорочення операційних витрат)														+	+		
Регулювання грошово-кредитної сфери (грошової маси в обігу)													+				
Кредитування економіки																	+
Доступ до вільного капіталу суб'єктів господарювання й фізичних осіб																	+

– функції, що виділені більшістю науковців, позиції яких наведені в таблиці

Джерело: складено автором.

Додаток Б

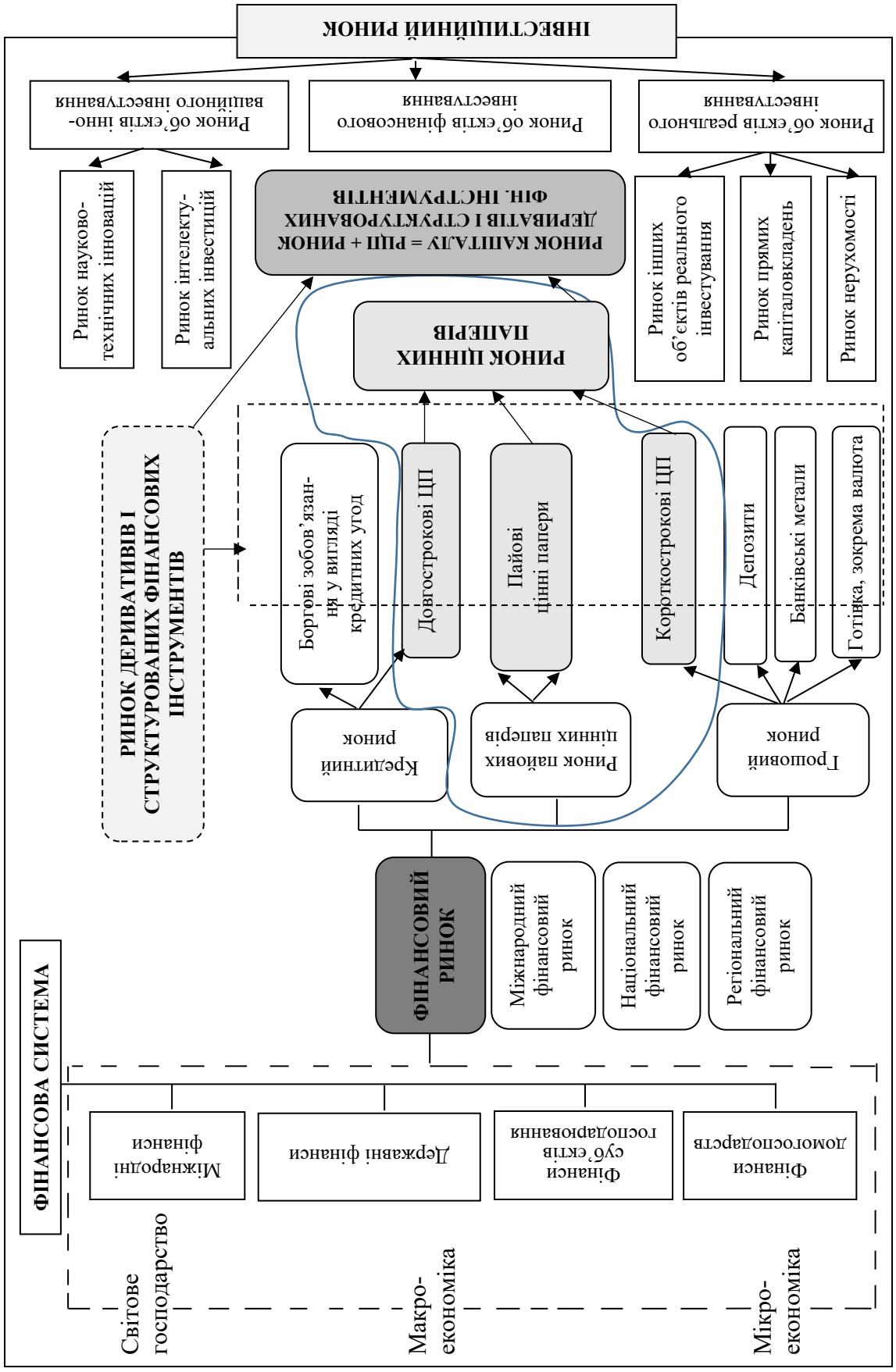


Рис. Б.1. Місце РЦП у складі інвестиційного та фінансового ринків

Джерело: побудовано автором.

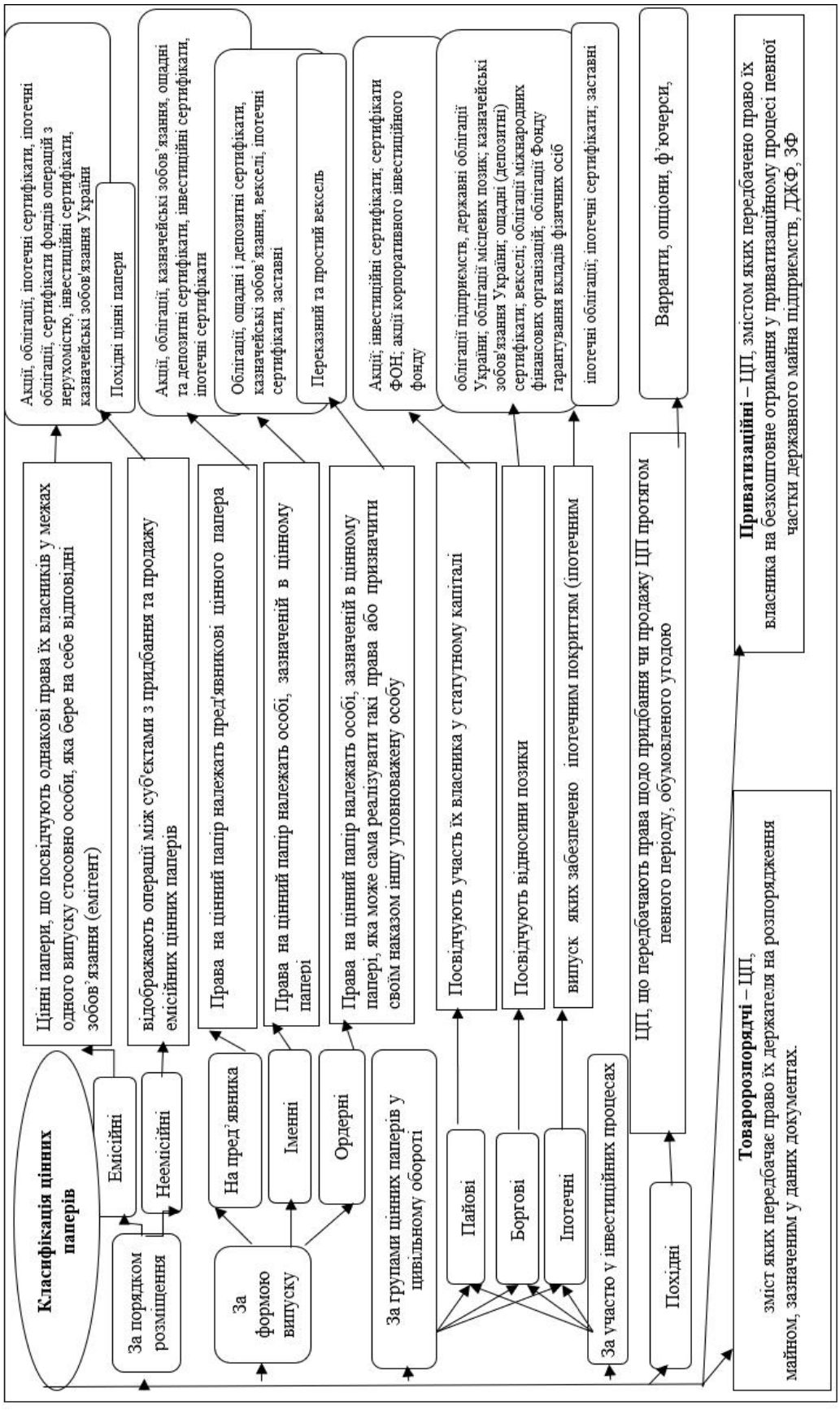


Рис. Б.2. Класифікація ЦП за їх участю в інвестиційних процесах на РЦП

Джерело: побудовано на основі [215].

Додаток В

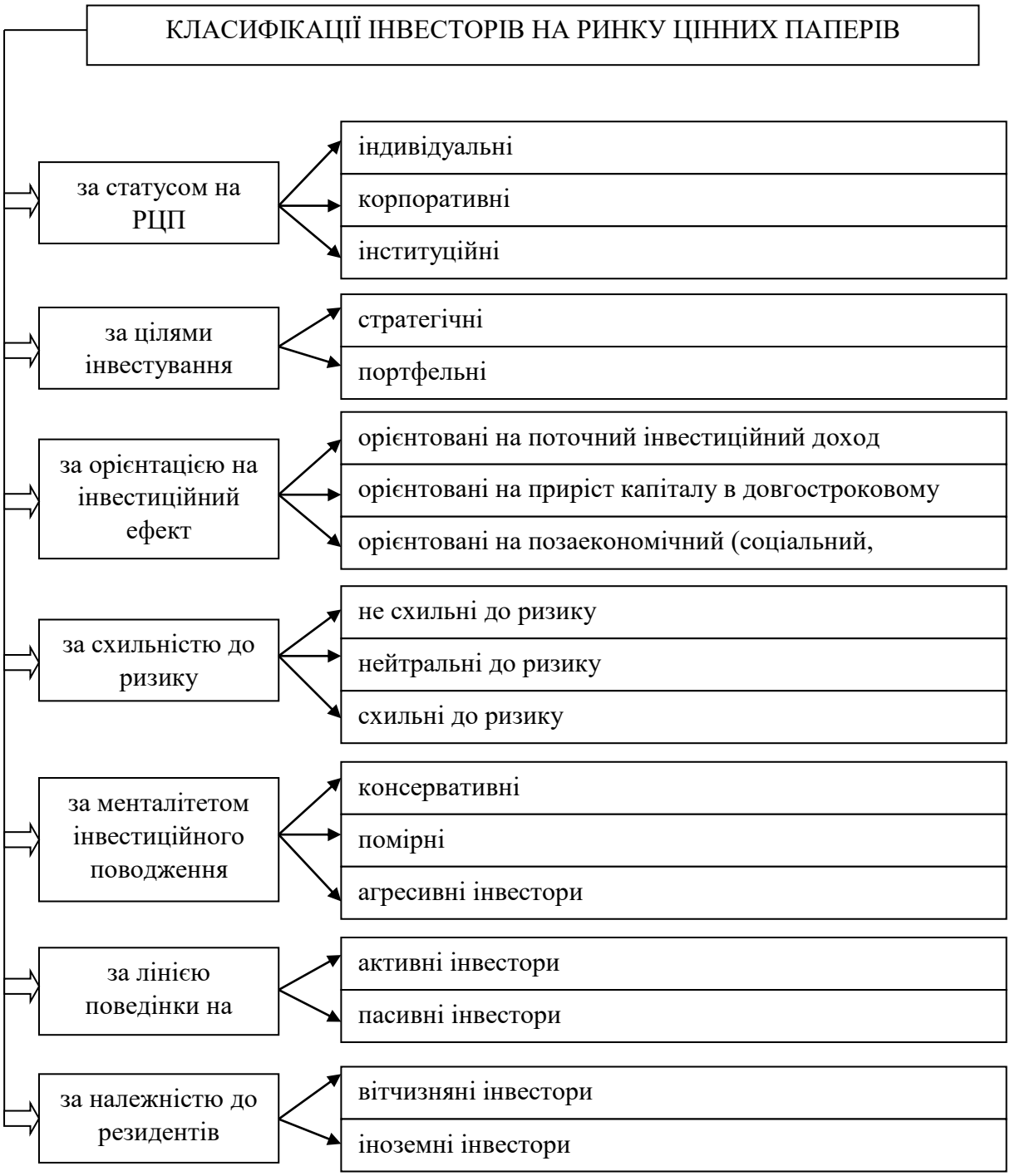


Рис. В.1. Класифікаційний поділ інвесторів на РЦП

Джерело: побудовано на основі [187].

Таблиця В.1

Види інфраструктури РЦП

№ з/п	Вид	Сутність і склад	Учасники
1.	Функціональна	Своєрідна система торгівлі ЦП, структурними елементами якої є інститути, які забезпечують функціонування РЦП, створюють необхідні умови для обігу ЦП	Організатори торгівлі
2.	Посередницька	Її елементи опосередковують рух ЦП від емітентів до інвесторів, тобто забезпечують реалізацію інвестиційних процесів, а також забезпечують взаємозв'язок первинного і вторинного РЦП, а якість і вартість послуг, що надаються ними на РЦП, є визначальним чинником обсягів, швидкості та доступності здійснення інвестиційних процесів	Торговці ЦП
3.	Організаційно-регуляторна	Її елементи визначають умови провадження інвестиційної діяльності, головним завданням яких є створення дієвого й ефективного механізму, що встановлює чіткі правила та норми поведінки на ринку, забезпечує примус до виконання правил і норм	Органи-регулятори, нормативно-правові акти, СРО
4.	Інформаційно-консультативна	Представлена інформаційними мережами та потоками, а також інститутами, що забезпечують існування інформаційних потоків, зворотний зв'язок інфраструктури із зовнішнім середовищем, що є передумовою її адаптації до вимог ринкової економіки на кожному етапі розвитку; публічне розкриття компетентних інформаційних даних від імені суб'єктів РЦП (емітентів ЦП); безперебійне постійне поширення комплексних інформаційних даних щодо ЦП та суб'єктів РЦП; надання фінансово-аналітичних звітів НКЦПФР	ЗМІ, інформаційні, рекламні, консалтингові та консультаційні компанії, мережа «Інтернет», а також професійні агенти («інформаційні агенти»), які здійснюють діяльність з надання інформаційних послуг на РЦП
5.	Технічна	Система розрахунків з укладання угод (контрактів), обліку та зберігання ЦП, обліку прав на ЦП, що забезпечує швидку та точну обробку інформації під час здійснення інвестиційних операцій на РЦП через використання комп'ютерних програм, які зі свого боку дають змогу не тільки спростити процес інвестування, створити умови його ефективного здійснення, а й у процесі розрахунку (а також після його закінчення) одержувати статистичну інформацію з обсягу продажів ЦП, витрат, фінансовим вкладенням, попиту, рейтингу тощо	Депозитарії, депозитарні установи, розрахункові центри, клірингові системи, депозитарії банків та бірж; технологічні площадки, лінії зв'язку інформації та організація взаєморозрахунків у режимі on-line, управління cash flow та ЦП клієнта, застосування мережі «Інтернет», телефонного зв'язку

Джерело: складено автором.

Таблиця В.2

Функціональні особливості інститутів регуляторно-організаційної інфраструктури РЦП

Регулятори	
ВРУ Президент України КМУ Міністерство юстиції України	Реалізовують загальне регулювання РЦП на рівні держави, впроваджуючи нормативно-правові та законодавчі засади функціонування РЦП, затверджують головні політичні напрями щодо РЦП, формують і призначають склад НКЦПФР, Міністерство юстиції відіграє загальну формотворчу функцію в державі
Міністерство фінансів України НБУ НКЦПФР Антимонопольний комітет України Фонд державного майна Міністерство доходів і зборів України Державна податкова служба України	У розрізі совїх компетенцій реалізують контролінг та менеджментські функції на РЦП України. Надзвичайно значимим є податкова складова, оскільки для зростання та більш комфортного й стимулюючого інвестиційного клімату, інвестиційної привабливості національного ринку, інших сфер економіки та регіональних областей держава через податкові важелі й інструменти прагне стимулювати українських і зарубіжних інвесторів

Джерело: складено автором.

Додаток Г

Таблиця Г.1

Зарубіжний досвід регулювання РЦП

Ознаки	США	Європейський союз	Японія
1	**2**	**3**	**4**
Структура регулювання РЦП	Трирівнева модель законодавства: нормативно-правові акти федерального рівня, Комісія з цінних паперів та бірж США (SEC); законодавчі акти штатів та відповідні органи штатів; СРО (NYSE, NASDAQ, FINRA та ін.)	В ЄС відсутній єдиний орган, який здійснює регуляторну функцію на РЦП Універсальний законодавчий акт, яким забезпечується функціонування та взаємодія всіх країн-учасниць – Директива щодо ринку фінансових інструментів ЄС	Трирівнева структура регулювання РЦП: 1 рівень – Закон про ЦП та фондові біржі (визначає порядок, види та ліміти щодо діяльності учасників на РЦП Японії). 2 рівень – Агенство фінансових послуг (FSA); Комісія з ЦП та фондових бірж. 3 рівень – СРО (як СРО виступають як фондові біржі, так і незалежні організації)
Повноваження регулюючих органів	SEC – реалізація прав інвесторів та ефективного механізму РЦП, контроль та моніторинг за регуляторними органами, що нижче рівнем, а також за саморегуляторними об'єднаннями. Регуляторні органи штатів – дотримання умов директив SEC і підтримка порядку; є ініціаторами відкриття кримінальних справ, а також використовують санкції. СРО – встановлюють правила та ліміти, що ухвалюються SEC, а також слідкують за дотриманням цих правил учасниками СРО	Наявність окремого спеціалізованого регулятора в кожній державі-учасниці, а функції СРО обмежені і зводяться лише до надання доступу до торгівлі на біржі та забезпечення чесної торгівлі. Функції нагляду виконують виключно комісії з ЦП чи аналогічні органи країн-членів	Агенство фінансових послуг (FSA) – повний контроль за фінансовою системою країни (включно з банками). Комісія з ЦП та фондових бірж – безпосередньо здійснює нагляд за учасниками РЦП, за чесністю проведення інвестиційними компаніями своєї діяльності, а також розслідування можливих порушень законодавства про РЦП. СРО мають право створювати власні обмеження, нагляд та накладати санкції у випадку їх порушення
Основні інвестиційні посередники	Брокери Дилери Фондові біржі	Інвестиційні компанії Багатофункціональні торговельні площадки Фондові біржі	Брокери Дилери Фондові біржі

Продовження таблиці Г.1

1	2	3	4
Законодавчі вимоги до інвестиційних посередників	Брокери та дилери – відповідність: умовам щодо надійності їх репутації; організаційним вимогам, що зосереджуються на їх потенційній можливості вести бізнес; бухгалтерським та адмін. стандартам США; мінімальним вимогам щодо наявного капіталу. Фондові біржі – повинна довести: здатність забезпечення дисципліни та стимулювання проведення справедливих і прозорих трансакцій; наявність механізму виявлення шахрайства та їх попередження; відповідність вимогам щодо захисту прав інвесторів	Відповідність: – організаційним вимогам; – стандартам щодо лімітованих розмірів капіталу, яким повинна володіти інвестиційна фірма залежно від сфери діяльності; – працівники достатньо освічені; – фондові біржі повинні довести, що здатні виявляти та повідомляти комісію з ЦП про можливі порушення	Відповідність: – вимогам щодо розкриття інформації для потенційного інвестора, що базуються на принципах, подібних до тих, які застосовуються в США; – вимогам щодо мінімального обсягу наявного в них капіталу для того, щоб мати можливість проводити операції; – організаційним вимогам
Особливість системи регулювання	На біржах США здійснюється зазвичай лише частина вторинної торгівлі ЦП, основна емісія і загалом торгівля здійснюється на позабіржовому ринку. Пріоритет щодо прозорості інформації вартості для усіх заявок будь-якої величини – це вважається запорукою захисту прав інвесторів та стимулюванням конкуренції. Держава не втручається у внутрішню політику бірж та подібних організацій. Фондові біржі самостійно встановлюють вимоги до лістингу. Банк не може бути брокером	Репутацію посередника оцінюють комісії держав-членів, які мають свої критерії оцінки. Фондові біржі не мають такої незалежності щодо встановлення вимог до лістингу як у США. Обсяги капіталу, яким повинна володіти інвестиційна фірма для проведення діяльності у ЄС визначається ризиком, який бере на себе посередник. Єдиий макрорегулятор – Європейська Рада Європейська Рада із системних ризиків (спостереження та аналіз імовірних ризиків та фінансового стану ЄС). Специфіка регуляторної політики обумовлюється специфікою управління та регулювання РЦП всередині кожної країни-члена	Система регулювання РЦП Японії створена на основі американського законодавства, але фактично за своєю структурою подібна до системи регулювання Великої Британії. Вторинний, як і майже первинний ринок цінних паперів, зосереджений на біржах та торговельних площадках з доволі низькою часткою позабіржових операцій. Це зумовлено законодавством, що вимагає цього від емітентів. Асоціація дилерів РЦП Японії регулює діяльність усіх дилерів, що здійснюють свою діяльність як на біржовому, так і на позабіржовому РЦП, а також уповноважена проводити реєстрацію, навчання й оцінку репутації та професійних умінь потенційних брокерів-дилерів

Продовження таблиці Г.1

1	2	3	4
Захист прав інвесторів	Усі інвестори захищаються однаково, крім, можливо, деяких відмінностей для інституційних інвесторів. SEC створює директиви та правила щодо захисту прав інвесторів. Захист також досягається вимогами: – рекомендації щодо справедливої торгівлі; – правдиві і неупереджені рекомендації брокера-дилера клієнт; – вимоги щодо виконання вказівок клієнта за найкращими можливими умовами у цій ситуації	Вимоги щодо захисту такі самі, як і в США, просто інвестори поділені на категорії: 1) індивідуальні (з найвищим ступенем захисту); 2) професійні (які можуть самостійно приймати рішення на основі професіоналізму); 3) решта суб'єктів (ІК, СК, державні уряди, центрбанки та ін.)	Вимоги щодо захисту прав інвесторів такі самі, як і в США
Узгодженість принципів та стандартів з IOSCO	Мета та цілі регулювання декларуються такими самими, як і в інших країнах світу, і відповідають стандартам IOSCO. Максимальне виконання принципів і стандартів IOSCO з регулювання РЦП	Мета та цілі регулювання декларуються такими, як і в інших країнах світу і відповідають стандартам IOSCO. Крім загальних цілей, ЄС також визначає метою регулювання «стимулювання конкуренції в рамках єдиного ринку» та «гармонійне узгодження законодавства» про РЦП кожним членом Союзу, тобто країна-член може за певних визначених умов застосовувати власні обмеження. Більшість країн максимально забезпечують виконання принципів та стандартів IOSCO з регулювання РЦП	Мета та цілі регулювання декларуються так само, як і в інших країнах світу, та відповідають стандартам IOSCO. Максимальне виконання принципів та стандартів IOSCO з регулювання РЦП

Джерело: складено на основі [71, с. 140–147; 233, с. 55].

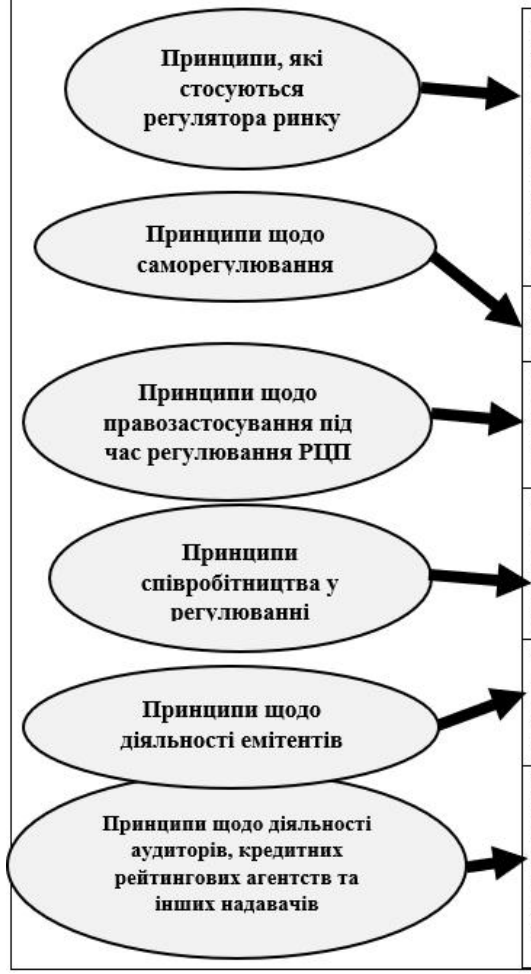
ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ РЦП

Мета державного регулювання РЦП	Форми реалізації державного регулювання РЦП
- реалізація єдиної державної політики у сфері випуску та обігу цінних паперів та їх похідних;	- прийняття актів законодавства з питань діяльності учасників РЦП;
- створення умов для ефективної мобілізації та розміщення учасниками ринку цінних паперів фінансових ресурсів з урахуванням інтересів суспільства;	- регулювання випуску та обігу цінних паперів, прав та обов'язків учасників РЦП;
- одержання учасниками ринку цінних паперів інформації про умови випуску та обігу цінних паперів, результати фінансово-господарської діяльності емітентів, обсяги і характер угод з цінними паперами та іншої інформації, що впливає на формування цін на ринку цінних паперів;	- видача ліцензій на здійснення професійної діяльності на РЦП та забезпечення контролю за такою діяльністю;
- забезпечення рівних можливостей для доступу емітентів, інвесторів і посередників на ринок цінних паперів;	- заборона та зупинення на певний термін (до одного року) професійної діяльності на РЦП у разі відсутності ліцензії на цю діяльність та притягнення до відповідальності за здійснення такої діяльності;
- гарантування прав власності на цінні папери;	- реєстрація випусків (емісій) цінних паперів та інформації про випуск (емісію) цінних паперів;
- захисту прав учасників фондового ринку;	- контроль за дотриманням емітентами порядку реєстрації випуску цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів, умов продажу (розміщення)цінних паперів, передбачених такою інформацією;
- інтеграції в європейський та світов□й фондові ринки;	- створення системи захисту прав інвесторів і контролю за дотриманням цих прав емітентами цінних паперів та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів;
- дотримання учасниками ринку цінних паперів вимог актів законодавства;	- контроль за достовірністю інформації, що надається емітентами та особами, якіздійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, контролюючим органам;
- запобігання монополізації та створення умов розвитку добросовісної конкуренції на ринку цінних паперів;	- встановлення правил і стандартів здійснення операцій на ринку цінних паперів та контролю за їх дотриманням;
- контролю за прозорістю та відкритістю ринку цінних паперів.	- пруденційний нагляд за професійними учасниками фондового ринку;
	- контроль за системами ціноутворення на ринку цінних паперів;
	- контроль за діяльністю осіб, які обслуговують випуск та обіг цінних паперів;
	- проведення інших заходів щодо державного регулювання і контролю за випуском та обігом цінних паперів.

Рис. Г.1. Мета та форми реалізації державного регулювання РЦП України

Джерело: побудовано на основі [206].

ПРИНЦИПИ РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ IOSCO



1. повноваження регулятора повинні бути зрозумілими та конкретно визначеними; 2. регулятор повинен бути операційно незалежним та підзвітним у прийнятті рішень, здійсненні своїх функцій та повноважень; 3. регулятор повинен мати відповідні повноваження, належні ресурси та здатність виконувати свої функції та покладені обов'язки; 4. регулятор повинен забезпечувати чіткий та послідовний процес регулювання; 5. співробітники регулятора повинні відповідати найвищим професійним стандартам, включаючи відповідні стандарти конфіденційності. 6. регулятор повиннен здійснювати або робити внесок до процесу моніторингу, мінімізації та управління системними ризиками, які входять до його компетенції. 7. регулятор повиннен постійно здійснювати або робити внесок до процесу перегляду обсягу (периметру) регулювання. 8. регулятор повинен намагатись забезпечити уникнення, усунення, розкриття або управління іншим чином конфліктів інтересів та розбіжностей намірів.
9. Якщо в регуляторній системі використовуються саморегулівні організації (СРО), які здійснюють окремі прямі повноваження з нагляду у їх відповідній сфері компетенції, такі СРО повинні підлягати нагляду регулятора та відповідати стандартам справедливості та конфіденційності при виконанні делегованих ним обов'язків.
10. Регулятор повинен мати всеохоплюючі повноваження щодо проведення перевірок, розслідувань та нагляду за ринком. 11. Регулятор повинен мати всеохоплюючі повноваження щодо правозастосування. 12. Регуляторна система повинна забезпечувати ефективне та надійне використання повноважень з перевірок, розслідувань, нагляду та правозастосування та застосування ефективних програм з дотримання законодавства.
13. Регулятор повинен мати повноваження отримувати як відкриту, так і неоприлюднену інформацію стосовно діяльності національних та іноземних партнерів. 14. Регулятори повинні встановлювати механізми обміну інформацією, в яких вони встановлюватимуть, коли та як вони обмінюватимуться оприлюдненою та неоприлюдненою інформацією з національними та іноземними партнерами. 15. Регуляторна система повинна дозволяти надання допомоги іноземним регуляторам, які потребують її при виконанні своїх функцій та обов'язків.
16. Необхідно забезпечити повне, достовірне та своєчасне розкриття інформації про фінансові результати, ризики та іншої інформації, яка є суттєвою для прийняття рішень інвесторами. 17. Ставлення до власників цінних паперів компанії повинно бути справедливим та рівноправним. 18. Стандарти бухгалтерського обліку, які використовуються емітентами для підготовки фінансових звітів, повинні бути високими та якісно відповідати міжнародним стандартам.
19. Аудитори повинні підлягати відповідним рівням нагляду. 20. Аудитори повинні бути незалежними від осіб, які здійснюють емісію, та аудит яких вони проводять. 21. Стандарти аудиту повинні бути високими та якісно відповідати міжнародним стандартам. 22. Кредитні рейтингові агентства повинні підлягати відповідним рівням нагляду. Регуляторна система повинна забезпечувати реєстрацію та поточний нагляд за рейтинговими агентствами, рейтинги яких використовуються в регуляторних цілях. 23. Інші особи, які пропонують інвесторам аналітичні послуги або послуги з оцінки повинні підлягати нагляду та регулюванню відповідно до впливу, який їх діяльність має на ринок, або рівню, відповідно до якого регуляторна система покладається на них.

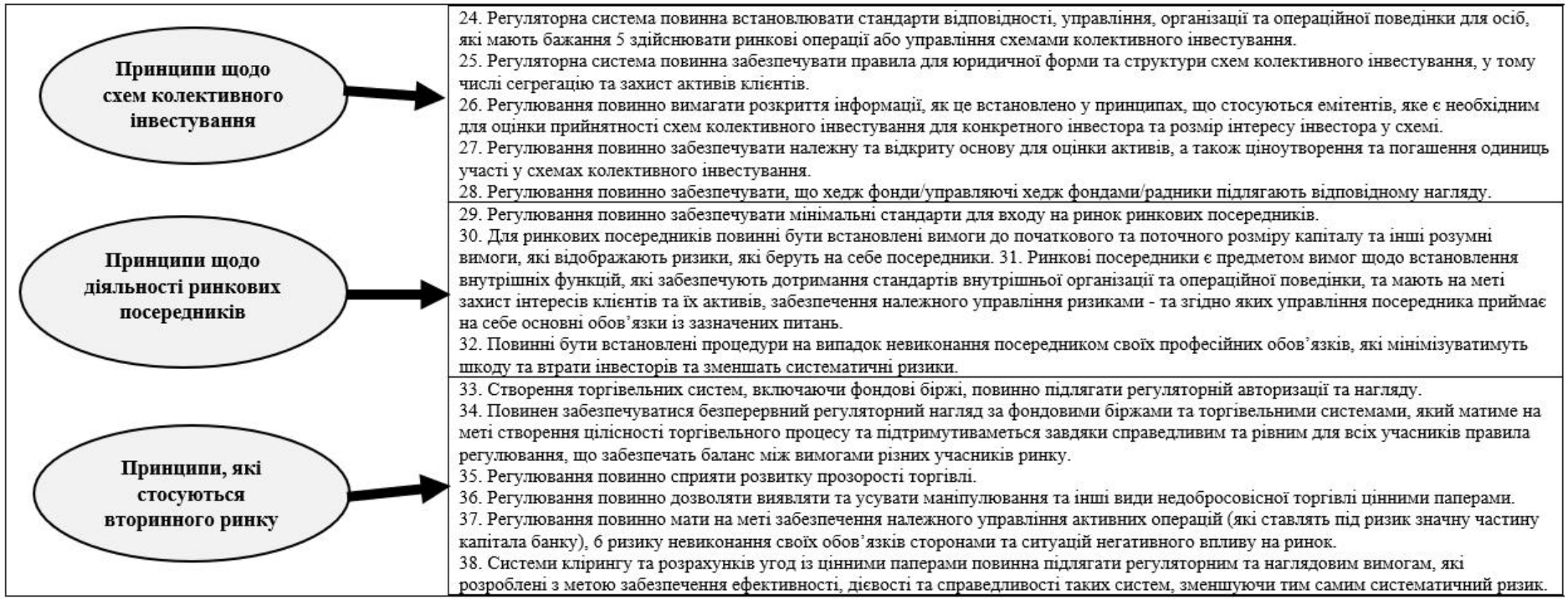


Рис. Г.2. Принципи регулювання ринку цінних паперів IOSCO

Джерело: побудовано на основі [181].

Таблиця Г.2

Макро- і мікрорегулювання у сфері інвестиційної діяльності на РЦП

Макрорівень	Мікрорівень
Обмеження та ліміти інвестиційних вкладень, розміщення фінасових активів	Методики оцінки кредитного рейтингу емітента і внутрішні моделі оцінювання ризиків
Державне страхування (гарантування) інвестицій на РЦП	Стратегії щодо зниження ризиків (ринкового, кредитного, операційного та ін.) за допомогою диверсифікації, лімітування, гарантування, хеджування, внутрішнього контролю тощо
Відповідальність учасників РЦП, зокрема інстиційних інвесторів, за їх зобов'язаннями	Корпоративний контроль з боку інвестиційного менеджменту
Обмеження щодо входження в РЦП, злиття і поглинання, розширення	Документарне оформлення статуту, правил і процедур діяльності, затвердження інвестиційних декларацій, опис регламенту встановлення нормативів, лімітів, а також виключень, поточна управлінська звітність
Обмеження на граничні розміри комісійних і відсоткових ставок	Укладання генеральних угод з ключовими контрагентами за стандартними умовами здійснення трансакцій, а саме рівнями авторизації, що ухвалені та підписані уповноваженими особами, правилами розрахунків за операціями, реквізитами, наданням забезпечення тощо
Найменший розмір капіталу для учасників РЦП, що тільки з'являються; вимоги до складу і нормативів достатності капіталу	Створення автономних підрозділів з менеджменту інвестиційними ризиками; проведення незалежних внутрішніх ревізій, що покращить додержання відповідних процедур і правил через контролінг інвестиційних операцій
Пруденційний нагляд за дотриманням нормативів, верифікація моделі оцінювання інвестиційних ризиків; правила і процедури позбавлення ліцензії на провадження професійної діяльності на РЦП	Організація бек-офісів, що володіють технологіями, інструментами та системами оброблення інформації за інвестиційними операціями
Вимоги щодо опублікування інформації на вебсайтах, зокрема про поточний фінансовий стан і ризики	Щоденне відстежування індивідуальних та портфельних позицій у розрізі інвестиційного інструментарію, інших контрагентів, інвестиційних ризиків тощо
Кількісні оцінки інвестиційних ризиків, методики їх розрахунку	Чітке розмежування функцій між структурними підрозділами учасника РЦП
Стандарти діяльності служб внутрішнього контролю й управління інвестиційними ризиками, що рекомендовані органами регулювання та нагляду	Використання прийнятних моделей та інших методів для визначення поточної вартості інвестиційних інструментів

Джерело: складено автором.

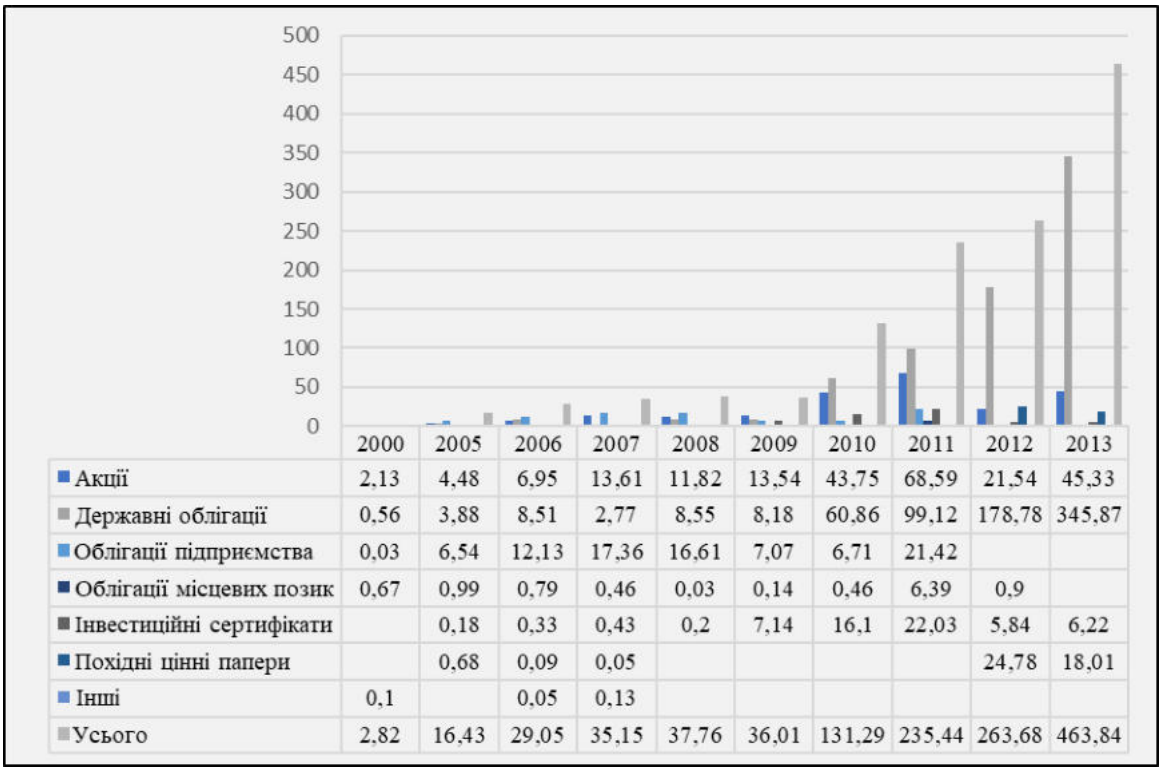
Додаток Д

Таблиця Д.1

Обсяги торгів на організаторах торгівлі у 1996–1999 рр., млн грн

Організатор торгівлі	1996	1997	1998	1999
Донецька фондова біржа	0,172	2,150	22,782	40,469
Київська міжнародна фондова біржа	0,090	4,709	27,785	84,612
ПФТС	3,124	350,543	338,541	988,439
Південно-українська ТІС	–	–	–	1,087
Придніпровська фондова біржа	–	–	–	24,140
Українська міжбанківська валютна біржа	13,189	381,441	76,807	432,581
Українська фондова біржа	31,610	23,109	50,135	313,422
Кримська фондова біржа	–	–	–	–
Український центр сертифікатних аукціонів	–	–	6,873	11,123
Усього	**48,185**	**761,952**	**522,920**	**1 896,093**

Джерело: побудовано на основі [126, с. 474].



	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Акції	2,13	4,48	6,95	13,61	11,82	13,54	43,75	68,59	21,54	45,33
Державні облігації	0,56	3,88	8,51	2,77	8,55	8,18	60,86	99,12	178,78	345,87
Облігації підприємства	0,03	6,54	12,13	17,36	16,61	7,07	6,71	21,42		
Облігації місцевих позик	0,67	0,99	0,79	0,46	0,03	0,14	0,46	6,39	0,9	
Інвестиційні сертифікати		0,18	0,33	0,43	0,2	7,14	16,1	22,03	5,84	6,22
Похідні цінні папери		0,68	0,09	0,05					24,78	18,01
Інші	0,1		0,05	0,13						
Усього	2,82	16,43	29,05	35,15	37,76	36,01	131,29	235,44	263,68	463,84

Рис. Д.1. Обсяги торгів ЦП на біржовому ринку в Україні у 2000–2013 рр., млрд грн

Джерело: побудовано на основі [126, с. 474].

Додаток Е

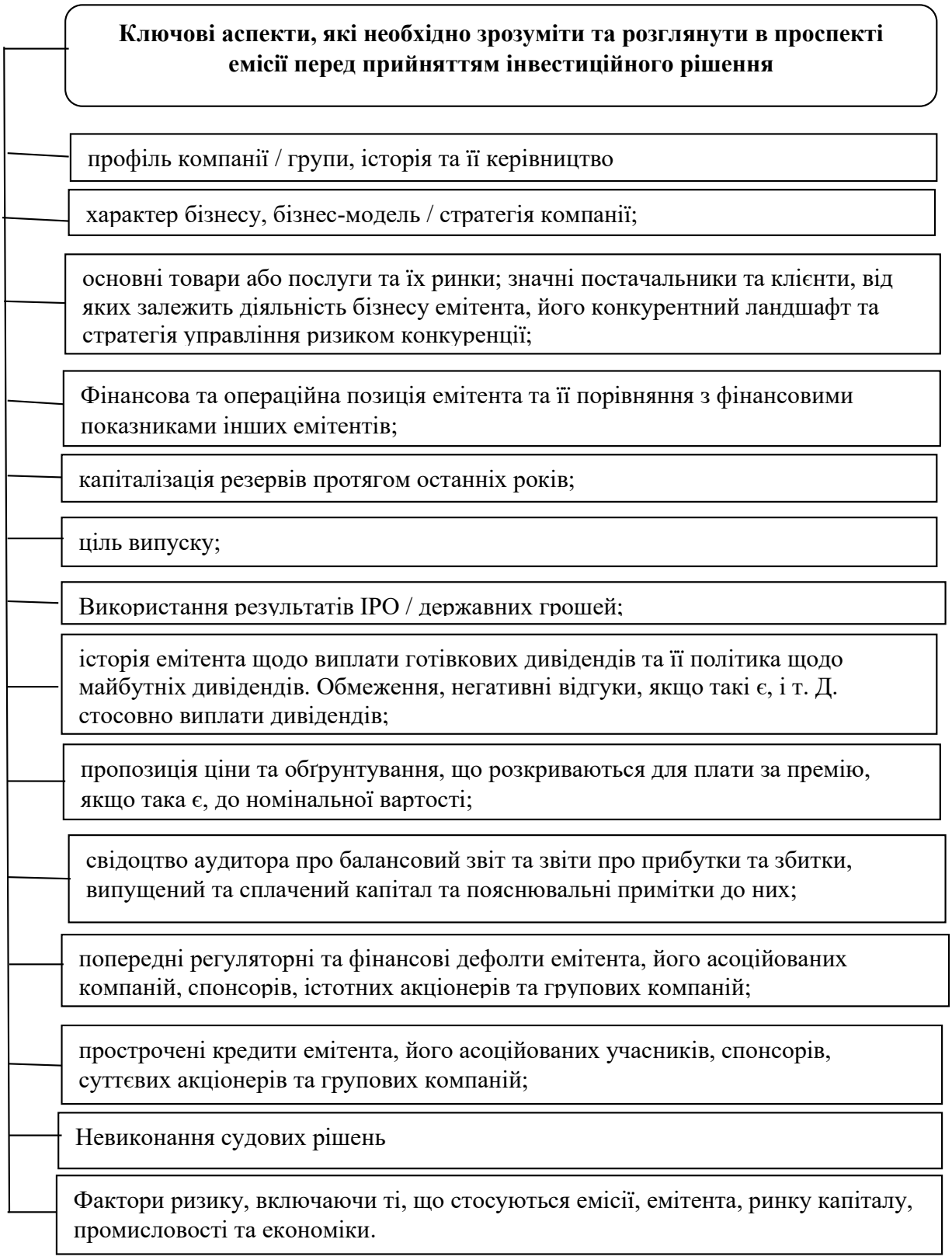


Рис. Е.1. Основні аспекти проспекту емісії, що впливають на інвестиційні рішення у процесі IPO

Джерело: побудовано автором.

Додаток Ж

Таблиця Ж.1

Динаміка обсягу, кількості випусків ЦП, зареєстрованих НКЦПФР, та їх структура у 2015–2019 рр.

Показники	Роки													
	2015	2016			2017			2018			2019			
	Значення	Значення	Зміни до попереднього року (+, –)		Значення	Зміни до попереднього року (+, –)		Значення	Зміни до попереднього року (+, –)		Значення	Зміни до попереднього року (+, –)		
			Приріст (спад) в абсолютній величині	Темп приросту (спаду) загальних обсягів торгів, %		Приріст (спад) в абсолютній величині	Темп приросту (спаду) загальних обсягів торгів, %		Приріст (спад) в абсолютній величині	Темп приросту (спаду) загальних обсягів торгів, %		Приріст (спад) в абсолютній величині	Темп приросту (спаду) загальних обсягів торгів, %
Кількість випусків ЦП, шт.	20 677	19 904	–773	–3,74	11 115	–8 789	–44,16	1303	–9812	–88,28	970	–333	–25,56
Обсяг зареєстрованих НКЦПФР випусків ЦП, млрд грн	148,51	221,17	+72,66	+48,93	353,68	+132,51	+59,91	60,34	-293,34	–82,94	112,68	+52,34	+86,74
Структура обсягу зареєстрованих випусків цінних паперів:	100%	100%	0	0	100%	0	0	100%	0	0	100%	0	0,00
інші цінні папери	0,0001%	0,09%	+0,000899	+89900,0%	0,01%	–0,0008	–88,89	0,09%	0,0008	+800,0	0%	–0,0009	–100,0
акції КІФ	7,69%	2,49%	–0,052	–67,62	2,36%	–0,0013	–5,22	25,62%	0,2326	+985,59	9,95%	–0,1567	–61,16%
інвестиційні сертифікати ПІФ	7,12%	2,43%	–0,0469	–65,87	3,88%	+0,0145	+59,67	9,84%	+0,0596	+153,61	11,49%	+0,0165	+16,77
облігації підприємств	2,83%	4,85%	+0,0202	+71,38	1,77%	–0,0308	–63,51	27,52%	+0,2575	+1454,80	22,18%	–0,0534	–19,40
акції	82,36%	90,14%	+0,0778	+9,45	91,97%	+0,0183	+2,03	36,92%	–0,5505	–59,86	56,39%	+0,1947	+52,74

Джерело: складено на основі [224].

Таблиця Ж.2

Обсяг та кількість випусків акцій, зареєстрованих НКЦПФР упродовж січня-грудня 2015–2019 рр.

Період	Роки									
	2015		2016		2017		2018		2019	
	Обсяг випуску акцій, млн грн	Кількість випусків, шт.	Обсяг випуску акцій, млн грн	Кіль-кість випусків, шт.	Обсяг випуску акцій, млн грн	Кількість випусків, шт.	Обсяг випуску акцій, млн грн	Кількість випусків, шт.	Обсяг випуску акцій, млн грн	Кількість випусків, шт.
Січень	1 572,23	Не наведено інформації НКЦПФР	9 946,80	8	2 293,03	14	290,75	11	471,30	7
Лютий	8 689,84		686,85	8	6 651,51	10	211,64	6	210,00	3
Березень	3 095,74		18 263,68	8	10 303,78	5	20,00	1	21,85	2
Квітень	832,89		5 325,36	22	7 136,69	8	107,64	4	54,29	2
Травень	14 773,38		1 136,57	5	1 076,33	11	3 163,19	8	1 003,52	6
Червень	8 573,80		6 975,87	16	16 204,89	20	8 521,26	18	1 315,56	12
Липень	1 020,80		464,03	14	23 592,56	14	1 076,92	14	1 899,83	9
Серпень	14 665,95		24,80	5	1 706,13	8	120,92	5	37 791,63	8
Вересень	1 189,29		10 843,20	12	230 316,59	8	360,13	3	1 290,60	7
Жовтень	3 774,21		590,45	6	74,03	3	3 143,94	6	18 437,95	11
Листопад	6 288,02		2 080,03	11	3 449,27	11	476,28	6	200,31	6
Грудень	64 078,65		153 024,31	13	22 153,30	6	4 771,30	11	842,54	5
Разом за рік	128 554,79	158	209 361,94	128	324 844,24	118	22 263,97	93	63 539,38	78
Усього за період 2015–2019 рр.			748564,32	575						

Джерело: складено на основі [174].

Таблиця Ж.3

Динаміка обсягів і кількості випусків акцій зареєстрованих НКЦПФР у 2015-2019 роках

Роки	Обсяг випуску акцій, млн грн	Зміни до попереднього року (+, –)		Зміни 2019 р. до 2015 р. (+, –)		Кіль-кість випусків, шт.	Зміни до попереднього року (+, –)		Зміни 2019 р. до 2015 р. (+, –)	
		Приріст (спад) в абсолютній величині	Темп приросту (спаду) загальних обсягів торгів, %	Приріст (спад) в абсолютній величині	Темп приросту (спаду) загальних обсягів торгів, %		Приріст (спад) в абсолютній величині	Темп приросту (спаду) загальних обсягів торгів, %	Приріст (спад) в абсолютній величині	Темп приросту (спаду) загальних обсягів торгів, %
2015	128 554,79	х	х	х	х	158	х	х	х	х
2016	209 361,94	+80 807,15	+62,86	х	х	128	–30	–18,99	х	х
2017	324 844,24	+115 482,3	+55,16	х	х	118	–10	–7,81	х	х
2018	222 63,97	–302 580	–93,15	х	х	93	–25	–21,19	х	х
2019	63 539,38	+41 275,41	+185,39	–65 015,4	–50,57	78	–15	–16,13	–80	–50,63

Джерело: складено на основі [174].

Таблиця Ж.4

Обсяг та кількість випусків облігацій підприємств, зареєстрованих НКЦПФР упродовж січня-грудня 2015–2019 рр.

Період	Роки									
	2015		2016		2017		2018		2019	
	Обсяг випуску облігацій підприємств, млн грн	Кількість випусків, шт.	Обсяг випуску облігацій підприємств, млн грн	Кількість випусків, шт.	Обсяг випуску облігацій підприємств, млн грн	Кількість випусків, шт.	Обсяг випуску облігацій підприємств, млн грн	Кількість випусків, шт.	Обсяг випуску облігацій підприємств, млн грн	Кількість випусків, шт.
Січень	782,00	6	620,68	7	219,52	3	954,70	11	517,09	3
Лютий	934,68	18	1 069,29	31	70,00	1	555,66	7	1 194,58	12
Березень	690,00	3	268,80	4	50,00	2	0,00	0	0	0
Квітень	294,84	11	416,98	14	420,29	6	378,15	3	250,0	3
Травень	114,00	5	1 684,50	9	207,55	7	1 222,91	19	798,84	9
Червень	1 472,89	12	368,11	4	1 484,46	8	368,00	13	75,0	2
Липень	2 314,53	27	342,97	19	678,29	25	0,00	0	3 500,0	1
Серпень	680,94	14	1 265,46	8	1 371,77	17	7 363,54	27	1 018,62	7
Вересень	4 184,79	11	223,83	11	1 191,00	12	480,00	4	334,12	11
Жовтень	838,75	17	64,62	2	690,00	7	130,00	2	1 215,49	16
Листопад	253,33	15	235,24	8	1 056,86	11	626,55	15	1 052,34	22
Грудень	–134,20	16	200,00	1	910,57	15	3 379,03	9	1 250,0	2
Разом за рік	12 426,54	155	6760,49	118	8 350,30	114	15458,53	110	11 206,09	88
Усього за період 2015–2019 рр.			54201,95	585						

Джерело: складено на основі [174].

Таблиця Ж.5

Динаміка обсягів та кількості випусків облігацій підприємств, зареєстрованих НКЦПФР у 2015–2019 рр.

Роки	Обсяг випуску облігацій підприємств, млн грн	Зміни до попереднього року (+, –)		Зміни 2019 р. до 2015 р. (+, –)		Кількість випусків, шт.	Зміни до попереднього року (+, –)		Зміни 2019 р. до 2015 р. (+, –)	
		Приріст (спад) в абсолютній величині	Темп приросту (спаду) загальних обсягів торгів, %	Приріст (спад) в абсолютній величині	Темп приросту (спаду) загальних обсягів торгів, %		Приріст (спад) в абсолютній величині	Темп приросту (спаду) загальних обсягів торгів, %	Приріст (спад) в абсолютній величині	Темп приросту (спаду) загальних обсягів торгів, %
2015	12 426,5	х	х	х	х	155	х	х	х	х
2016	6 760,49	–5 666,05	-45,60	х	х	118	–37	–23,87	х	х
2017	8 350,3	+1 589,81	+23,52	х	х	114	–4	–3,39	х	х
2018	15 458,5	+7 108,23	+85,13	х	х	110	–4	–3,51	х	х
2019	11 206,1	–4 252,44	–27,51	–1 220,45	–9,82	88	–22	–20,00	–67	–43,23

Джерело: складено на основі [174].

Таблиця Ж.6

Динаміка обсягів і кількості випусків акцій КІФ та інвестиційних сертифікатів, зареєстрованих НКЦПФР у 2015–2019 рр.

Роки	Обсяг випуску, млрд грн	Зміни до попереднього року (+, –)		Зміни 2019 р. до 2015 р. (+, –)	
		Приріст (спад) в абсолютній величині	Темп приросту (спаду) загальних обсягів торгів, %	Приріст (спад) в абсолютній величині	Темп приросту (спаду) загальних обсягів торгів, %
Акції КІФ					
2015	4,21	х	х	х	х
2016	10,72	+6,51	+154,63	х	х
2017	13,71	+2,99	+27,89	х	х
2018	16,6	+2,89	+21,08	х	х
2019	25,0	+8,4	+50,60	+20,79	+493,82
Інвестиційні сертифікати					
2015	10,58	х	х	х	х
2016	5,37	-5,21	-49,24	х	х
2017	6,26	+0,89	+16,57	х	х
2018	5,94	–0,32	–5,11	х	х
2019	12,95	+7,01	+118,01	+2,37	+22,40

Джерело: складено на основі [174].

Додаток И

Таблиця И.1

ТОП-10 емітентів, які зареєстрували найбільші випуски акцій на кінець 2015–2019 років

Емітент		31.12.2015		31.12.2016		31.12.2017		31.12.2018		31.12.2019	
	№ в ТОП-10	Обсяг емісії, млрд грн	Частка у загальному обсязі емісій	№ в ТОП-10	Обсяг емісії, млрд грн	№ в ТОП-10	Обсяг емісії, млрд грн	№ в ТОП-9	Обсяг емісії, млрд грн	№ в ТОП-10	Обсяг емісії, млрд грн	Частка у загальному обсязі емісій
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
ПАТ Національна акціонерна компанія «Нафтогаз України»	1	29,7	24,28%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
АТ «Акціонерний комерційний промислово-інвестиційний банк»	2	26,38	21,57%	10	1,61	0,81%	4	10,3	3,17%	x	x	x	x	x	x
АТ «ВТБ Банк»	3	18,7	15,29%	3	8,9	4,46%	8	2,59	0,80%	2	2,58	11,58%	x	x	x
АТ «Укрсоцбанк»	4	5,27	4,31%	4	8,81	4,42%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
АТ «Державний експортно-імпортний банк України»	5	5,0	4,09%	2	9,32	4,67%	5	7,72	2,38%	x	x	x	x	x	x
АТ «СБЕРБАНК»	6	4,78	3,91%	7	4,29	2,15%	x	x	x	1	11,6	52,07%	x	x	x
АТ «УКРСИББАНК»	7	4,47	3,65%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
АТ АБ «УКРГАЗБАНК»	8	3,84	3,14%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
АТ «ОТП Банк»	9	3,38	2,77%	x	x	x	x	x	x	x	x	x			
АТ «РАЙЗ-МАКСИМКО»	10	3,35	2,74%	x	x	x	x	x	x	x	x	x			
Усього за 2015 р. у ТОП-10	**x**	**104,87**	**85,75%**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**
АТ КБ «ПРИВАТБАНК»	x	x	x	1	146,28	73,35%	2	38,56	11,87%	x	x	x	x	x	x
АТ «ДЕРЖАВНИЙ ОЩАДНИЙ БАНК УКРАЇНИ»	x	x	x	5	4,96	2,49%	3	14,62	4,50%	x	x	x	x	x	x
АТ «АЛЬФА-БАНК»	x	x	x	6	4,78	2,40%	x	x	x	x	x	x	2	16,55	26,04%
ПрАТ «А/Т ТЮТЮНОВА КОМПАНІЯ «В.А.Т.-ПРИЛУКИ»	x	x	x	8	3,75	1,88%	7	5,09	1,57%	x	x	x	x	x	x
ПАТ «БМ БАНК»	x	x	x	9	1,65	0,83%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Усього за 2016 р. у ТОП-10	**x**	**x**	**x**	**x**	**194,35**	**97,46%**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**

Продовження табл. И.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
ПАТ УКРАЇНСЬКА ЗАЛІЗНИЦЯ	х	х	х	х	х	х	1	229,88	70,77%	х	х	х	х	х	х
ПАТ УКРПОШТА	х	х	х	х	х	х	6	6,52	2,01%	х	х	х	х	х	х
ПАТ Об'єднана гірничо-хімічна компанія	х	х	х	х	х	х	9	1,94	0,60%	х	х	х	х	х	х
ПАТ БАНК КРЕДИТ ДНІПРО	х	х	х	х	х	х	10	1,2	0,37%	4	1,17	5,27%			
Усього за 2017 р. у ТОП-10	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**318,42**	**98,04%**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**
ПАТ «НАЦІОНАЛЬНА СУСПІЛЬНА ТЕЛЕРАДІОКОМПАНІЯ УКРАЇНИ»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	3	2,54	11,42%	х	х	х
АТ «БАНК ФОРВАРД»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	5	0,66	2,98%	х	х	х
ПАТ БАНК ВОСТОК»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	6	0,52	2,35%	4	0,64	1,01%
АТ «ТАСКОМБАНК»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	7	0,42	1,89%	х	х	х
ПРАТ «ЧУМАК»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	8	0,35	1,57%	х	х	х
АТ «ПРОКРЕДИТ БАНК»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	9	0,35	1,57%	10	0,35	0,55%
Усього за 2018 р. у ТОП-10	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**20,19**	**90,70%**	**х**	**х**	**х**
ПрАТ УКРЕНЕРГО	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	1	37,16	58,48%
ПрАТ Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	3	1,19	1,87%
АТ Акцент-банк	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	5	0,5	0,79%
АТ Східно-Український Банк «Грант»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	6	0,46	0,73%
ПрАТ Л-Капітал	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	7	0,39	0,62%
ПрАТ ЗАВОД ЕТАЛОКОНСТРУКЦІЙ УКРСТАЛЬ ДНІПРО	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	8	0,37	0,57%
АТ Вест файненс енд кредит банк	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	9	0,36	0,57%
Усього за 2019 р. у ТОП-10	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**57,51**	**90,50%**

Джерело: складено на основі [174].

Таблиця И.2

ТОП-10 емітентів, які зареєстрували найбільші випуски облігацій на кінець 2015–2019 років

Емітент	31.12.2015		31.12.2016		31.12.2017		31.12.2018			31.12.2019		
	№ в ТОП-10	Обсяг емісії, млн грн	Частка у загальному обсязі емісій	№ в ТОП-10	Обсяг емісії, млн грн	Частка у загальному обсязі емісій	№ в ТОП-10	Обсяг емісії, млн грн	Частка у загальному обсязі емісій	№ в ТОП-10	Обсяг емісії, млн грн	Частка у загальному обсязі емісій
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
ТОВ «ДТЕК ДОБРОПІЛЛЯ-ВУГІЛЛЯ»	1	2100,0	18,39%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ПрАТ «ГАЗТЕК»	2	1710,0	14,97%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця»	3	1000,0	8,76%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ТОВ «ТЕРИТОРІАЛЬНЕ МІЖГОСПОДАРЧЕ ОБ'ЄДНАННЯ «ЛІКО-ХОЛДІНГ»	4	700,0	6,13%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ТОВ «ТРЦ ЛАВИНА»	5	600,0	5,25%	2	640,0	11,6				x	x	x	x	x	x
ТОВ «Будспецсервіс»	6	560,94	4,91%	x	x	x	1	1130,12	13,53%				x	x	x
ТОВ «Фірма «Інтергал»	7	530,0	4,64%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ПАТ «ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1»	8	481,79	4,22%	6	352,51	6,39	6	559,32	6,70%	x	x	x	x	x	x
ТОВ «Фармацевтична компанія «ЗДОРОВ'Я»	9	400,0	3,50%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ТОВ «ФІРМА ДІБРОВА»	10	286,0	2,50%	x	x	x	x	x	x	x	x	x			
Усього за 2015 р. у ТОП-10	**x**	**8368,73**	**73,27%**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**
ТОВ «МАКСИМУМ»	x	x	x	1	980,0	17,77	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ТОВ «ВІНД ПАУЕР»	x	x	x	3	450,0	8,16	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ПрАТ «ПОЗНЯКИ-ЖИЛ-БУД»	x	x	x	4	377,21	6,84	10	347,15	4,16%	x	x	x			
ТОВ «ЕКСПЛУАТАЦІЙНА КОМПАНІЯ «СЕРВІС»	x	x	x	5	368,21	6,68	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ПрАТ «НЕО ВІТА»	x	x	x	7	335,98	6,09	5	575,19	6,89%	5	237,9	1,54%	x	x	x
ТОВ «СК-АГРО»	x	x	x	8	250,0	4,53	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ТОВ «ІПОТЕЧНА КОМПАНІЯ «АРКАДА-ФОНД»	x	x	x	9	200,0	3,63	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ТОВ «ЕКОСПАН»	x	x	x	10	200,0	3,63	x	x	x	x	x	x			
Усього за 2016 р. у ТОП-10	**x**	**x**	**x**		**4153,91**	**75,32**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**

Продовження табл. И.2

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
ПАТ Альфа-Банк	х	х	х	х	х	х	2	1100,0	13,17%	х	х	х	х	х	х
ПАТ ОТП Банк	х	х	х	х	х	х	3	800,0	9,58%	х	х	х	х	х	х
ПАТ УКРПОШТА	х	х	х	х	х	х	4	600,0	7,19%	х	х	х	х	х	х
ПАТ КРЕДОБАНК	х	х	х	х	х	х	7	500,0	5,99%	х	х	х	х	х	х
ПАТ Енергопостачальна компанія «Одесаобленерго»	х	х	х	х	х	х	8	500,0	5,99%	х	х	х	х	х	х
ТОВ Сервіс-техобуд	х	х	х	х	х	х	9	474,9	5,69%	х	х	х	х	х	х
Усього за 2017 р. у ТОП-10	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**6586,68**	**78,89%**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**
ТОВ «СОЛАР-ФАРМ-1»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	1	3000,0	19,41%	х	х	х
ТОВ «ПРИМОРСЬКА ВІТРОЕЛЕКТРОСТАНЦІЯ»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	2	2560,0	16,56%	х	х	х
ПРАТ «МАНДАРИН ПЛАЗА»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	3	1650,0	10,67%	х	х	х
ТОВ «ТРЦ ЛАВИНА»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	4	961,7	6,22%	х	х	х
Усього за 2018 р. у ТОП-10	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**8409,6**	**54,40%**	**х**	**х**	**х**
ТОВ СІЛЬПО-ФУД	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	1	3500,0	31,23%
Державна іпотечна установа	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	2	1200,0	10,71%
АТ ДТЕК ДНІПРОВСЬКІ ЕЛЕКТРОМЕРЕЖІ	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	3	615,0	5,49%
ТОВ ШАТО-ІНВЕСТ	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	4	311,04	2,78%
ТОВ ШАТО-ІНВЕСТ	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	5	307,69	2,75%
ТОВ НОВА ПОШТА	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	6	300,0	2,68%
ТДВ Житлобуд- 2	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	7	200,0	1,78%
ПрАТ АБС-УКР	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	8	167,09	1,49%
ТОВ ШАТО-ІНВЕСТ	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	9	165,16	1,47%
ТОВ ШАТО-ІНВЕСТ	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	10	150,45	1,34%
Усього за 2019 р. у ТОП-10	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**6916,43**	**61,72%**

Джерело: складено на основі [224].

Таблиця И.3

ТОП-10 випусків державних облігацій України, які користувалися попитом на біржовому ринку

Код цінного папера	31.12.2015			31.12.2016			31.12.2017			31.12.2018			31.12.2019		
	Кількість біржових контрактів, шт.	Обсяг виконаних біржових контрактів на організаторах торгівлі, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних біржових контрактів на організаторах торгівлі	Кількість біржових контрактів, шт.	Обсяг виконаних біржових контрактів на організаторах торгівлі, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних біржових контрактів на організаторах торгівлі	Кількість біржових контрактів, шт.	Обсяг виконаних біржових контрактів на організаторах торгівлі, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних біржових контрактів на організаторах торгівлі (%)	Кількість біржових контрактів, шт.	Обсяг виконаних біржових контрактів на організаторах торгівлі, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних біржових контрактів на організаторах торгівлі (%)	Кількість біржових контрактів, шт.	Обсяг виконаних біржових контрактів на організаторах торгівлі, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних біржових контрактів на організаторах торгівлі (%)
1	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**11**	**12**	**13**	**14**	**15**	**16**
UA4000188791	56	6863,99	2,71%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000189641	23	6097,49	2,41%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000166821	219	6086,53	2,40%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000189633	21	6048,04	2,39%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000188973	8	6004,55	2,37%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000189658	30	5893,90	2,33%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000189344	21	5854,43	2,31%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000190326	21	5614,09	2,22%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000160642	233	5552,77	2,19%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000050090	330	5224,41	2,06%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Усього за 2015 у ТОП-10	**962**	**59240,2**	**23,39%**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**
UA4000192611	x	x	x	1202	29840,16	14,20%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000194179	x	x	x	732	22376,11	10,65%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000193783	x	x	x	788	21921,70	10,43%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000192744	x	x	x	749	19654,68	9,36%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000185557	x	x	x	807	13354,71	6,36%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000194138	x	x	x	337	9866,32	4,70%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000185151	x	x	x	407	9108,22	4,34%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000180400	x	x	x	471	8867,76	4,22%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000192660	x	x	x	557	8 82,78	3,99%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000194161	x	x	x	314	6706,58	3,19%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Усього за 2016 у ТОП-10	**x**	**x**	**x**	**1516**	**36546,74**	**17,39%**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**

Продовження таблиці И.3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
UA4000194179	x	x	x	x	x	x	393	13887,34	7,33%	x	x	x	x	x	x
UA4000193783	x	x	x	x	x	x	470	9433,52	4,98%	x	x	x	x	x	x
UA4000196620	x	x	x	x	x	x	261	9140,41	4,82%	x	x	x	x	x	x
UA4000197040	x	x	x	x	x	x	641	8793,53	4,64%	x	x	x	x	x	x
UA4000180426	x	x	x	x	x	x	196	8454,14	4,46%	x	x	x	x	x	x
UA4000198469	x	x	x	x	x	x	869	8135,96	4,29%	x	x	x	x	x	x
UA4000195408	x	x	x	x	x	x	444	8047,86	4,25%	x	x	x	x	x	x
UA4000192611	x	x	x	x	x	x	336	7662,15	4,04%	x	x	x	x	x	x
UA4000196562	x	x	x	x	x	x	244	7395,48	3,90%	x	x	x	x	x	x
UA4000194658	x	x	x	x	x	x	591	6840,35	3,61%	x	x	x	x	x	x
Усього за 2017 у ТОП 10	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**4445**	**87790,74**	**46,32%**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**
Не подано дані НКЦПФР	x	x	x	x	x	x	x	x	x	Не подано дані НКЦПФР	60497,42	23,19%	x	x	x
	x	x	x	x	x	x	x	x	x		40013,24	15,34%	x	x	x
	x	x	x	x	x	x	x	x	x		37585,13	14,41%	x	x	x
	x	x	x	x	x	x	x	x	x		36237,30	13,89%	x	x	x
	x	x	x	x	x	x	x	x	x		34291,22	13,15%	x	x	x
	x	x	x	x	x	x	x	x	x		26831,79	10,29%	x	x	x
	x	x	x	x	x	x	x	x	x		25463,86	9,76%	x	x	x
	x	x	x	x	x	x	x	x	x		25258,40	9,68%	x	x	x
	x	x	x	x	x	x	x	x	x		24145,31	9,26%	x	x	x
	x	x	x	x	x	x	x	x	x		23838,65	9,14%	x	x	x
Усього за 2018 у ТОП 10	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**334162,32**	**71,89%**	**x**	**x**	**x**
Не подано дані НКЦПФР	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	Дані відсутні	98002,06	16,07%
	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		68129,10	11,17%
	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		63788,66	10,46%
	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		55000,01	9,02%
	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		40065,16	6,57%
	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		38246,35	6,27%
	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		30939,28	5,07%
	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		24110,10	3,95%
	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		20492,63	3,36%
	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		16036,11	2,63%
Усього за 2019 у ТОП 10	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**454809,46**	**74,57%**

Продовження таблиці И.3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Не подано дані НКЦПФР	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	Не подано дані НКЦПФР	98 002,06	16,07%
	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		68129,10	11,17%
	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		63788,66	10,46%
	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		55000,01	9,02%
	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		40065,16	6,57%
	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		38246,35	6,27%
	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		30939,28	5,07%
	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		24110,10	3,95%
	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		20492,63	3,36%
	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		16036,11	2,63%
Усього за 2019 у ТОП-10	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**454809,46**	**74,57%**

Джерело: складено на основі [224].

Таблиця И.4

ТОП-10 випусків державних облігацій України, які користувалися найбільшим попитом на позабіржовому ринку (за обсягом виконаних договорів) наприкінці 2015–2019 років

Код цінного папера	31.12.2015		31.12.2016		31.12.2017		31.12.2018		31.12.2019	
	Обсяг виконаних біржових договорів на позабіржовому ринку, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних біржових договорів на позабіржовому ринку	Обсяг виконаних біржових договорів на позабіржовому ринку, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних біржових договорів на позабіржовому ринку	Обсяг виконаних біржових договорів на позабіржовому ринку, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних біржових договорів на позабіржовому ринку	Обсяг виконаних біржових договорів на позабіржовому ринку, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних біржових договорів на позабіржовому ринку	Обсяг виконаних біржових договорів на позабіржовому ринку, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних біржових договорів на позабіржовому ринку
1	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**11**
UA4000188791	5 273,78	15,87%	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000188940	4 394,22	13,23%	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000190490	4 180,58	12,58%	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000189294	3 690,93	11,11%	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000190292	2 996,91	9,02%	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000189013	2 784,06	8,38%	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000166821	2 146,45	6,46%	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000141071	1 934,30	5,82%	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000142699	1 248,00	3,76%	x	x	x	x	x	x	x	x
UA4000167837	1 161,11	3,49%	x	x	x	x	x	x	x	x
Усього за 2015 р. у ТОП-10	**29 810,34**	**89,72%**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**
UA4000193783	x	x	15 289,86	11,82%	x	x	x	x	x	x
UA4000192611	x	x	10 673,94	8,25%	x	x	x	x	x	x
UA4000192744	x	x	10 049,17	7,77%	x	x	x	x	x	x
UA4000195036	x	x	73 32,08	5,67%	x	x	x	x	x	x
UA4000194179	x	x	5 676,82	4,39%	x	x	x	x	x	x
UA4000195507	x	x	5 000,0	3,86%	x	x	x	x	x	x
UA4000196265	x	x	4 000,0	3,09%	x	x	x	x	x	x
UA4000196257	x	x	4 000,0	3,09%	x	x	x	x	x	x
UA4000196240	x	x	4 000,0	3,09%	x	x	x	x	x	x
UA4000196232	x	x	4 000,0	3,09%	x	x	x	x	x	x
Усього за 2016 р. у ТОП-10	**x**	**x**	**26 676,82**	**20,61%**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**

Продовження табл. И.4

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
UA4000199764	x	x	x	x	9 878,05	14,83%	x	x	x	x
UA4000198469	x	x	x	x	8 581,48	12,89%	x	x	x	x
UA4000197040	x	x	x	x	3 475,55	5,22%	x	x	x	x
UA4000199608	x	x	x	x	2 677,64	4,02%	x	x	x	x
UA4000199665	x	x	x	x	2 630,49	3,95%	x	x	x	x
UA4000199491	x	x	x	x	2 389,01	3,59%	x	x	x	x
UA4000199541	x	x	x	x	1 983,83	2,98%	x	x	x	x
UA4000199558	x	x	x	x	1 982,37	2,98%	x	x	x	x
UA4000199566	x	x	x	x	1 980,93	2,97%	x	x	x	x
UA4000199574	x	x	x	x	1 979,47	2,97%	x	x	x	x
Усього за 2017 р. у ТОП-10	**x**	**x**	**x**	**x**	**37 558,82**	**56,40%**	**x**	**x**	**x**	**x**
Не подано дані НКЦПФР	x	x	x	x	x	x	12 470,44	3,78%	x	x
	x	x	x	x	x	x	7 892,48	2,39%	x	x
	x	x	x	x	x	x	7 193,81	2,18%	x	x
	x	x	x	x	x	x	6 405,70	1,94%	x	x
	x	x	x	x	x	x	3 052,44	0,93%	x	x
	x	x	x	x	x	x	2 785,33	0,84%	x	x
	x	x	x	x	x	x	2 101,84	0,64%	x	x
	x	x	x	x	x	x	1 544,15	0,47%	x	x
	x	x	x	x	x	x	1 525,95	0,46%	x	x
	x	x	x	x	x	x	1 432,33	0,43%	x	x
Усього за 2018 р. у ТОП-10	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**46 404,47**	**14,06%**	**x**	**x**
Не подано дані НКЦПФР	x	x	x	x	x	x	x	x	10 8296,0	22,89%
	x	x	x	x	x	x	x	x	42 561,55	8,99%
	x	x	x	x	x	x	x	x	42 087,20	8,89%
	x	x	x	x	x	x	x	x	33 332,59	7,04%
	x	x	x	x	x	x	x	x	27 502,49	5,81%
	x	x	x	x	x	x	x	x	25 641,61	5,42%
	x	x	x	x	x	x	x	x	12 962,1	2,74%
	x	x	x	x	x	x	x	x	12 042,72	2,54%
	x	x	x	x	x	x	x	x	7 247,24	1,53%
	x	x	x	x	x	x	x	x	5 619,26	1,19%
Усього за 2019 р. у ТОП-10	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**317 292,76**	**67,04%**

Джерело: складено на основі [224].

Таблиця И.5

ТОП-10 емітентів облігацій підприємств, які користувалися найбільшим попитом на біржовому ринку (за обсягом виконаних біржових контрактів) наприкінці 2015–2019 років

Найменування емітента	31.12.2015			31.12.2016			31.12.2017			31.12.2018			31.12.2019		
	Кількість біржових контрактів, шт.	Обсяг виконаних біржових договорів на біржовому ринку, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних біржових договорів на біржовому ринку	Кількість біржових контрактів, шт.	Обсяг виконаних біржових договорів на біржовому ринку, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних біржових договорів на біржовому ринку	Кількість біржових контрактів, шт.	Обсяг виконаних біржових договорів на біржовому ринку, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних біржових договорів на біржовому ринку	Кількість біржових контрактів, шт.	Обсяг виконаних біржо-вих договорів на біржовому ринку млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних біржових договорів на біржовому ринку	Кількість біржових контрактів, шт.	Обсяг виконаних біржових договорів на біржовому ринку, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних біржових договорів на біржовому ринку
1	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**11**	**12**	**13**	**14**	**15**	**16**
ДТГО «Південно-Західна залізниця»	289	2071,29	15,30%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ПрАТ «ГАЗТЕК»	103	1403,75	10,37%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ПрАТ «НАФТОГАЗВИДО-БУВАННЯ»	3	1033,37	7,64%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ПрАТ «КРЕАТИВ»	47	712,75	5,27%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ТОВ «ТРЦ ЛАВИНА»	1	600,00	4,43%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ТОВ «Будспецсервіс»	79	590,16	4,36%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
АТ «ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1»	103	586,16	4,33%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ПрАТ «НЕО ВІТА»	13	489,55	3,62%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ПАТ «Ідея Банк»	146	477,59	3,53%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ТОВ «БУРАТ- АГРО»	58	352,28	2,60%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Усього за 2015 р. у ТОП-10	**842**	**8316,9**	**61,45%**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**
ПАТ «УКРАЇНСЬКА ЗАЛІЗНИЦЯ»	x	x	x	78	2910,23	31,73%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця»	x	x	x	10	1577,00	17,19%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ТОВ «СК-АГРО»	x	x	x	7	602,38	6,57%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ПАТ «ТАСКОМБАНК»	x	x	x	46	599,47	6,54%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ПрАТ «ПОЗНЯКИ-ЖИЛ-БУД»	x	x	x	135	402,86	4,39%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
АТ «ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1»	x	x	x	16	352,51	3,84%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ПрАТ «НЕО ВІТА»	x	x	x	13	335,98	3,66%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ТОВ «РУШ»	x	x	x	46	277,40	3,02%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ТОВ «БУРАТ-АГРО»	x	x	x	4	203,61	2,22%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ТДВ «ЖИТЛОБУД-2»	x	x	x	4	190,93	2,08%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Усього за 2016 р. у ТОП 10	**x**	**x**	**x**	**359**	**7452,37**	**81,24%**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**	**x**

Продовження таблиці И.5

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
ПАТ «ТАСКОМБАНК»	х	х	х	х	х	х	59	1177	19,23%	х	х	х	х	х	х
АТ «ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1»	х	х	х	х	х	х	18	559	9,14%	х	х	х	х	х	х
ПрАТ «Нео Віта»	х	х	х	х	х	х	19	500	8,17%	х	х	х	х	х	х
ПАТ «Альфа-Банк»	х	х	х	х	х	х	39	497	8,12%	х	х	х	х	х	х
ТОВ «Сервіс-Технобуд»	х	х	х	х	х	х	3	475	7,76%	х	х	х	х	х	х
АТ «ОТП Банк»	х	х	х	х	х	х	2	413	6,74%	х	х	х	х	х	х
ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця»	х	х	х	х	х	х	2	307	5,02%	х	х	х	х	х	х
ПАТ «ПОЗНЯКИ-ЖИЛ-БУД»	х	х	х	х	х	х	77	298	4,87%	х	х	х	х	х	х
ТОВ «Будспецсервіс»	х	х	х	х	х	х	2	290	4,73%	х	х	х	х	х	х
ТОВ «Експлуатаційна компанія «Сервіс»	х	х	х	х	х	х	3	284	4,64%	х	х	х	х	х	х
Усього за 2017 р. у ТОП 10	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**224**	**4800**	**78,42%**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**
ПАТ «УКРПОШТА»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	113	146,03	0,056%	х	х	х
АТ «ТАСКОМБАНК»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	104	80,42	0,031%	х	х	х
ПАТ «ПОЗНЯКИ-ЖИЛ-БУД»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	61	35,97	0,014%	х	х	х
АТ «ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	28	15,86	0,006%	х	х	х
ПАТ «КРЕДОБАНК»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	25	12,36	0,005%	х	х	х
ПАТ «УКРПОШТА»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	17	5,63	0,002%	х	х	х
ТОВ «АВЕРС-ГРУП»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	16	4,19	0,002%	х	х	х
ТОВ «РУШ»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	16	3,99	0,002%	х	х	х
ТОВ «ТРЦ ЛАВИНА»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	14	3,84	0,001%	х	х	х
ТОВ «БУДСПЕЦСЕРВІС»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	11	2,50	0,001%	х	х	х
Всього за 2018 р. у ТОП 10	х	х	х	х	х	х	х	х	х	405	310,79	0,12%	х	х	х
АТ "ТАСКОМБАНК"	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	Не подано дані НКЦПФР	4243,13	1,39%
ПрАТ «МАНДАРИН ПЛАЗА»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х		1529,7	0,50%
ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х		587,23	0,19%
ТОВ «ЦОРП Фуцентр»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х		458,0	0,15%
ТОВ «ТРЦ Лавина»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х		397,29	0,13%
АТ «АЛЬФА-БАНК»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х		368,87	0,12%
ТОВ «Інвестбуд Гарант»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х		306,0	0,10%
ТОВ «НОВА ПОШТА»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х		156,33	0,05%
ТОВ «УЛФ-ФІНАНС»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х		153,77	0,05%
ТОВ «ПІСКІВСЬКИЙ ЗАВОД СКЛОВИРОБІВ»	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х		127,0	0,04%
Усього за 2019 р. у ТОП 10	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**8327,41**	**2,72%**

Джерело: складено на основі [224].

Таблиця И.6

ТОП-10 емітентів облігацій підприємств, які користувалися найбільшим попитом на позабіржовому ринку (за обсягом виконаних договорів) на кінець 2015–2019 років

Найменування емітента	31.12.2015		31.12.2016		31.12.2017		31.12.2018		31.12.2019	
	Обсяг виконаних біржових договорів на позабіржовому РЦПІ, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних біржових договорів на позабіржовому РЦПІ (%)	Обсяг виконаних біржових договорів на позабіржовому РЦПІ, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних біржових договорів на позабіржовому РЦПІ	Обсяг виконаних біржових договорів на позабіржовому РЦПІ, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних біржових договорів на позабіржовому РЦПІ	Обсяг виконаних біржових договорів на позабіржовому РЦПІ, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних біржових договорів на позабіржовому РЦПІ	Обсяг виконаних біржових договорів на позабіржовому РЦПІ, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних біржових договорів на позабіржовому РЦПІ
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
ПрАТ «ГАЗТЕК»	3255,12	8,09%	х	х	х	х	х	х	х	х
ТОВ «ДТЕК ДОБРОПІЛЛЯВУГІЛЛЯ»	2100,0	5,22%	х	х	х	х	х	х	х	х
ТОВ «Ковчег»	1950,91	4,85%	х	х	х	х	х	х	х	х
СТОВ «Прогрес-плюс»	1636,06	4,07%	х	х	х	х	х	х	х	х
ПАТ «СТАНДАР РЕ»	1420,80	3,53%	х	х	х	х	х	х	х	х
ПАТ «ГЛОБАЛ ТРАНСПОРТ ЛОГІСТІКС»	1297,34	3,22%	х	х	х	х	х	х	х	х
АТ «ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1» (серія С5)	1291,16	3,21%	х	х	х	х	х	х	х	х
ПАТ «НЕО ВІТА»	1183,06	2,94%	х	х	х	х	х	х	х	х
ТОВ «ФК «ТРІЙКА КАПІТАЛ» (серія А)	973,34	2,42%	х	х	х	х	х	х	х	х
ТОВ «ВІКТОРІЯ АГРОЕКСПО»	897,23	2,23%	х	х	х	х	х	х	х	х
Усього за 2015 р. у ТОП-10	**16005,02**	**39,78%**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**
ТОВ «ДТЕК ДОБРОПІЛЛЯВУГІЛЛЯ»	х	х	10342,16	22,35%	х	х	х	х	х	х
ПрАТ «ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1» (серія к2)	х	х	3964,13	8,57%	х	х	х	х	х	х
ТОВ «БУДСПЕЦСЕРВІС» (серія СС)	х	х	1557,07	3,37%	х	х	х	х	х	х
ТОВ «КОВЧЕГ»	х	х	1465,47	3,17%	х	х	х	х	х	х
ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця» (серія В)	х	х	1417,82	3,06%	х	х	х	х	х	х
ТОВ «КИЇВСЬКИЙ ПРОЕКТНИЙ ІНСТИТУТ»	х	х	1282,10	2,77%	х	х	х	х	х	х
ТОВ «Територіальне міжгосподарче об'єднання «ЛІКО-ХОЛДІНГ» (серія ВЕ)	х	х	1196,97	2,59%	х	х	х	х	х	х
ПАТ «Укрзалізниця»	х	х	1088,66	2,35%	х	х	х	х	х	х
АТ «ТАСКОМБАНК»	х	х	1040,17	2,25%	х	х	х	х	х	х
ТОВ «Столиця»	х	х	954,60	2,06%	х	х	х	х	х	х
Усього за 2016 р. у ТОП-10	**х**	**х**	**24309,15**	**52,54%**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**

Продовження табл. И.6

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
ПАТ «ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1»	х	х	х	х	2790,03	11,78%	х	х	х	х
АТ «ТАСКОМБАНК»	х	х	х	х	2122,57	8,96%	х	х	х	х
ТОВ «БУДСПЕЦСЕРВІС», серія LL	х	х	х	х	1619,01	6,84%	х	х	х	х
ТОВ «РЕСУРС-КАПІТАЛ», А	х	х	х	х	1307,86	5,52%	х	х	х	х
ТОВ «СЕРВІС-ТЕХНОБУД»	х	х	х	х	1239,22	5,23%	х	х	х	х
ТОВ «КИЇВСЬКИЙ ПРОЕКТНИЙ ІНСТИТУТ»	х	х	х	х	653,19	2,76%	х	х	х	х
ПрАТ «НЕО ВІТА»	х	х	х	х	622,23	2,63%	х	х	х	х
ТОВ «ЕТРЕС-АГРО»	х	х	х	х	592,45	2,50%	х	х	х	х
ПАТ «Альфа-Банк»	х	х	х	х	552,82	2,33%	х	х	х	х
«ТМО «ЛІКО-ХОЛДІНГ» (серія ВЕ)	х	х	х	х	552,56	2,33%	х	х	х	х
Усього за 2017 р. у ТОП-10	**х**	**х**	**х**	**х**	**12051,94**	**50,88%**	**х**	**х**	**х**	**х**
ПАТ «УКРПОШТА»	х	х	х	х	х	х	3064,69	0,93%	х	х
ТОВ «БУДСПЕЦСЕРВІС»	х	х	х	х	х	х	2473,30	0,75%	х	х
АТ «ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1»	х	х	х	х	х	х	2013,27	0,61%	х	х
АТ «ТАСКОМБАНК»	х	х	х	х	х	х	1437,28	0,44%	х	х
ДЕРЖАВНА ІПОТЕЧНА УСТАНОВА(СЕРІЯ СЗ)	х	х	х	х	х	х	999,97	0,30%	х	х
ПРАТ «НЕО ВІТА»	х	х	х	х	х	х	960,77	0,29%	х	х
СТОВ «ПРОГРЕС-ПЛЮС»	х	х	х	х	х	х	866,18	0,26%	х	х
ПАТ «ОДЕСАОБЛЕНЕРГО»	х	х	х	х	х	х	700,99	0,21%	х	х
ТОВ «ІНВЕСТКРЕДИТ» (СЕРІЯ С)	х	х	х	х	х	х	672,28	0,20%	х	х
ТОВ «СЕРВІС-ТЕХНОБУД»	х	х	х	х	х	х	658,48	0,20%	х	х
Усього за 2018 р. у ТОП-10	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**13847,21**	**4,19%**	**х**	**х**
АТ «ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1»	х	х	х	х	х	х	х	х	6887,23	1,46%
АТ «ТАСКОМБАНК»	х	х	х	х	х	х	х	х	3270,71	0,69%
ТОВ «ПРИМОРСЬКА ВІТРОЕЛЕКТРОСТАНЦІЯ»	х	х	х	х	х	х	х	х	2453,0	0,52%
ТОВ «БУДСПЕЦСЕРВІС»	х	х	х	х	х	х	х	х	2225,26	0,47%
ТОВ «ФЛОРЕАЛЬ-2005» (серія В)	х	х	х	х	х	х	х	х	2064,44	0,44%
ПАТ «Укрпошта»	х	х	х	х	х	х	х	х	1818,22	0,38%
ТОВ «ШАТО-ІНВЕСТ»	х	х	х	х	х	х	х	х	1607.48	0,34%
ТОВ «ПІСКІВСЬКИЙ ЗАВОД СКЛОВИРОБІВ	х	х	х	х	х	х	х	х	1268,95	0,27%
ТОВ «ТРЦ ЛАВИНА»	х	х	х	х	х	х	х	х	1230,23	0,26%
ТОВ «ІНВЕСТКРЕДИТ»	х	х	х	х	х	х	х	х	1200,27	0,25%
Усього за 2019 р. у ТОП-10	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**х**	**24025,79**	**5,08%**

Джерело: складено на основі [224].

Додаток К

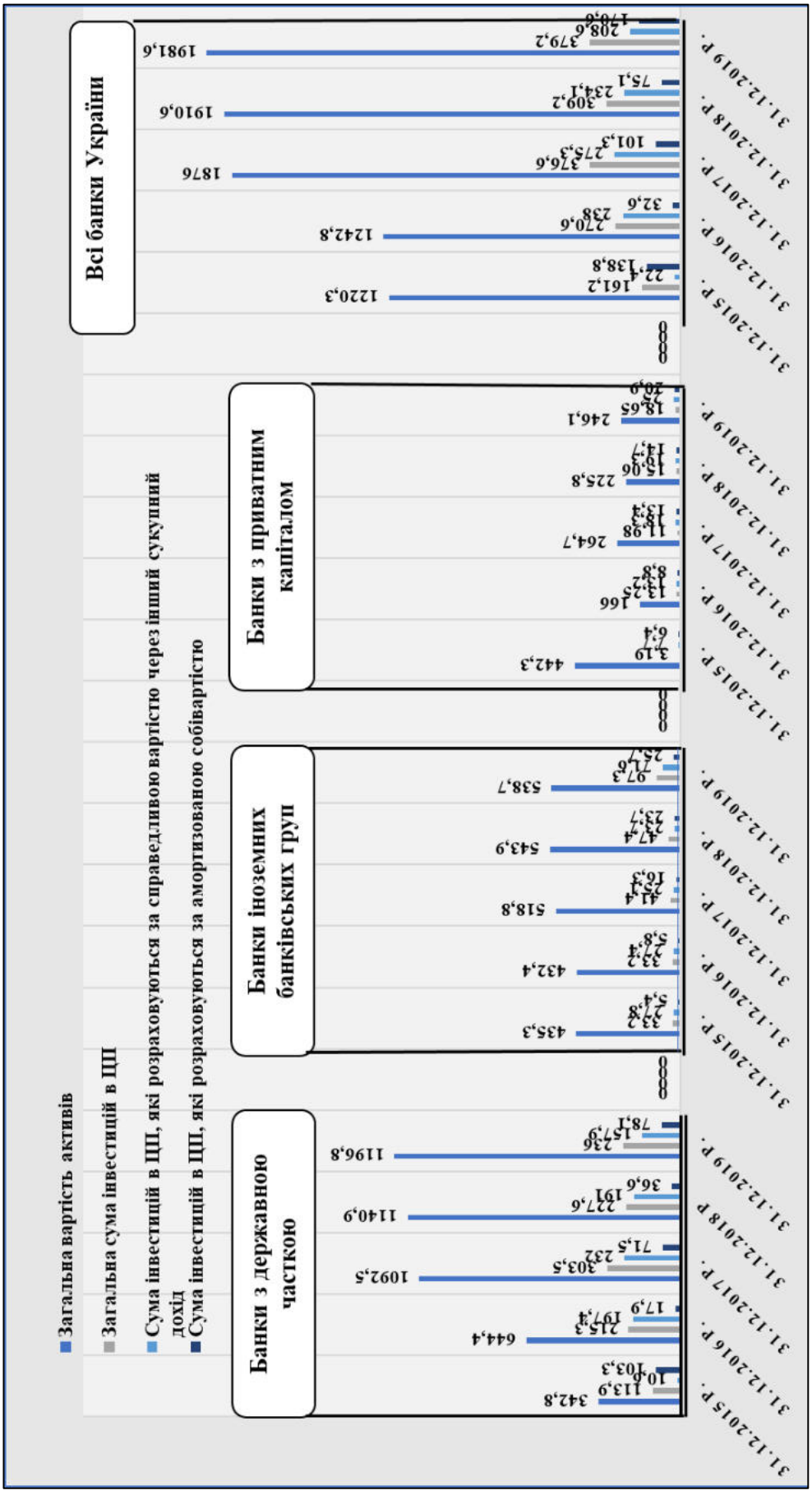


Рис. К.1. Динаміка обсягів загальних активів банків та показники інвестування в ЦП банків України у 2015–2019 рр., млр грн

Джерело: побудовано на основі [175].

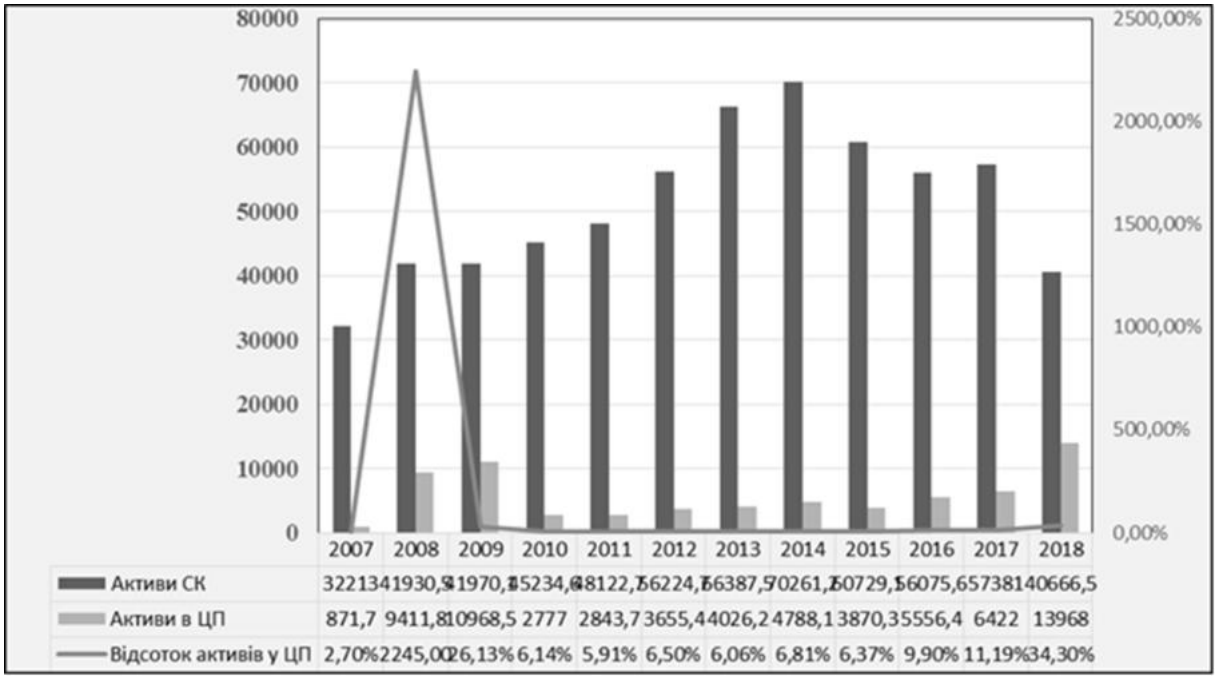


Рис. К.2. Співвідношення активів СК України в ЦП до загальної вартості активів СК у 2015–2019 рр., млн грн

Джерело: побудовано на основі [270; 267].

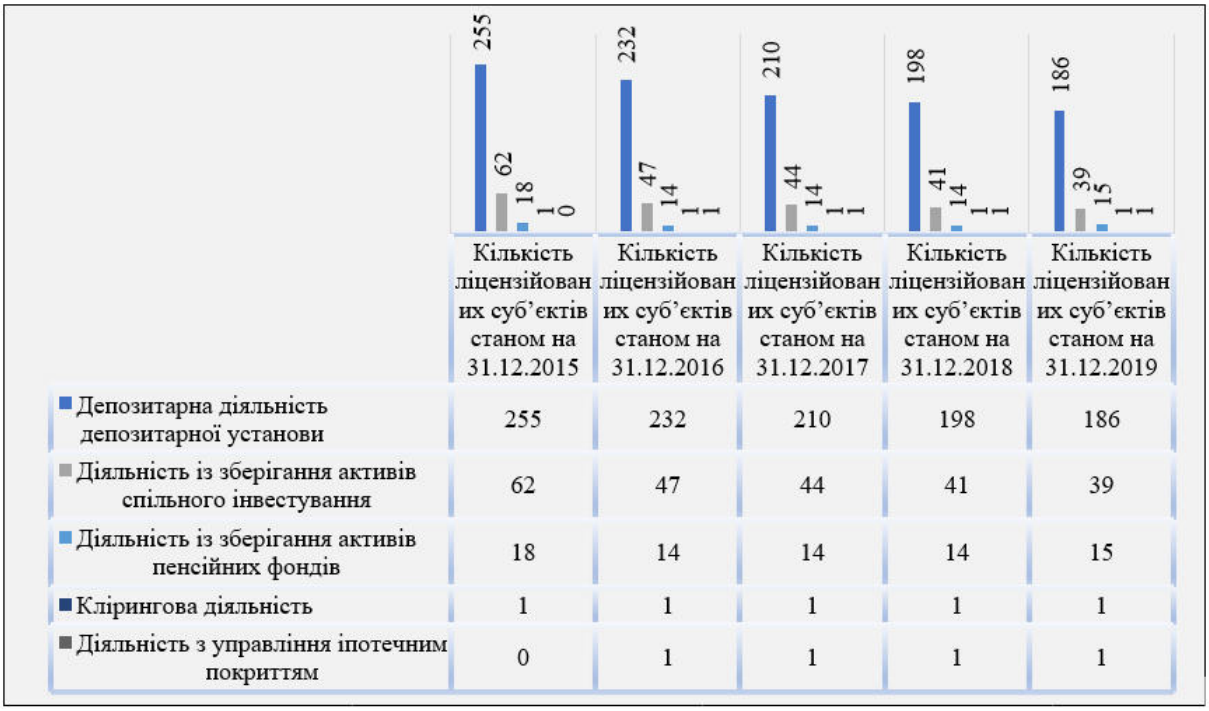
Таблиця К.1

Величина та структура ЦП страхових компаній, в які дозволено представлення коштів страхових резервів у 2015–2019 рр.

Види ЦП, в яких представлені кошти страхових резервів	Роки									
	2015		2016		2017		2018		2019	
	Сума, млн грн	Частка у загальній величині, %	Сума, млн грн	Частка у загальній величині, %	Сума, млн грн	Частка у загальній величині, %	Сума, млн грн	Частка у загальній величині, %	Сума, млн грн	Частка у загальній величині, %
Акції	11901,4	32,7	7968,6	22,7	6 653,6	18,4	5077,3	12,5	3734,7	8,4
Облігації	735,1	2,0	853,9	2,4	898,3	2,5	908,2	2,2	944,1	2,1
Іпотечні сертифікати	38,6	0,1	89,6	0,3	88,2	0,2	87,3	0,2	64,8	0,1
ЦП, що емітуються державою	2604,3	7,2	5540,2	15,8	6572,1	18,2	7895,9	19,4	9643,4	21,6
Разом ЦП, в яких представлені кошти страхових резервів	15279,4	42,0	14452,3	41,2	14212,2	39,3	13968,7	34,3	14387,0	32,2
Усього активів, визначених ст. 31 Закону України «Про страхування»	36418,8	100	35071,9	100	36084,6	100	40666,5	100	44609,9	100

Джерело: складено на основі [270].

Додаток Л



	Кількість ліцензійованих суб'єктів станом на 31.12.2015	Кількість ліцензійованих суб'єктів станом на 31.12.2016	Кількість ліцензійованих суб'єктів станом на 31.12.2017	Кількість ліцензійованих суб'єктів станом на 31.12.2018	Кількість ліцензійованих суб'єктів станом на 31.12.2019
Депозитарна діяльність депозитарної установи	255	232	210	198	186
Діяльність із зберігання активів спільного інвестування	62	47	44	41	39
Діяльність із зберігання активів пенсійних фондів	18	14	14	14	15
Клірингова діяльність	1	1	1	1	1
Діяльність з управління іпотечним покриттям	0	1	1	1	1

Рис. Л.1. Динаміка кількості суб'єктів РЦП України, які мали ліцензії за окремими видами професійної діяльності у 2015–2019 рр.

Джерело: побудовано на основі [174].

Додаток М

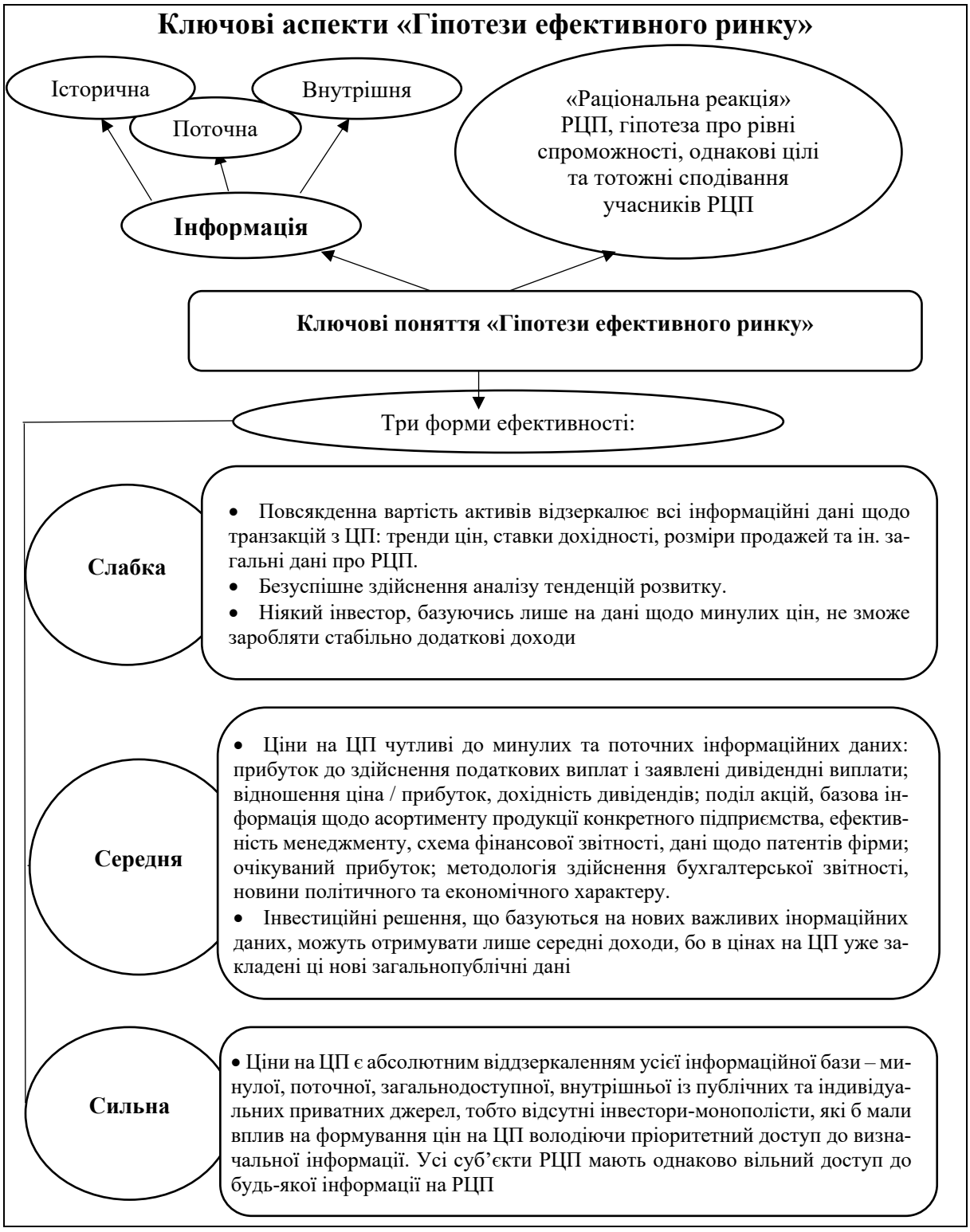


Рис. М.1. Ключові аспекти «Гіпотези ефективного ринку»

Джерело: побудовано на основі [289].

Додаток Н

Таблиця Н.1

Динаміка показників оборотності ТОП-10 РЦП країн світу та України у 2016–2019 рр.

№	Країна, що входить у ТОП-10	Ринкова капіталізація	
		Місце в рейтингу	Абсолютна капіталізація, млрд дол.
1	**2**	**3**	**4**
2016 р.			
1	Китай	1	249,17
2	Туреччина	2	168,6
3	Південна Корея	3	126,08
4	Японія	4	105,44
5	Іспанія	5	97,84
6	США	6	94,72
7	Тайланд	7	80,92
8	Саудівська Аравія	8	77,46
9	Німеччина	9	74,93
10	Бразилія	10	60,70
		Середнє значення показника 39,45	
Україна		0,009	
2017 р.			
1	Китай	1	197,12↓
2	Туреччина	2	165,76↓
3	США	3	116,08
4	Південна Корея	4	112,36↓
5	Японія	5	92,84↓
6	Іспанія	6	82,62↓
7	Бразилія	7	67,02↑
8	Німеччина	8	63,58↓
9	Тайланд	9	61,87↓
10	Швейцарія	10	55,39
		Середнє значення показника 35,11 ↑	
Україна		0,024↑	
2018 р.			
1	Туреччина	1	247,76↑
2	Китай	2	206,65↑
3	Південна Корея	3	173,71↑
4	Японія	4	119,02↑
5	США	5	108,51
6	Німеччина	6	92,08↑
7	Іспанія	7	86,18↓
8	Бразилія	8	83,90↑
9	Тайланд	9	77,19↑
10	Канада	10	70,88
		Середнє значення показника 41,12 ↓	
Україна		0,005↓	

Продовження таблиці Н.1

1	**2**	**3**	**4**
2019 р.			
1	Китай	1	223,66↑
2	Туреччина	2	187,94↓
3	Південна Корея	3	129,83↓
4	Бразилія	4	87,48↑
5	Японія	5	82,34↓
6	Тайланд	6	64,49↓
7	Німеччина	7	64,36↓
8	Іспанія	8	62,74↓
9	Канада	9	59,46↓
10	Австралія	10	56,08
	Південна Африка	Середнє значення показника 26,56 ↓	
Україна		0,001↓	

* Без врахування даних США, Франції та Південної Кореї.

Джерело: складено на основі [224].

Таблиця Н.2

Провідні світові фондові індекси

Індекс	Характеристика
1	**2**
Світовий індекс MSCI	Світовий індекс MSCI, який є частиною «Сучасної стратегії індексів», являє собою широкий глобальний орієнтир за капіталом, який має великі і середні капіталовкладення в 23 країни з розвиненими ринками. Він охоплює приблизно 85 % ринкової капіталізації, скоригованої з поправкою, в кожній країні, а контрольний орієнтир MSCI World не забезпечує доступ до ринків, що розвиваються. Розподіл ринку MSCI у відсотковому співвідношенні: 52 % – USA, 15 % – EUROPE EX UK, 12 % – EMERGING MARKETS, 8 % – JAPAN, 6 % – UK, 3 % – CANADA, 2 % – ASIA EX JAPAN, 2 % – others
Індекс FTSE All-World	FTSE Global Equity Index Series охоплює близько 7 400 цінних паперів у 47 різних країнах, що охоплюють усі фонди і сектори, що відповідають потребам міжнародних інвесторів. Індекси серії FTSE Global Equity Index Series призначені для створення широкого спектра фінансових продуктів, таких як фонди відстеження індексів, деривативи та фонди з обмінними курсами (ETF), а також показники продуктивності. Індекси FTSE широко використовуються у всьому світі для зіставлення портфелів, оцінки ефективності, аналізу інвестицій, розподілу активів, фондів відстеження індексів і структурованих продуктів. Правила основного індексу є загальнодоступними і затверджуються Радою з управління продуктами FTSE Russell
Індекс S&P Global 100	Індекс S & P Global 100 оцінює ефективність багатонаціональних компаній з блакитними фішками, що мають важливе значення на світових фондових ринках. Зі 100 високоліквідними компонентами індекс призначений для підтримки недорогих інвестиційних продуктів з індексом. Індекс вимірює продуктивність 100 багатонаціональних компаній. Індекс включає 100 компаній S & P Global 1200, підприємства яких мають глобальний характер і вони отримують значну частину своїх операційних доходів з різних країн. Компоненти індексу складені з S&P Global 1200. Компоненти перевіряються на глобальний вплив, представництво сектору, ліквідність, фінансова життєздатність та розмір. Акції з низькою ринковою капіталізацією або недостатньою ліквідністю виключаються з розгляду індексу. Щоб вважатись за індекс, компанія повинна відповідати таким вимогам: Глобальна експозиція. Компанії повинні мати глобальну експозицію, щоб мати право на індекс. Компанії вважаються глобальними за своїм характером, якщо виконуються обидві такі умови: – більше 30 % своїх доходів генеруються за межами регіону постійного місця проживання; – більше 30 % їх активів перебувають за межами регіону постійного місця проживання. На додаток до вищезазначеного необхідно відображати дохід у трьох «первинних» регіонах (Північній Америці, Європі та Азії / Тихому океані); – класифікація секторів. Індекс має на меті досягти збалансованості сектору глобальної галузевої класифікації (GICS®) за допомогою сектору S & P Global 1200. Занижені ваги секторів у S & P Global 100 відносно S & P Global 1200, як правило, орієнтовані на додавання індексів; – ринкова капіталізація. Компанії, що розглядаються для додавання до індексу, – це транснаціональні корпорації, що мають мінімальну ринкову капіталізацію з поплавком на суму 5 млрд доларів США

Продовження табл. Н.2

1	2
Індекс S&P Global 1200	S& P Global 1200 забезпечує ефективний доступ до глобального фондового ринку. Захопивши приблизно 70 % світової ринкової капіталізації, він побудований як сукупність 7 основних індексів, багато з яких є лідерами у своїх регіонах. До них належать S & P 500® (США), S & P Europe 350, S & P TOPIX 150 (Японія), S & P / TSX 60 (Канада), S & P / ASX All Australian 50, S & P Asia 50 і S & P Latin America 40. S & P Global 1200 складається із семи компонентних індексів, що представляють сім різних регіонів. Цей індекс включає найбільші та найбільш ліквідні запаси з усього світу і зважується по ринковій капіталізації з поправкою на поплавці. Dow Jones Global Indexes [індекси] – Індекси (індекси), зважені за ринковою капіталізацією, які вимірюють зміну цін в акціях близько 5 500 великих міжнародних фірм (включаючи 700 провідних американських фірм) з 29 країн. Ці показники разом становлять більше 95 % з розроблених у світі і 80 % економік, що розвиваються, ринкової капіталізації
Расселл Глобальний індекс	Russell Global Indexs надають інституціональним інвесторам розуміння складних глобальних ринків. Представляючи 98 % інвестиційного всесвіту, наші глобальні індекси відображають ефективність понад 10 000 цінних паперів у 47 країнах. Russell Global Indexs побудовані з точки зору компанії. Компанії додаються по мірі того, як вони отримують достатній розмір і ліквідність, а не виключаються через розташування. Серія Russell Global Index являє собою повністю модульний глобальний індекс і підтримує широкий спектр субіндексів на основі країни, регіону, сектору, розміру або інших індивідуальних потреб. Поправлена справедлива вартість інформації Russell Global Indices спрямована на сприяння взаємним фондам, що інвестують в іноземні цінні папери з вимірюванням ефективності. Фонди можуть розглянути інформацію про справедливу вартість для контрольних індексів у контексті їх процедур внутрішньої справедливої вартості, щоб полегшити порівняння між яблуками і рентабельністю фондів, підвищивши ефективність показників ефективності, таких як помилка відстеження та одноранговий фонд порівняльні характеристики
Dow Jones Global Titans 50	Індекс Dow Jones Global Titans 50 призначений для оцінки багатонаціональних компаній, чиї акції з блакитними фішками торгуються на основних біржах країн, охоплених сімейством тестів Dow Jones Global Indices (DJGI)

Джерело: складено на основі [300].

Додаток П

Таблиця П.1

Сутнісні характеристики сек'юритизації фінансових активів та заходи щодо їх регулювання

Сутнісні ознаки СФА	Функції	Можливі негативні наслідки (ризики)	Заходи	Очікувані результати
- перехід активів з одного якісного стану (низьколіквідного) до іншого (високоліквідного); - залучення коштів за допомогою випуску цінних паперів замість одержання банківських кредитів; - узгодження інтересів учасників угоди; - різноманітність (оригінальність) структур реалізації угод	- рефінансування; - розподільча (перерозподіл та диверсифікація активів); - санаційна (змен-шення навантаження на власний капітал, підвищення ліквідності); - ризик-менеджменту; - регулююча (регулювання та стандартизація умов діяльності учасників); - стимулююча (розвиток фондового ринку, вітчизняних рейтингових агентств, залучення інвесторів); - соціальна (зниження ставок за кредитами, підвищення доступності житла)	- виникнення асиметрії інформації (не розкриття банками інформації щодо СФА); - ризик дострокового погашення кредитів; - ризик негативних змін в оподаткуванні (подвійне оподаткування в транскордонних угодах); - ризик банкрутства (неспроможності) емітента; - ризик банкрутства (неспроможності) оригінатора; - лібералізація стандартів андерайтингу позичальників; - використання занадто складних форм СФА, які чутливі до коливань на фінансовому ринку; - присвоєння цінним паперам необ'єктивних рейтингів зарубіжними рейтинговими агентствами	- розробка спеціального законодавства щодо регулювання СФА; - внесення змін до системи оподаткування в частині оподаткування СФА; - подальший розвиток системи банківського нагляду в контексті вимог Базеля III; - розширення внутрішньої інвестиційної бази та створення умов для залучення іноземних інвесторів; - розвиток вітчизняних рейтингових агентств у контексті приєднання рейтингів цінним паперам, емітованим у результаті СФА	- збільшення кількості угод; - зменшення ризиків інвесторів та витрат на СФА; - забезпечення ефективного нагляду за СФА; - підвищення ефективності використання капіталу банків; - забезпечення доступності СФА для невеликих банків; - підвищення довіри інвесторів до сек'юритизованих цінних паперів та зростання попиту на них; - активізація розвитку вітчизняного фондового ринку

Джерело: складено автором.

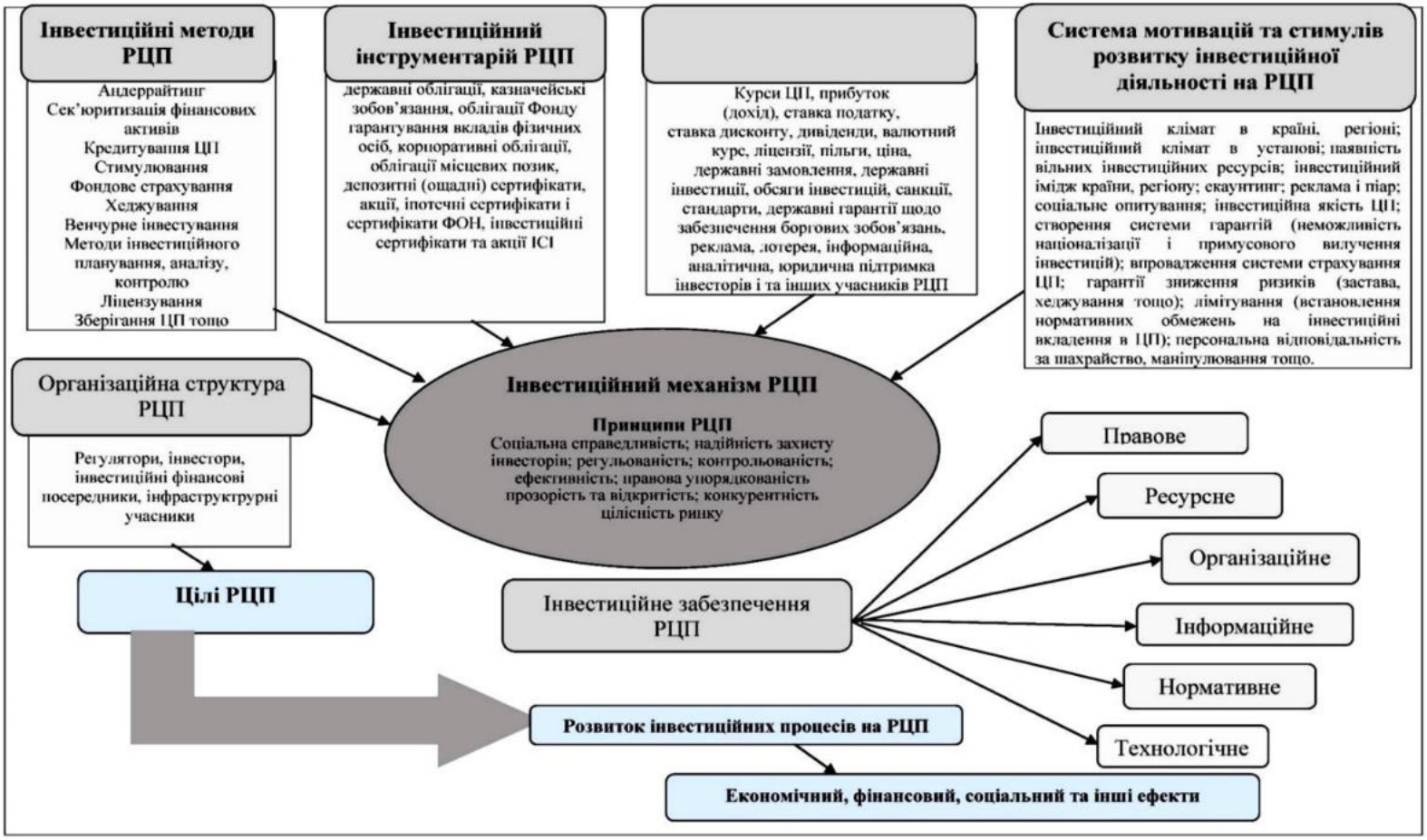


Рис. Р.1. Модель активізації інвестиційних процесів на РЦП за допомогою інвестиційного механізму

Джерело: побудовано автором.

Наукове видання

Коваленко Юлія Михайлівна
Біловус Тетяна Вікторівна

ІНВЕСТИЦІЙНІ ПРОЦЕСИ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: ТЕОРІЯ ТА ПРАКТИКА

Монографія

Відповідальний за випуск — *А. В. Лавренюк*

Відповідальний редактор — *М. М. Грабарчук*
Редактор — *О. В. Данильчик*

Форматування та комп'ютерна верстка — *Д. П. Завальніцька*

Здано до друку 06.04.2023. Формат 60×84/16
Папір офсетний № 1. Гарнітура «Times New Roman»
Друк. арк. 14.55
Тираж 300 примірників. Замовлення № 1040

Підготовлено до друку Видавничо-поліграфічним центром
Університету ДФС України
08205, вул. Університетська, 31, м. Ірпінь, Київська область, Україна

Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи до державного реєстру видавців, виготовлювачів і розповсюджувачів видавничої продукції
Серія ДК № 7669 від 20.09.2022