

ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»

На правах рукопису

КОРОБКА РОСТИСЛАВ ВАСИЛЬОВИЧ

УДК [336.761:338.47] (477) (043.3)

РОЗВИТОК ІНФРАСТРУКТУРИ ФОНДОВОГО РИНКУ
ЯК СКЛАДОВОЇ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник

Д'яконова Ірина Іванівна,

доктор екон. наук, доцент



Суми – 2013

ЗМІСТ

ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ІНФРАСТРУКТУРИ ФОНДОВОГО РИНКА	12
1.1 Фондовий ринок як елемент фінансової системи країни: сутність, роль та принципи організації	12
1.2 Економічна сутність, складові та особливості розвитку інфраструктури фондового ринку	32
1.3 Нормативно-правове регулювання діяльності учасників фондового ринку України	55
Висновки до розділу 1	76
РОЗДІЛ 2. ТЕНДЕНЦІЇ ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ІНФРАСТРУКТУРИ ФОНДОВОГО РИНКА УКРАЇНИ	82
2.1 Сучасний стан функціонування елементів інфраструктури фондового ринку України	82
2.2 Оцінка впливу стану інфраструктури на показники рівня розвитку фондового ринку України	104
2.3 Обґрунтування напрямів розвитку інфраструктури фондового ринку України з врахуванням міжнародної практики та впливу світової фінансової системи	116
Висновки до розділу 2	129
РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ ІНФРАСТРУКТУРИ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ В КОНТЕКСТІ СТРАТЕГІЧНИХ НАПРЯМІВ РОЗВИТКУ СВІТОВОЇ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ	133
3.1 Визначення концептуальних засад та моделі розвитку інфраструктури фондового ринку України	133
3.2 Стратегічні та тактичні критерії та умови досягнення оптимальності розвитку фондового ринку України	142

3.3 Удосконалення інфраструктури фондового ринку в процесі розвитку соціально-відповідального інвестування	152
Висновки до розділу 3	163
ВИСНОВКИ	166
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	170
ДОДАТКИ.....	189



Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Зростання вимог до безпеки проведення операцій з цінними паперами через посилення ризиків, пов'язаних з нарощенням обсягів інвестування, розширенням спектра послуг фінансових посередників, підвищенням вимог до якості розрахунків та захисту прав власності у процесі обігу та зберігання цінних паперів, зумовлює необхідність удосконалення і розвитку інфраструктури фондового ринку (ІФР). Надмірна кількість професійних учасників фондового ринку України, низька ефективність системи пруденційного нагляду за їх діяльністю, недосконалість національної депозитарної системи, інтегрованої з міжнародними депозитарними інституціями знижують конкурентоспроможність національної фінансової системи та економіки країни в цілому, ускладнюють господарську практику реалізації операцій купівлі-продажу фінансових інструментів, а також загальний перебіг інвестиційних процесів в Україні. У контексті виконання завдань, передбачених Концепцією функціонування та розвитку фондового ринку України, Програмою розвитку фондового ринку на 2011–2015 рр., особливої актуальності набуває дослідження теоретичних положень та розробка практичних рекомендацій щодо розвитку ІФР України.

Фундаментальні засади ефективного розвитку ІФР у контексті функціонування національних та глобальних фінансових систем закладено у наукових працях таких зарубіжних вчених, як: Ф. Ален, П. Баренбойм, Т. Бек, Р. Бернард, Б. Борн, А. Бут, О. Вільямсон, Х. Зінгер, Е. Деміргук-Кунт, Ф. Йохімсен, М. Квінтін, Р. Левін, А. Маддалоні, Я. Міркін, А. Пізенті, А. Рот, С. Талессе, М. У. Тейлор, П. Хартман, Г. Хедткамп, Г. Дж. Шиназі та ін. Дослідженню проблеми розвитку ІФР України присвячено наукові праці таких вітчизняних дослідників, як: Г. М. Азаренкова, О. І. Барановською, О. Д. Василик, В. М. Геєць, О. В. Герасименко, В. М. Гриньова, І. І. Д'яконова, Б. А. Карпінський, С. В. Леонов, З. О. Луцишин, О. В. Любка, І.

І. О. Лютий, В. М. Опарін, М. Ю. Погосова, І. І. Рекуненко, О. Р. Романенко, М. І. Савлук, В. П. Ходеківська, В. М. Шелудько, І. О. Школьник та ін.

Незважаючи на значну кількість наукових досліджень щодо теоретичних та практичних засад формування та розвитку ІФР, деякі питання залишаються поки що не повною мірою дослідженими. Подальшої розробки потребує комплекс проблем, пов'язаних з обґрунтування напрямів розвитку ІФР України із врахуванням міжнародного досвіду, процесів глобалізації та інтеграції, фінансової конвергенції та розвитку соціально відповідального інвестування, визначенням довгострокових та короткострокових кількісних та якісних критеріїв оптимальності ІФР країни. Важливість дослідження вказаних питань та недостатній рівень їх теоретичної розробки обумовили вибір теми дисертаційної роботи, свідчать про її актуальність, теоретичну та практичну значимість.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційне дослідження узгоджується з пріоритетними напрямами науково-дослідних робіт ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України”. Висновки автора щодо впливу глобалізаційних процесів на розвиток ІФР України враховано при підготовці звіту за темою “Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів” (номер державної реєстрації 0109U006782); пропозиції щодо оптимізації складу торговельної ІФР – за темою “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності” (номер державної реєстрації 0102U006965).

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є розвиток науково-методичних засад та розробка практичних рекомендацій щодо стратегічних напрямків формування ефективної інфраструктури фондового ринку України.

Поставлена мета зумовила необхідність вирішення таких завдань:

- дослідити сутність, принципи організації та функції фондового ринку як елемента фінансової системи, обґрунтувати його місце в ринковій системі;

- обґрунтувати концептуальні положення реалізації системного підходу до дослідження ІФР шляхом уточнення її сутності, мети, завдань, функцій та підсистем;
- удосконалити класифікацію учасників фондового ринку, систематизувати нормативно-правове забезпечення регулювання їх діяльності в Україні;
- обґрунтувати вплив трансакційних витрат на формування складу та структури підсистем ІФР;
- дослідити сучасний стан розвитку ІФР України, оцінити його вплив на загальний рівень розвитку фондового ринку України, розширити систему показників ефективності функціонування ІФР;
- обґрунтувати напрями розвитку ІФР України з урахуванням міжнародного досвіду та глобалізаційних процесів у світовій фінансовій системі;
- розробити науково-методичний підхід до встановлення обмежень щодо кількості ліцензованих професійних учасників фондового ринку;
- розробити пропозиції щодо формування інфраструктури окремого сегмента фондового ринку – ринку соціально орієнтованих інвестицій.

Об'єктом дослідження є економічні відносини, що виникають між учасниками фондового ринку.

Предметом дослідження є науково-методичні засади та практичний інструментарій формування і розвитку інфраструктури фондового ринку України.

Методи дослідження. Методологічною основою дисертаційного дослідження є фундаментальні положення економічної теорії, теорії фінансово-посередництва, інвестування, а також наукові праці вітчизняних і зарубіжних вчених, присвячені дослідженню проблем інфраструктурного розвитку фінансової системи взагалі та фондового ринку зокрема.

У процесі дослідження залежно від його цілей і задач використовувалися наступні методи дослідження та аналізу економічних процесів: при

обґрунтуванні категоріального апарату – метод наукової абстракції; при визначенні закономірностей розвитку ІФР – методи аналізу та синтезу, індукції та дедукції; при розгляді впливу інфраструктури на рівень розвитку фондового ринку – порівняльний та статистичний аналіз; при обґрунтуванні напрямів розвитку ІФР України під впливом глобалізаційних процесів у світовій фінансовій системі – методи порівняння, групувань, вибірок; при визначенні критеріїв оптимальності кількісного складу торговельної ІФР України – економіко-математичне моделювання.

Інформаційною базою дослідження є: законодавчі та нормативно-правові акти з питань розвитку фінансового ринку та окремих його сегментів, статистичні дані Державної служби статистики України, Національного банку України, Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Міністерства фінансів України, Міністерства економічного розвитку та торгівлі України. Автором опрацьована звітно-аналітична інформація міжнародних організацій, зокрема: Всесвітньої федерації бірж, Міжнародної асоціації бірж країн СНД, Форуму соціального інвестування, Європейського форуму стійкого інвестування, Асоціації стійкого і відповідального інвестування в Азії та ін., а також наукові праці з питань фінансового інвестування.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у поглибленні існуючих та розробці ряду нових науково-методичних підходів та практичних механізмів розвитку інфраструктури фондового ринку України.

Найбільш вагомими науковими результатами дисертаційного дослідження є такі:

вперше:

- запропоновано науково-методичний підхід до встановлення обмежень щодо кількості ліцензованих професійних учасників фондового ринку на основі розрахунку кількості інфраструктурних посередників, при якій забезпечується максимізація ефективності функціонування торго-

вельної ІФР (як співвідношення економії на трансакційних витратах внаслідок посередницької діяльності та оплатою за послуги посередників);

удосконалено:

- науково-методичний підхід до виокремлення ринку цінних паперів та фондового ринку в ринковій системі, який відрізняється від існуючих: 1) визначенням ринку цінних паперів як ринкового простору, де здійснюється обмін фінансових ресурсів на фінансові інструменти та обіг товаророзпорядчих цінних паперів, що дало змогу розглядати ринок цінних паперів як сегмент, що функціонує на перетині фінансового ринку з ринком товарів і послуг; 2) розглядом фондового ринку як складової фінансового ринку (зокрема, його сегмента – ринку цінних паперів), що об'єднує ринки приватизаційних, іпотечних, похідних фінансових інструментів, боргових фінансових інструментів, а також тих, що засвідчують право власності;

- систему індикаторів оцінювання ефективності функціонування ІФР шляхом включення до її складу показників, які характеризують: інтенсивність використання ІФР у процесі обслуговування операцій з цінними паперами; приріст вартості цінних паперів; зростання обсягу інвестиційних ресурсів, залучених на фондовому ринку; рівні централізації, організованості та контрольованості діяльності на ринку; роль ІФР у формуванні ринкової вартості цінних паперів. Такий підхід дозволяє сформувати загальне уявлення про вплив ІФР на стан фондового ринку та розвиток національної економіки;

набули подальшого розвитку:

- методичні засади реалізації системного підходу до дослідження ІФР шляхом уточнення її сутності (не як обслуговуючої підсистеми фондового ринку, а через її внутрішню архітектуру); мети (з позиції забезпечення ефективної реалізації економічних інтересів емітентів та інвесторів); завдань (у системі координат «витрати – ризики – фактор часу»); функцій (врахування, крім традиційних, посередницької, інформаційної та

організаційної, ще й додаткової функції – технічної); підсистем ІФР (шляхом обґрунтування їх призначення та суб'єктів);

- теоретичні засади обґрунтування напрямків та кількісних меж розвитку елементів ІФР, що на відміну від існуючих підходів, здійснено шляхом встановлення суб'єктно-об'єктних взаємозв'язків між видами трансакційних витрат (пошуку інформації, вимірювання, ведення переговорів, опортуністичної поведінки) та підсистемами ІФР, а також відповідними учасниками ринку. Це дозволило вважати співвідношення обсягу економії на трансакційних витратах та витрат на координаційно-фінансову підтримку ІФР критерієм доцільності реалізації профільним регулятором додаткових заходів щодо її удосконалення;

- система класифікаційних ознак учасників фондового ринку шляхом врахування їх функціонального навантаження, сучасних тенденцій у розвитку фондового ринку та приналежності обслуговуючих суб'єктів до відповідних підсистем ІФР. Це дозволило розділити всіх учасників фондового ринку на три групи: 1) учасники, що потребують послуг інфраструктури (емітенти, інституційні та індивідуальні інвестори); 2) інфраструктурні учасники (основні – посередники, організатори торгівлі, учасники, що забезпечують виконання угод; допоміжні – інформаційно-аналітичні та науково-дослідні суб'єкти, учасники, що підтримують технічне функціонування ринку); 3) учасники, що забезпечують умови діяльності на ринку (державні органи та саморегулівні організації);

- пропозиції щодо формування інфраструктури окремого сегмента фондового ринку – ринку соціально орієнтованих інвестицій, яка реалізує функції інформаційно-аналітичного забезпечення процесу інвестування та надає можливість ефективно диференціювати об'єкти інвестування за ознакою їх відповідності критеріям соціальної відповідальності.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що обґрунтовані в роботі теоретичні положення зведені до рівня методичних рекомендацій. Пропозиції щодо використання показників оцінки ефективності

ІФР можуть бути використані фінансовими аналітиками в процесі аналізу стану та ефективності національного фондового ринку. Пропозиції щодо оптимізації кількісного складу торговельної ІФР можуть бути застосовані Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку в процесі ліцензування професійної діяльності торговців цінними паперами.

Висновки та рекомендації дисертанта щодо формування системи факторів впливу на розвиток національних фондових ринків в умовах їх інтеграції та консолідації впроваджено в діяльність Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (довідка від 16.11.2012 № 143/5-д); щодо впровадження стандартів обслуговування торговцями цінними паперами своїх клієнтів на принципах соціально-відповідального інвестування – в діяльність брокерської компанії ТОВ “СІТІ БРОК” (довідка від 03.04.2013 № 42); щодо впливу трансакційних витрат на ефективність діяльності учасників фондового ринку – в діяльність ПАТ “Київська міжнародна фондова біржа” (довідка від 01.04.2013 № 13/04-01/01).

Одержані дисертантом наукові результати використовуються у навчальному процесі ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України” при викладанні дисциплін: “Фінансовий ринок”, “Ринок фінансових послуг” та “Фінансове посередництво” (акт від 10.12.2012).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійним завершеним науковим дослідженням. Наукові положення, розробки, результати, висновки і рекомендації, що виносяться на захист, одержані автором самостійно. Особистий внесок у працях, опублікованих у співавторстві, вказано у списку публікацій.

Апробація результатів дисертації. Основні теоретичні та практичні положення дисертаційної роботи доповідалися, обговорювалися й одержали позитивну оцінку на наукових і науково-практичних конференціях, зокрема: Всеукраїнській науково-практичній конференції “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (2011–2012 рр., м. Суми), XVI Міжнародній науково-практичній конференції “Фінанси України: глобальні

та національні імперативи розвитку” (2012 р., м. Дніпропетровськ), Всеукраїнській науково-практичній конференції “Фінансова політика як складова економічного розвитку (2012 р., м. Київ), Міжнародній науково-практичній конференції “Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика” (2012 р., м. Суми), II Міжнародній науково-практичній конференції “Економіка та менеджмент: перспективи розвитку” (2012 р., м. Суми) та ін.

Публікації. Основні наукові положення, висновки і результати дослідження опубліковано в 13 наукових працях загальним обсягом 3,55 друк. арк., з яких особисто автору належать 2,52 друк. арк., у тому числі: підрозділ у колективній монографії, 6 статей у наукових фахових виданнях, 6 публікацій у збірниках матеріалів конференцій.

Структура і зміст роботи. Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків.

Повний обсяг дисертації – 209 сторінок, у т.ч. основного тексту 170 сторінок, 37 таблиць, 14 рисунків, 4 додатки, список літератури з 185 найменувань.



РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ІНФРАСТРУКТУРИ ФОНДОВОГО РИНКА

1.1. Фондовий ринок як елемент фінансової системи країни: сутність, роль та принципи організації

Досягнення стійкого економічного зростання, що є одним з базових стратегічних завдань розвитку національних економік, об'єктивно вимагає наявності адекватної фінансової системи, здатної ефективно трансформувати тимчасово вільні кошти організацій та населення в інвестиції. Важливим сегментом фінансового ринку як однієї із складових фінансової системи сучасних ринкових економік, що покликаний сприяти оптимальному та ефективному розподілу фінансових ресурсів між позичальниками, кредиторами та інвесторами, є фондовий ринок.

Радянська економічна школа, представниками якої є Анікін О., Владигеров Т., Гільфердинг Р., Красавіна Л., Мусатов В., Трахтенберг І., Федоренка В. та інші, розглядала фондовий ринок як невід'ємний елемент капіталістичної економіки та частину ринку позикових капіталів, на якому утворюється попит та пропозиція на особливий вид позикового капіталу – фіктивний капітал, що втілений у цінних паперах [37]. У роботах зазначених авторів мало місце ототожнення понять «фондовий ринок» та «ринок цінних паперів».

За своїм економічним походженням ринок цінних паперів належить до групи спеціалізованих ринків функціонального призначення, що сформувалася у другій половині ХХ-го століття під впливом розвитку кредитних відносин і акціонерної форми власності. Історично функціональним призначенням ринку цінних паперів було і залишається просування інвестиційного капіталу від тих, хто має в своєму розпорядженні вільні фінансові ресурси, до тих, хто має в них потребу. Тобто в економіці ринкового типу ринки цінних

паперів є дієвими механізмами перерозподілу інвестиційних ресурсів, трансформації заощаджень у інвестиції.

У даний час ринок цінних паперів є важливою складовою національного господарства і світової економіки, що визначає загальний рівень їх розвитку з позиції імплементації ринкових принципів господарювання, якості організації економічних відносин та культури підприємництва. З огляду на це досить часто у літературних джерелах ринок цінних паперів образно називають «барометром економічної погоди». Так, наприклад, у роботі Загорського В. [27]. зазначається, що «... за своєю сутністю й механізмом функціонування фондовий ринок є надчуттєвим індикатором, барометром стану економіки».

У зарубіжній теорії та практиці фондовий ринок розглядається або як частина фінансової системи, до складу якої входять також банківська система, ощадні установи, страхові компанії та пенсійні фонди, державний фінансовий сектор, або як частина фінансового ринку [38].

Досліджуючи ринок цінних паперів як елемент фінансової системи країни, необхідно врахувати, що він, як правило, не розглядається при вивченні її складної ієрархічної будови у якості елементів першого рівня. Це зумовлено тим, що структура фінансової системи визначається задіяною моделлю економіки та є відображенням притаманних їй форм і методів використання фінансів [126]. З точки зору сукупності фінансових ринків, фінансових інститутів, фінансових інструментів фінансову систему прийнято розглядати тільки у контексті формування та використання ринкового типу економіки. При цьому важлива роль відводиться фінансовому ринку, який забезпечує перерозподіл тимчасово вільних фінансових ресурсів, перетворює їх на фінансові активи, здатні приносити певний дохід власнику.

Для того, щоб розглянути роль ринку цінних паперів у фінансовій системі країни, необхідно, перш за все, визначитись із його місцем в сукупності фінансових сфер та ринків, що її формують.

Так, наприклад, Опарін В. [78] та Романенко О. [96], досліджуючи будову фінансової системи, виділяють у її складі забезпечувальну сферу представлену фінансовим ринком, що охоплює кругообіг фінансових ресурсів як специфічного товару, а саме всі існуючі форми фінансових ресурсів (у тому числі цінні папери) та методи торгівлі ними. При цьому фінансовий ринок має визначальний вплив на функціонування фінансової системи країни: від того, наскільки стабільно він функціонує та інтенсивно розвивається, залежить стабільність фінансової системи в цілому.

Отже, *роль ринку цінних паперів у фінансовій системі країни необхідно досліджувати скрізь призму його місця у функціонуванні фінансового ринку, який, як правило, розглядається як сукупність ринків, що забезпечують кругообіг фінансових ресурсів.* Тобто, передусім, необхідно визначитися із місцем ринку цінних паперів у складі фінансового ринку. Слід зауважити, що з цього питання не досягнута єдність думок серед вітчизняних та зарубіжних учених і практиків.

Перш за все, не зважаючи на те, що на нашу думку існують незначні розбіжності в розумінні термінів ринок цінних паперів та фондовий ринок, в даному дисертаційному дослідженні в процесі аналізу існуючої ситуації, а також, виходячи з того, що в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» визачення фондового ринку прирівняно до ринку цінних паперів, а також з врахуванням того, що в звітах державних регуляторів фінансового ринку статистична інформація надається саме в контексті тотожності фондового ринку та ринку цінних паперів, для даного дослідження приймаємо за основу, що ринок цінних паперів та фондовий ринок є поняття тотожні.

У країнах із розвиненою системою ринкових відносинах ринок цінних паперів займає у складі фінансового ринку настільки значне місце, що його навіть часто ототожнюють з фінансовим ринком. Але і в цьому випадку в зарубіжній економічній літературі чітко простежується, що ринок цінних паперів лише частина, хоча і значна, фінансового ринку або один з числа фінансових ринків. На нашу думку, коректно вести мову про те, що ринок цінних

паперів в структурі фінансового ринку є одним з взаємозв'язаних і доповнюючих один одного, окремо функціонуючим ринком фінансових ресурсів, що мають специфічну форму втілення – цінні папери.

Карпінський Б. та Герасименко О. [36] пропонують розглядати структуру фінансового ринку з точки зору функціонування двох взаємопов'язаних ланок – ринку грошей і ринку капіталів. Тобто, як бачимо, такий підхід не передбачає прямої вказівки на виділення ринку цінних паперів як елементу і на другому рівні ієрархічної будови фінансової системи країни. Разом з тим ними зауважується, що інструментами ринку капіталів, крім середньо- та довгострокових кредитних зобов'язань, є цінні папери, що визначають права власності – акції, а ринок грошей забезпечує концентрацію тимчасово вільних грошових коштів та їх надання в кредит, у тому числі за допомогою цінних паперів, що не дають права власності.

Ринок цінних паперів у зазначених авторів виникає як форма перетину і поєднання ринків грошей і ринку капіталів, заснована на спільному об'єкті торгівлі – цінних паперах, що дозволяє віднести його до третього рівня ієрархічної будови фінансової системи. За допомогою ринку цінних паперів здійснюється швидкий і ефективний перерозподіл капіталу між окремими суб'єктами господарювання, галузями, регіонами і країнами, який, на відміну від сфери державних фінансів, завжди має об'єктивний характер та визначається виключно критеріями ефективності використання фінансових ресурсів [36].

Подібний підхід із виокремленням ринку цінних паперів на третьому рівні структурної будови фінансової системи, але з дещо іншою ідентифікацією місця ринку цінних паперів в ньому міститься в дослідженнях фінансового ринку Івановим В. [30] та Іваницькою О. [33]. Івановим В. фінансовий ринок розглядається з точки зору двох основних складових – грошового ринку та ринку капіталів, а Іваницькою О. додатково пропонується виділяти ще строкові ринки, які дозволяють клієнтам зменшити або хеджувати ризики.

При цьому в обох випадках ринок цінних паперів разом із кредитним ринком виділяється як складова ринку капіталів.

У економічній літературі також можна зустріти підхід, при якому автори намагаються уникнути встановлення чітких взаємозв'язків між різними видами фінансових ринків, передбачених ієрархічною будовою фінансової системи. При цьому структура фінансового ринку диференціюється на складові елементи по-різному, залежно від обраної класифікаційної ознаки. Наприклад, за формою фінансових ресурсів фінансовий ринок поділяється на ринок грошей (ринок короткострокових боргових зобов'язань) і ринок капіталів (ринок фінансових інструментів, що відображають права власності і довгострокових боргових зобов'язань), а за організацією торгівлі – на кредитний ринок та ринок цінних паперів [79].

Також однорівневий підхід до структурування фінансового ринку, при якому ринок цінних паперів виділяється як складовий елемент другого рівня ієрархічної будови фінансової системи пропонується у роботах Василика О. [15], В.М. Шелудько [126], Леоненко П., Юхименко П., Ільєнко А. та інших [111]. Так, на думку Василика О. складовими фінансового ринку є валютний ринок, ринок кредитів, ринок цінних паперів, ринок фінансових послуг, Шелудько В. – ринок цінних паперів (фондовий ринок), валютний та кредитний ринки, а колектив авторів у складі Леоненко П., Юхименко П., Ільєнко А. та інших розподіляють фінансовий ринок на ринок грошей, кредитних ресурсів, цінних паперів і фінансових послуг.

На наш погляд, найадекватніше місце ринку цінних паперів у складі фінансового ринку відображають погляди на дане питання Карпінського Б. та Герасименко О., проте їх позиція має бути уточнена шляхом врахування слушної думки Іваницькою О. про доповнення першого рівня структурування фінансового ринку поряд з ринком грошей та ринком капіталів строковим ринком, який у частині обігу похідних цінних паперів також входить до складу ринку цінних паперів, якій виокремлюється на другову рівні структури фінансового ринку країни (рис. 1.1).



Рис. 1.1. Місце фондового ринку та ринку цінних паперів у просторі взаємодії фінансового ринку та ринку товарів і послуг (авторська розробка)

На думку автора, фондовий ринок є складовою ринку цінних паперів разом з ринком товаророзпорядчих (товарних) цінних паперів. Фондовий ринок пропонується розглядати як сукупність наступних ринків: приватизаційних, іпотечних та похідних фінансових інструментів, короткострокових боргових фінансових інструментів (зі складу грошово-кредитного ринку), довгострокових боргових фінансових інструментів та фінансових інструментів, що засвідчують право власності (зі складу ринку капіталу). Він слугує ринковим простором, де відбувається торгівля фінансовими ресурсами шляхом їх обміну на фінансові інструменти. Запропонований підхід, на відміну від існуючих, є комплексним та забезпечує встановлення чіткого зв'язку фондового ринку з процесом обміну фінансових ресурсів на фінансові інструменти, а також розмежування сфер обігу товаророзпорядчих (товарних) цінних паперів (на ринку цінних паперів, але поза межами фондового ринку) та фінансових інструментів (у межах як фондового ринку, так і ринку цінних паперів). Це унеможливіло усталене віднесення товаророзпорядчих (товарних) цінних паперів

до інструментів фондового ринку, оскільки вони хоча і обслуговують процес товарообігу, але не пов'язані з формуванням або трансформацією цільових фондів фінансових ресурсів.

Відмітимо, що у нормативно-правовому полі України прийнято вживати поняття «фондовий ринок» та «ринок цінних паперів» як синоніми, оскільки такий підхід зафіксовано у тексті Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [87]: фондовий ринок (ринок цінних паперів) – сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів). Проте у наукових колах досить часто зауважується необхідність зміни зазначеного положення із врахуванням специфіки об'єктів, що обертаються на відповідних ринках.

Наприклад, Мозговий О., ідентифікує зв'язок між поняттями «фондовий ринок» і «ринок цінних паперів» відповідно до їх етимологічного і історичного походження [69, с. 9-10]. Він зазначає, від XIX ст. терміном «фонди» позначаються цінні папери, які дають постійний процентний дохід. У міру виникнення нового вигляду цінних паперів – акцій, інвестиційних сертифікатів, опціонів, ф'ючерсів тощо, – ця назва поширилася і на них, а терміни «фондовий ринок» і «ринок цінних паперів» почали уживатися як синоніми.

Розуміння цих термінів як синонімів досить поширено і в сучасних умовах, що, на нашу думку, є недоцільним, з огляду на те, що розвиток ринку цінних паперів супроводжувався удосконаленням та ускладненням його структури та поступовим розширенням його меж поза сферу обігу лише фондових фінансових інструментів, які є традиційним об'єктом економічних відносин на фондовому ринку.

Як правило, дослідники питання структуризації ринку цінних паперів, які схильні розмежовувати його з фондовим ринком в системі відносин «загальне – часткове» виділяють фондовий ринок як складову ринку цінних паперів на основі ознаки часу обігу фінансових інструментів, що на ньому торгуються. Так, наприклад, Мозговий О. відносить одну частину ринку

цінних паперів, а саме сферу обігу короткострокових цінних паперів (з терміном обороту до 1 року) до складу грошового ринку, а іншу (середньо- і довгострокові цінні папери) – до фондового ринку [69]. У свою чергу Алексєєв М. включає до складу фондового ринку тільки довгострокові цінні папери та ототожнює його з ринком капіталу [1].

Причини виникнення такого підходу, на наш погляд, криються в різному розумінні сутності фінансового і грошового ринків, їх взаємодії. У західній практиці до 80-х років ХХ -го століття між фінансовим і грошовим ринком дійсно існував розрив. Фінансовий ринок зазвичай був локалізований на фондових біржах, де відбувалася торгівля цінними паперами: акціями і облігаціями. У грошового ринку подібної локалізації немає. На ньому традиційно діяли і діють банки і казначейство, які продають і купують, як правило, короткострокові боргові зобов'язання. Тільки у США існував ринок векселів, що поєднував у собі як прояви фінансового, так і грошового ринку через особливу причину: американські комерційні банки не мали прав виходити за межі одного штату, і тому фірми замість того, щоб мати справу з великим числом різних банків, вважали за краще залучати фінансові ресурси безпосередньо у широкій публіці. На початку 80-х років техніка використання векселів, набула широкого поширення і в інших західних країнах. Це ознаменувало створення нового, проміжного між грошовим і фінансовим ринку – фондового ринку. При цьому фондовий ринок складав основний зміст ринку цінних паперів.

Грошовий ринок, маючи раніше основну орієнтацію на банківський кредит, під дією процесів, пов'язаних з сек'юритизацією банківських кредитів, зазнав структурні зміни, що зумовило нововведення і на ринку цінних паперів. Останній перерис рамки фондового ринку. Поява комерційних цінних паперів (векселів, боргових зобов'язань з плаваючою процентною ставкою, облігацій, забезпечених матеріальними цінностями, гібридних цінних паперів, що поєднують риси акцій і облігацій, складських і заставних зобов'язань, чеків тощо) привела до появи нового сегменту ринку цінних паперів. Цей новий

ринок, зливаючись у міру розширення масштабів випуску і обігу комерційних цінних паперів із фондовим ринком, утворив сучасний ринок цінних паперів. Тенденція до сек'юритизації банківських кредитів розсунула межі фінансового ринку і, зрештою, відбулося «поглинання» грошового ринку фінансовим.

Ми погоджуємося з думкою, що термін, на який випускається цінний папір, не є достатньою підставою для її віднесення до об'єктів фондового ринку. Для цього вони повинні дозволяти формувати або трансформувати цільові фонди фінансових коштів в процесі емісії або обігу цінних паперів.

При розробці авторської позиції щодо місця ринку цінних паперів у складі фінансової системи та фінансового ринку країни та характеру співвідношення між фондовим ринком та ринком цінних паперів нами використано підхід, заснований на комплексному баченні змістовних характеристик, що впливають на відповідні взаємозв'язки. Він передбачає врахування трьох обставин:

- структури фондового ринку як сукупності правил і норм, на яких будуються економічні відносини між суб'єктами ринку, самих цих відносин і безпосередньо об'єктів і суб'єктів ринку;
- розмежування грошових і товарних цінних паперів;
- зазначеним вище розумінні зв'язку поняття «фондовий ринок» з терміном «фонди».

Такий підхід знайшов своє теоретичне обґрунтування у дослідженнях Архиреева С. і Зінченко Я. [4, с. 82]. Врахування цих трьох обставин в їх взаємозв'язку, на їх думку, дозволяє правильно встановити межі фондового ринку: до його інструментів не можна відносити товарні цінні папери, оскільки вони обслуговують процес товарообігу, але не пов'язані з формуванням або трансформацією цільових фондів фінансових ресурсів.

В даному випадку доречно пригадати, що цінні папери залежно від характеру операцій і операцій, що закладені у основу випуску цінних паперів, а також цілей їх випуску класифікуються на фондові, що знаходяться в обігу

на фондових біржах, і комерційні, які обслуговують процес товарообігу і певні майнові операції.

Звідси ринок цінних паперів – це двохсегментна система (структура), що складається з ринку комерційних цінних паперів і фондового ринку. Тому ототожнення понять «ринок цінних паперів» і «фондовий ринок», на нашу думку, є некоректним, вносить плутанину і в теорію, і в практику організації випуску та обігу цінних паперів.

Виділення в структурі ринку цінних паперів ринку комерційних цінних паперів дозволить через відповідність його інструментів встановити взаємозв'язки:

1) з ринком товарів і послуг за допомогою таких цінних паперів, як коносаменти, товарні ф'ючерси і опціони, комерційні векселі;

2) з ринком природних ресурсів – за допомогою заставних листів, акцій і облігацій, забезпеченням яких служать природні ресурси.

У свою чергу, виділення у складі ринку цінних паперів фондового ринку, цієї вищої форми інвестиційних ринків, підвищить його роль в макроекономічних процесах. Фондовий ринок виступає регулятором інвестиційної діяльності в ринковій економіці, визначає процеси накопичення капіталу, а враховуючи стійке співвідношення між накопиченням і споживанням. Якщо врахувати, що модель інвестицій лежить в основі всіх подальших моделей циклу, то ринок цінних паперів, який фіксує зміну курсів цінних паперів, відображає через біржові індекси сукупну прибутковість, служить індикатором ділової активності.

Зниження індексів протягом певного періоду вважається ознакою початку спаду, і, якщо не приймаються заходи по зміні стратегії і політики регулювання підприємницької діяльності і ділової активності, то криза, що почалася з ринку цінних паперів, розповсюджується на всю економіку. Така реакція з усією певністю характеризує роль ринку цінних паперів у відтворювальному процесі, в системі економічних відносин в цілому.

Досліджуючи шляхи модернізації безпеки національного фондового ринку Російської Федерації Берднікова Т. [6] зауважує, що як активна частина фінансового механізму ринок цінних паперів є одним з базових елементів, що забезпечує можливість деякої стабілізації перебігу економічних та соціальних процесів у життєдіяльності суспільства, що пов'язано із такими базовими сутнісними характеристиками ринку як: універсальність, загальний характер, масовість, динамічність, активність, мобільність, демократичність, волатильність, різноманітність і єдність (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

Вплив фондового ринку на соціально-економічну стабілізацію

Характеристика ринку	Характер прояву	Вплив на соціально-економічну стабілізацію
Універсальність	Цінні папери є фіктивною формою капіталу (фондової вартості), а також спеціальним інвестиційним товаром, в окремих випадках – своєрідним заміником грошей	Різні комбінації використання різних цінних паперів забезпечують реалізацію певних цілей та завдань соціально-економічного розвитку
Загальний характер	Є в усіх видах, сферах та формах, рівнях економічної діяльності, в усіх галузях та територіях	Забезпечує збалансований перетік капіталу між галузями, територіями, видами та сферами діяльності
Масовість	Багато учасників та видів цінних паперів, велика кількість різних одночасно здійснюваних фондових операцій	Залучення тимчасово вільних фінансових ресурсів вітчизняних та іноземних потенційних інвесторів
Динамічність	Швидке зростання обсягів фондових операцій, розвиток різних фінансових інструментів та диверсифікована інфраструктура, що постійно розширюється	Рішення окремих проблем інвестиційного забезпечення соціально-економічного розвитку
Мобільність	Різні технології фондових операцій, що постійно оновлюються. Розвиток Інтернет-трейдинга та біржових торгів у режимі реального часу	Реагування на новини відбувається миттєво, що може як стабілізувати, так і дестабілізувати соціально-економічний розвиток
Волатильність (змінюваність)	Висока нестійкість у результаті одночасного впливу різноспрямованих факторів зумовлює певну ризикованість вкладання у цінні папери	Різні коливання ринку цінних паперів викликають неминучі загальні економічні флуктуації, що можуть призвести до катастрофічних наслідків та, навпаки, – вміле регулювання може призвести до позитивних змін
Активність	Швидка реакція на політичні, економічні та соціальні події	Чутливість ринку дозволяє відслідковувати фінансові кризи та піднесення
Демократич-	Надає реальні можливості свободи	Залучення інвестицій для рішення

Продовження таблиці 1.1

Характеристика ринку	Характер прояву	Вплив на соціально-економічну стабілізацію
ніть	вибору інвестиційних рішень потенційним інвесторам	різних соціально-економічних завдань
Різноманітність та єдність	Різноманітність емітентів та інвесторів, посередників, видів діяльності та фондових операцій. Єдність первинного та вторинного, біржового та позабіржового, галузевих та регіональних ринків	Множинність форм та видів операцій, учасників операцій, видів цінних паперів дозволяє розв'язувати будь-які завдання соціально-економічного розвитку

Джерело: [6]

Аналіз визначень понять «ринок цінних паперів» та «фондовий ринок», що містяться в економічній літературі дозволяє зробити висновок, що істотних відмінностей, що вказували б на принципові змістовні аспекти їх сутності, як правило, авторами не зазначаються. По суті вони відображають практично однаковий підхід до розуміння сутності і фондового ринку, і ринку цінних паперів як сукупності економічних відносин з приводу випуску та обігу цінних паперів як специфічного товару, що реалізується на окремому сегменті фінансового ринку.

Залежно від зроблених акцентів при формуванні визначення поняття «фондовий ринок», а також обраного базового родового поняття нами виділено декілька підходів до його трактування: як сукупність економічних відносин, як складова частина фінансового ринку, як механізм обміну та як система акумулювання інвестиційних ресурсів (табл. 1.2).

Таблиця 1.2

Основні підходи до визначення поняття «фондовий ринок»

Автор	Зміст категорії
	Фондовий ринок як сукупність економічних відносин
Архирєєв С., Зінченко Я.	як сукупність відносин між його (автор. – фондового ринку) суб'єктами з приводу формування або трансформації цільових фондів фінансових коштів за участю цінних паперів, а також система принципів і правил, за якими будуються ці відносини [4, с. 83].
Галанов В., Басов А.	...сукупність економічних відносин з приводу випуску та обігу цінних паперів між його учасниками [101, с.93]
Відяпін В., Журавльова Г.	...система економічних відносин між тими, хто випускає та продає цінні папери, та тими, хто їх купує і стає їх власниками [130, с. 443]

Продовження таблиці 1.2

Автор	Зміст категорії
Мочерний С.	...сукупність економічних відносин між різними суб'єктами цього ринку (комерційними, інвестиційними банками, фондовими біржами та інституційними інвесторами – страховими компаніями, пенсійними та інвестиційними фондами) з приводу організації та купівлі акцій, облігацій і спеціальних цінних паперів [26, с. 254]
Фондовий ринок як складова частина фінансового ринку	
Бланк І.	... вид інвестиційного ринку, на якому продаються-купуються усі види фондових інструментів (короткострокові та довгострокові цінні папери, первинні та похідні) [10, с. 483]
Іванов Г., Райзберг Б.	... частина ринку позичкового капіталу, де здійснюється емісія та купівля-продаж цінних паперів [33, с. 101; 90, с. 308]
Каліна А., Корнєєв В., Кощеєв А.	... особливий сегмент фінансового ринку, на якому складаються відносини з приводу купівлі-продажу спеціальних документів (цінних паперів), що мають власну вартість, вільно обертаються та засвідчують відносини співвласності, позики, та похідних від них відносин між тими, хто залучає ресурси, випускаючи цінні папери (емітентами) та тими, хто їх придбає (інвесторами), із участю, як правило, особливих суб'єктів підприємницької діяльності – фінансових посередників [37, с. 7]
Павлов В., Пилипенко І., Кривов'язюк І.	... сегмент фінансового ринку, на якому за незначний час створюються необхідні умови та відбувається швидка мобілізація, ефективний перерозподіл і раціональне розміщення фінансових ресурсів у соціально-економічному просторі держави із урахуванням інтересів та потреб суспільства шляхом здійснення емісії цінних паперів різними емітентами [82, с. 6]
Фондовий ринок як механізм обміну	
Шарп У., Александр Г., Бейлі Дж.	... це механізм, що сприяє обміну фінансовими активами й існує для того, щоб звести разом покупців і продавців цінних паперів [127, с. 8]
Долан Е. Дж.	...механізм, що забезпечує переміщення потоків грошових фондів від домогосподарств, які мають заощадження, до фірм, які потребують інвестицій, і складається з великої кількості різноманітних "каналів", якими здійснюється рух коштів [24].
Кемпбелл Т., Ауєрбах Р., Роуз П.	...місце або механізм, за допомогою якого здійснюється встановлення ціни та обмін фінансовими активами – вимогами на певний дохід у майбутньому (акціями і борговими зобов'язаннями) [139; 157; 141]
Фондовий ринок як система акумулювання інвестиційних ресурсів	
Загородній А., Вознюк Г.	... є багатофункціональною системою, яка сприяє акумулюванню капіталу для інвестицій у виробничу та соціальну сферу, структурній перебудові економіки, позитивній динаміці соціальної структури суспільства, підвищенню добробуту громадян за рахунок володіння та вільного розпорядження цінними паперами [30, с. 702]

Джерело: складено автором

У літературних джерелах можна знайти також і підхід до трактування сутності фондового ринку, коли він розглядається як частина фінансової системи, у межах якої відбувається розміщення цінних паперів лише серед широкої громадськості та підприємств (фірм), виключаючи цінні папери, придбані фінансовими посередниками. При цьому державний фінансовий сектор, пов'язаний із запозиченнями держави для фінансування своїх потреб, не включається до складу фондового ринку [159]. На нашу думку, таке трактування фондового ринку є некоректний, оскільки змішує інституційний склад учасників ринку з його секторами, які виділяються окремо у залежності від видів інструментів, за допомогою яких укладаються угоди, та типів емітентів.

З точки зору розуміння місця фондового ринку у фінансовій системі країни досить корисними є трактування його як механізму обміну. При цьому фондовий ринок є механізмом, що забезпечує переміщення потоків грошових фондів від домогосподарств, які мають заощадження, до фірм, які потребують інвестицій, і складається з великої кількості різноманітних "каналів", якими здійснюється рух коштів [24]. По-перше, це канали прямого фінансування, якими кошти переміщуються безпосередньо від власників заощаджень до позичальників. Причому пряме фінансування може здійснюватися двома способами: або шляхом надання права пайової участі у власності на фірму (основними фінансовими інструментами виступають акції), або шляхом отримання позик (основними фінансовими інструментами виступають облигації). По-друге, це канали непрямого фінансування, по яких грошові кошти, рухаючись від заощаджувачів до позичальників проходять через особливі інститути – фінансових посередників.

Зауважимо, що з точки зору теми нашого дослідження досить важливі аспекти розкриття сутності фондового ринку містить визначення Каліни А., Корнеєва В., Кощеєва А. [38], у якому підкреслюється участь у процесі обігу цінних паперів особливих суб'єктів підприємницької діяльності – фінансових посередників, наявність яких має виняткове значення з позиції формування та розвитку інфраструктури ринку.

Фондовий ринок є важливим механізмом, який забезпечує ефективне функціонування всієї економіки. Ринкова взаємодія з цінними паперами здійснюється як в межах випуску цінних паперів, так і в межах їх обігу. Випуск цінних паперів являє собою безпосередній (у разі невеликих випусків цінних паперів, позитивної репутації емітента, для зменшення витрат по випуску тощо) або опосередкований (у разі недостатньої відомості емітента, невпевненості у можливості продажу всіх випущених цінних паперів, прагненні зекономити час та зусилля тощо) продаж цінних паперів емітентом і їх придбання інвесторами або посередниками вперше. З урахуванням існування вказаних двох форм продажу цінних паперів фондовий ринок прийнято поділяти на первинний та вторинний.

Первинний ринок об'єднує фазу конструювання нового випуску цінних паперів і їх первинне розміщення. Первинні фондові ринки існують як відносно нетривалі ринкові відносини з приводу конкретних цінних паперів, тобто вони є тимчасовими ринками. Проте вони виникають кожного разу, коли випускаються нові цінні папери, і у цьому розумінні існують постійно.

Головна функція первинного ринку полягає у мобілізації і централізації капіталу, у перетворенні відносно дрібних грошових заощаджень населення у великий капітал, у забезпеченні більш повного та швидкого переливу заощаджень в інвестиції за ціною, яка б задовольняла учасників; а його найважливіше завдання – зведення до мінімуму ризику інвестора. На це мають бути спрямовані державні законодавчі і нормативні акти, які регулюють діяльність ринку, вимоги щодо опублікування інформації про емітента, підготовки проспекту емісії, реєстрації цінних паперів та відповідних даних у фінансових органах.

Подальший рух випущених цінних паперів, здійснюваний від одних інвесторів або дилерів до інших, називається їх обігом. Взаємодія, яка виникає в процесі обігу цінних паперів, є вторинним ринком.

Отже, відмінності між первинним і вторинним фондовими ринками, насамперед, полягають у предметі угод купівлі-продажу (на вторинному ри-

нку торгують цінними паперами, придбаними в процесі випуску). Крім того, доход від продажу цінних паперів на вторинному ринку належить не емітенту, як це має місце на первинному ринку, а власникам зазначених паперів – інвесторам або дилерам. Також на вторинному ринку купівля-продаж цінних паперів не може здійснюватись шляхом підписки.

Вторинний ринок служить механізмом постійного переходу капіталу з одної форми в іншу, що створює умови, за яких можна в будь-який час вилучити в грошовій формі свій, раніше вкладений у цінні папери капітал та перевести його в інші альтернативні сфери застосування. Тому основоположним принципом функціонування вторинного ринку є ліквідність. Високий ступінь ліквідності цінних паперів залучає на фондовий ринок додаткові грошові капітали і поряд з їх доходністю служить критерієм для вкладання коштів в акції та облігації, що в свою чергу обумовлює виконання фондовим ринком перерозподільчої функції.

Вторинний ринок на відміну від первинного являє собою складну і розмаїту сукупність різних систем взаємодії. Тобто система вторинного ринку складається з підсистем – біржової та позабіржової торгівлі цінними паперами. Під біржовим ринком звичайно розуміють торгівлю цінними паперами, яка здійснюється на фондових біржах, тобто він нерозривно пов'язаний з поняттям «фондова біржа». Це ринок з найвищим рівнем організації, що максимально сприяє підвищенню мобільності капіталу та формуванню реальних ринкових цін на фінансові вклади, які перебувають в обігу. Позабіржовий ринок охоплює операції з цінними паперами поза біржею. У більшості випадків на цьому ринку відбувається первинне розміщення, а також перепродаж цінних паперів тих емітентів, які не бажають чи з об'єктивних причин не можуть виставити свої активи на біржу. У свою чергу, в межах позабіржового ринку виділяють організований та неорганізований ринки.

Біржовий і позабіржовий ринки є взаємодоповнюючими складовими частинами єдиного фондового ринку. Обидва сегменти являють собою досить складні та певним чином упорядковані системи торгівлі цінними папе-

рами, проте між ними існує також різниця у ступені впорядкованості щодо процедур укладання і виконання угод купівлі-продажу цінних паперів.

Роль позабіржового ринку полягає у тому, що він: збільшує обсяг інвестицій, оскільки завдяки своїй розгалуженості, масовості та оперативності наближає фондовий ринок до дрібного інвестора; оперативно знаходить для інвесторів найвигідніші об'єкти вкладення капіталу, а для реципієнтів – найприйнятніші джерела фінансування; сприяє розвитку фондового ринку на рівні регіонів, оскільки є корисним економічним інструментом для місцевих органів влади; створює передумови для прискореного розвитку інфраструктури фондового ринку в країні, зокрема для створення електронних інформаційних каналів і мереж, що забезпечують відкритість процесу випуску та обігу цінних паперів та обґрунтованість рішень, що приймаються, щодо їх продажу та купівлі; є сприятливим середовищем розвитку послуг для учасників фондового ринку: інвестиційного консультування, управління портфелями цінних паперів, інших видів діяльності фондових посередників; сприяє зростанню професіоналізму учасників фондового ринку, є резервом кадрів для створюваних фондових бірж.

У більшості країн позабіржовий ринок являє собою складну систему ринкових відносин. Найбільш важливими її підсистемами є: підсистема організованої міждилерської торгівлі, приватно-дилерська підсистема, а також підсистеми типу "via vendor", "дилер-інвестор-дилер", "емітент-інвестор-емітент" та "інвестор-інвестор" [44, С.121-129].

Безсумнісно, роль фондових ринків у системі економічних відносин визначається виконуваними ними функціями. Так, група американських вчених – представників Вашингтонського університету вважає, що основною функцією фондових ринків є «фінансова», яка означає переведення фінансових коштів від кредиторів до позичальників. З першою функцією тісно пов'язана й друга – «економічна», яка полягає у тому, що фондові ринки сприяють передачі реальних економічних ресурсів від кредиторів до позичальників. Ви-

конуючи ці функції, фондові ринки, на думку вчених, сприяють у кінцевому підсумку зростанню суспільного добробуту [150, с.11-12].

У свою чергу, Кемпбелл Т. вважає, що функціями фондового ринку є забезпечення власників цінних паперів ліквідними активами та зниження вартості операційних витрат [142]. При цьому значення фондових ринків, як зазначає вчений, розповсюджується не лише на ділове життя, але й на особисте життя кожного члена суспільства. А Ауербах Р., розвиваючи думку А. Сміта про те, що ринки поглиблюють процеси спеціалізації у виробництві, головною функцією фінансових ринків вважає розподіл ресурсів у найприбутковішій галузі виробництва [140].

Отже, нормально функціонуючі фінансові ринки, складовими яких є ринок цінних паперів та його окремих сегментів – фондовий ринок, сприяють оптимальному розподілу капіталу, при цьому витрати, пов'язані з процесом розподілу, зменшуються у міру розвитку цих ринків.

Національний ринок цінних паперів, що опосередковує особливий вид фінансово-правових відносин, які виникають у результаті купівлі-продажу спеціальних фінансових активів – цінних паперів, стимулює мобілізацію капіталів, забезпечує перерозподіл вільних коштів між різними сферами, галузями економіки на користь перспективних виробництв, що інтенсивно розвиваються, оскільки здійснюють певний вплив на соціально-економічний розвиток в країні. Такий вплив може бути диференційований на характером – на прямий та опосередкований, а також за позиціонуванням ринку цінних паперів – як складової фінансового ринку, як частини світового фондового ринку та як окремої частини економічної системи країни (табл. 1.3).

Узагальнення наведених у табл. 1.3 форм впливу ринку цінних паперів на соціально-економічний розвиток, дозволяє зробити висновок, що як самостійний економічний феномен, фондовий ринок поєднує усі прошарки суспільства у якості учасників фондових операцій, за рахунок залучених інвестицій стимулює соціально-економічний розвиток, сприяє зростанню інвести-

ційної самостійності економічних суб'єктів, забезпечує вільну конкуренцію, впливає на соціальну структуру та стан суспільства.

Таблиця 1.3

Форми впливу ринку цінних паперів на соціально-економічний розвиток країни

Позиціювання ринку цінних паперів	Прямий вплив	Опосередкований вплив
Складова фінансового ринку	<p>Забезпечує мобільний перетік капіталу.</p> <p>Є альтернативою ринку позичкового капіталу у забезпеченні акумулювання тимчасово вільних фінансових засобів юридичних та фізичних осіб, залучає інвестиції іноземних інвесторів, необхідні для розвитку різних секторів економіки.</p> <p>Недостатній розвиток фінансових інструментів ринку цінних паперів скорочує загальнопропозицію на фінансовому ринку, а отже й можливості залучення потенційних інвестицій в економіку</p>	<p>Низькі темпи розвитку ринку цінних паперів не дозволяють активно розвивати соціальну сферу, оскільки дефіцит інвестицій у емітентів не дозволяє їх отримувати достатній прибуток, за рахунок якого можливо фінансувати будівництво та підтримувати об'єкти соціальної сфери (житлове будівництво, освіта, охорона здоров'я тощо).</p> <p>У підсумку не забезпечується комплексний характер соціально-економічного розвитку країни.</p>
Частина світового фондового ринку	<p>Падіння цін на цінні папери національних емітентів, що знаходяться в обігу на світових фондових ринках, не сприяє економічній стабільності національної економіки</p>	<p>Провали світових фінансових ринків мало впливають на достатньо автономний національний фондовий ринок, на якому не здійснюється масовий обіг іноземних цінних паперів</p>
Окрема частина економічної системи	<p>Позитивна динаміка фондового ринку забезпечує необхідний притік інвестицій у реальний сектор економіки, розвиток якого є необхідною умовою для соціального розвитку.</p> <p>Падіння фондових індексів безпосередньо впливає на цінні папери підприємств, що їх формують.</p> <p>Низькі дивіденди. Низька курсова вартість окремих цінних паперів роблять національну економіку не привабливою для інвестицій</p>	<p>Падіння курсів цінних паперів не означає пряме порушення бізнесу, титулами власності якого вони є.</p> <p>Різка падіння фондових індексів непрямо впливає на контрагентів підприємств, цінні папери яких є складовими цих індексів</p>

Джерело: [6]

Таким чином, сучасний ринок цінних паперів є складною системою економічних відносин, пов'язаних з випуском і обігом цінних паперів, діяльністю учасників ринку цінних паперів і регулюванням цієї діяльності, відносин, що створюють умови для функціонування суспільного капіталу за допомогою випуску і обігу цінних паперів, розподілу доходів і ризиків інвестицій. Ринок цінних паперів – складне утворення із структурою, що сегментується на підсистеми залежно від специфіки відповідних економічних відносин.

До складу ринку цінних паперів як складної ієрархічної системи входить упорядкована сукупність взаємопов'язаних та функціонально взаємозалежних підсистем, однією з яких є інфраструктура ринку цінних паперів (рис. 1.2).

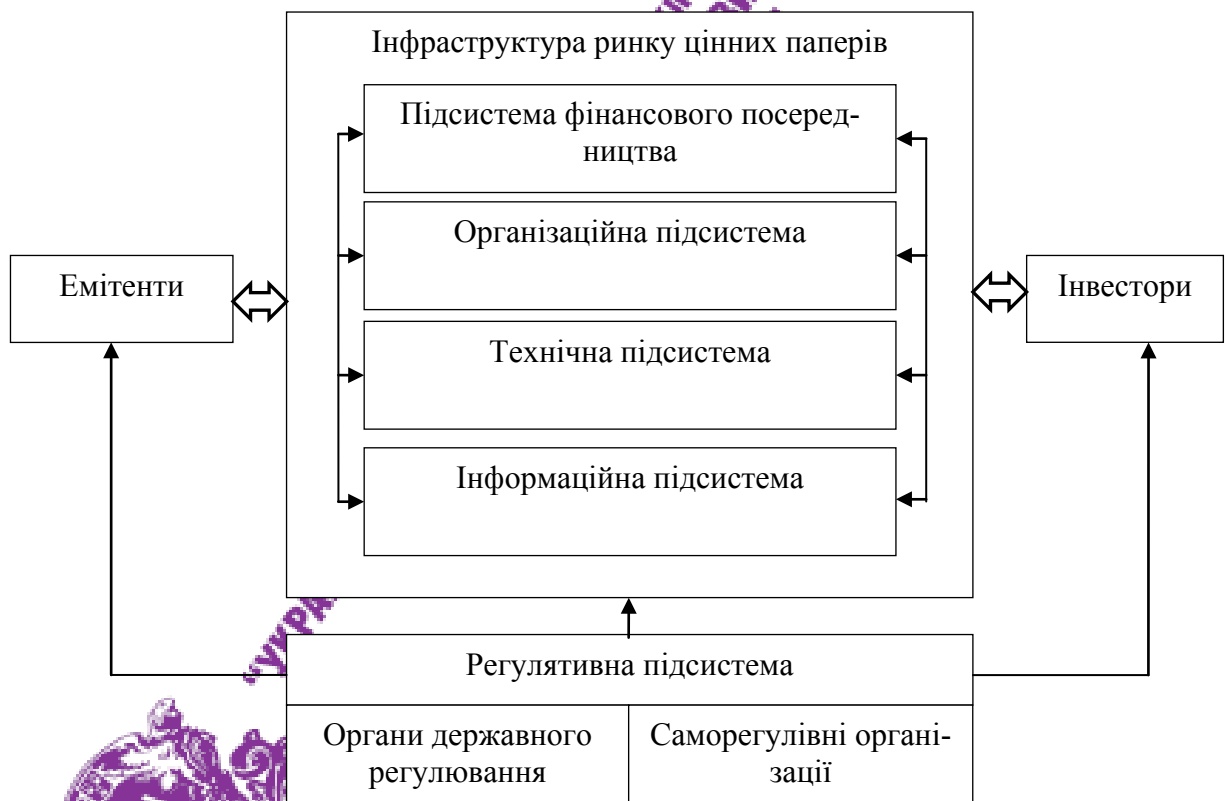


Рис. 1.2. Структура ринку цінних паперів (авторська розробка)

Зауважимо, що кожна з виділених підсистем може виступати як окрема система нижчої ієрархічної підпорядкованості відносно ринку цінних паперів.

Підсумовуючи вищезазначене, можна зробити такі висновки:

- по-перше, фондовий ринок є сегментом ринку цінних паперів, важливим інститутом ринкової економіки, який представлений сукупністю різних видів цінних паперів та фінансових інститутів, які забезпечують їх обіг;

- по-друге, фондові ринки відіграють виключну роль у забезпеченні процесу розподілу фінансових ресурсів в економіці. Вони створюють можливість вільного міжгалузевого переливання капіталу по каналах прямого фінансування або через фінансових посередників, а також дозволяють перетворювати заощадження у виробничі інвестиції. Будучи оптимальним розподільчим механізмом, фондові ринки створюють умови для зменшення витрат, що виникають у процесі руху капіталу, забезпечуючи при цьому інвесторів такими ліквідними активами, як цінні папери;

- по-третє, специфічність фондового ринку полягає також у тому, що через використання похідних цінних паперів він виконує функцію страхування фінансових ризиків.

Сучасні глобальні ринки капіталів характеризуються розмаїттям фінансових інструментів та значною кількістю учасників з особливими, часом зовсім протилежними інтересами. В такій ситуації значно ускладнюється проблема ефективної організації функціонування фондового ринку, що, зокрема, вимагає визначення чітких підходів до аналізу ролі окремих учасників ринку, інститутів та їх груп, характеру зв'язків та форм налагодження взаємодії між ними як суб'єктів інфраструктури фондового ринку.

1.2. Економічна сутність, складові та особливості розвитку інфраструктури фондового ринку

Підвищення вимог інвесторів до точності та своєчасності здійснення розрахунків, захисту прав власності при проведенні операцій з цінними папе-

рами в умовах постійного розширення обсягів інвестування, спектру послуг, що надаються фінансовими посередниками, ускладнення технологій забезпечення процесів купівлі-продажу, обороту та зберігання цінних паперів, зумовлює посилення наукового інтересу до дослідження питань формування нової інфраструктури фондового ринку.

В умовах становлення ринку цінних паперів Україні вивчення теорії і практики функціонування його інфраструктури, оптимізації її складу та формування ефективних механізмів взаємодії окремих елементів набуває особливої значущості, оскільки інвестиційна привабливість цінних паперів, що реалізуються на фондовому ринку України, в значній мірі визначається узгодженістю взаємодії всіх елементів ринкової інфраструктури, спрямованої на забезпечення максимальної реалізації інвестиційних інтересів вітчизняних та іноземних учасників угод з купівлі-продажу цінних паперів як об'єкту інвестування, який характеризується певною доходністю та ризикованістю вкладання капіталу.

На жаль, дослідження галузевих інфраструктур залишаються найменш розробленим напрямом сучасних економічних досліджень. Ця обставина відноситься і до інфраструктурного забезпечення функціонування фондового ринку, хоча окремі питання функціонування інфраструктури ринку цінних паперів аналізувалися у роботах багатьох вітчизняних та іноземних науковців і практиків. Серед яких можна відзначити Х. Зінгера, А. Пізенті, Ф. Йохімсена, Г. Хедткампа, О. Вільямсона, С. Бірюка, Ю. Беленького, М. Бурмаки, А. Головка, В. Жупаненка, В. Корнєєва, О. Мозгового, І. Рекуненка, В. Смагіна, С. Хоружого, Ш. Шелудько та інших, кожен з яких пропонує свої підходи до визначення інфраструктури ринку.

Слід зазначити, що у науковій літературі склався дещо спрощений підхід до вивчення проблем розвитку інфраструктури фінансового ринку в цілому, та фондового ринку як окремого його сегменту. Наукова думка поки що не запропонувала єдиного цілісного системного трактування сутності поняття «інфраструктура ринку цінних паперів», в якому б узгоджувалися дос-

татньо протилежні прояви її змісту – виняткова роль у забезпеченні ефективності операцій з продажу-купівлі цінних паперів та певний другорядний обслуговуючий характер стосовно інших учасників фондового ринку.

Недостатній рівень розробки сучасною економічною наукою проблеми інфраструктури фінансового ринку, в цілому, та фондового ринку як окремої його складової, зокрема, ускладнює раціональне здійснення господарської практики реалізації обмінних операцій з приводу купівлі-продажу фінансових інструментів, а також загальний перебіг інвестиційних процесів в Україні. Це зумовлено тим, що у таких умовах фактично відсутня система обґрунтованих та дієвих рекомендацій щодо створення адекватного інфраструктурного забезпечення ефективного функціонування ринку, що органічно поєднувала б світовий досвід із національною специфікою української економіки.

Науковці, як правило, в цілому визнаючи її важливість, місце та роль у забезпеченні нормальної реалізації економічних відносин між прямими учасниками ринкових угод, акцентують увагу саме на підлеглих та залежності інфраструктури від інтересів та дій інших учасників. При цьому здебільшого вивчаються зв'язки інфраструктури з потребами та інтересами інших учасників фондового ринку та ігнорується проблема внутрішньої будови самої інфраструктури як самостійного об'єкту дослідження, організаційно-технічних форм та фінансово-економічних моделей взаємодії окремих її елементів.

Економічна література останніх років характеризується різними тлумаченнями, визначеннями і точками зору на сутність, роль і місце інфраструктури фондового ринку в системі національного господарювання, проте вона характеризується відсутністю єдиного узгодженого підходу. В сучасних умовах одночасно співіснують кількох підходів щодо сутності інфраструктури фондового ринку – від суто суб'єктного (інституційного) до нормативно-правового [20]. Аналітичний огляд літературних джерел та досліджень інфраструктури ринку цінних паперів [7; 33; 38; 44; 45; 55; 57; 129; 72] показує, що сьогодні серед науковців не сформувалось єдиного підходу до визначення поняття «інфраструктура ринку цінних паперів», немає чітко сформованого

кола учасників ринку. Це зумовлено, насамперед, складною будовою самої інфраструктури фондового ринку.

Щоб підійти до визначення сутності інфраструктури фондового ринку, необхідно дослідити родові по відношенню до нього поняття «інфраструктура» та «ринкова інфраструктура», які пропонують двома взаємопов'язаними економічними концепціями – народногосподарською та ринково орієнтованою, що мають витоки з системи поглядів, властивих радянській та капіталістичній економічним наукам відповідно.

Етимологічно термін «інфраструктура» походить від поєднання латинських слів «infra» – знизу та «structure» – будова, взаєморозташування, тобто позначає те, що належить до внутрішньої, нижньорівневої будови об'єкта вивчення.

Що стосується історії становлення та першості у введенні поняття «інфраструктура» у науковий вжиток, то дане питання також залишається досить дискусійним. Уперше він був застосований у дослідженнях західних економістів у 40-х рр. ХХ ст. в процесі аналізу стану та розробки теоретичних концепцій щодо економічного розвитку країн, які вийшли з-під колоніальної залежності.

Проте певні спроби наукової постановки проблеми формування інфраструктури в економіці та осмислення її місця і значення в організації економічних відносин між суб'єктами господарювання можна знайти у роботах економістів і більш раннього часу, зокрема, у працях К. Маркса [64]. При цьому саме поняття «інфраструктура» не використовувалося, про те розглядалося поняття торгового посередника (у термінології К. Маркса – купця) у контексті, що до певної міри збігається із сучасними уявленнями про інфраструктуру. Так, в «Капіталі» К. Маркса торговий посередник визначається як своєрідний агент перетворення форми товарів через їх купівлю та наступний продаж, який за допомогою своїх операцій скорочує для багатьох виробників витрати часу на здійснення цих операцій, тобто як особа, що знижує витрати обігу і товарного виробництва, тим самим сприяючи зростанню ефективнос-

ті. К. Маркс пропонує розглядати його «... як машину, що зменшує некорисну витрату сили або що допомагає вивільнити час для виробництва. Він працює так само, як усякий інший, але зміст його праці в тому, що він не створює ні вартості, ні продукту. Він приносить користь тим, що завдяки його діяльності менша частина робочої сили і робочого часу суспільства витрачається на цю непродуктивну функцію» [64].

У подальшому відповідні теоретичні постулати класика наукового комунізму К. Маркса були закладені у формування спеціальної економічної області дослідження проблематики інфраструктури західними економістами-теоретиками, прихильниками інституціоналізму — концепції витрат, пов'язаних з проведенням трансакцій в рамках загальних умов розвитку суспільного виробництва, що мають мету створення сприятливих передумов для розвитку приватного капіталу.

Крім того, «Капітал» К. Маркса містить розгляд низки інших понять, таких як, наприклад, «загальносуспільні умови виробництва», «загальні умови суспільного процесу виробництва», «матеріальні умови виробництва», «загальні умови праці», економічний зміст яких збігається із змістовним наповненням терміну «інфраструктура», що виник пізніше для означення відповідних економічних явищ.

Англійський економіст А. Янгсон називає першовідкривачем даного терміну Х. Зінгера [155], який на початку 40-х років ХХ століття прийшов до висновку, що в країнах, що формують систему ринкових відносин, необхідно дотримуватися спеціальної інвестиційної стратегії, спрямованої на формування «кумулятивного процесу» в розвитку економіки. При цьому головний фактор виникнення таких «кумулятивних процесів» в країнах, що розвиваються, він вбачав у інвестуванні в інфраструктуру, яке повинно в цих країнах сприяти зростанню національного доходу та у подальшому стимулювати розвиток економіки. У розвинених країнах, на думку Х. Зінгера, роль інфраструктури є другорядною у забезпеченні економічного розвитку, а інвестиційна політика обмежується створенням сприятливих умов для функціону-

вання механізмів ринкового саморегулювання, здатних ефективно спрямовувати інвестиції.

На відміну від А. Янгсона, П. Самуельсон [107] основоположником введення в економічну науку терміну «інфраструктура» називає американського дослідника П. Розенштейн-Розана, який у 1955 р. видав працю, у якій досліджував місце і роль інфраструктури у суспільствах з різним рівнем економічного розвитку, активно оперуючи відповідним поняттям [76]. Він визначив інфраструктуру як комплекс загальних умов, що забезпечують сприятливий розвиток приватного підприємництва в основних галузях економіки і задовольняють потреби всього населення. П. Розенштейн-Розан включав у інфраструктуру так звані «базові галузі економіки» — енергетику, транспорт, зв'язок, розвиток яких є вихідною умовою для того, щоб приватна промисловість була в змозі зробити перший ривок, здійснюючи продуктивні інвестиції, що швидко окупаються. Отже, він дав трактування виникнення інфраструктури як потреби у формуванні ефективного середовища взаємодії ринкових суб'єктів для ініціювання інтенсивного економічного розвитку.

У вітчизняній економічній літературі інфраструктура тривалий час розглядалася лише з позиції забезпечення життєдіяльності народного господарства в цілому. При цьому вона традиційно розділялася на три складові: виробничу, соціальну і інфраструктуру забезпечення зовнішньоекономічної діяльності [11; 18; 35; 52]. Саме це зумовило поширення і в сучасних дослідженнях погляду на проблему формування інфраструктури виключно у загальноекономічному, цілісному народногосподарському аспекті.

Наприклад, «Великий енциклопедичний словник» [13] надає таке визначення загального визначення поняття «інфраструктура»: «...сукупність споруд, будівель, систем і служб, необхідних для функціонування галузей матеріального виробництва і забезпечення умов життєдіяльності суспільства. Розрізняють виробничу (дороги, канали, порти, склади, системи зв'язку і ін.) і соціальну (школи, лікарні, театри, стадіони і ін.) інфраструктуру. Іноді тер-

міном «інфраструктура» позначають комплекс так званих інфраструктурних галузей господарства (транспорт, зв'язок, освіта, охорона здоров'я і ін.)».

Практично аналогічні трактування поняття інфраструктури містяться у економічних енциклопедіях і словниках (табл. 1.4).

Таблиця 1.4

Огляд визначень понять «інфраструктура», «ринкова інфраструктура», «інфраструктура ринку»

Джерело	Поняття, що використовується	Визначення поняття
Інфраструктура як елемент економічної системи (народногосподарська концепція)		
С. Ожегов [109]	Інфраструктура	галузі економіки, науково-технічних знань, соціального життя, які безпосередньо забезпечують виробничі процеси і умови життєдіяльності суспільства
А. Азрилиян, О. Азрилиян, Е. Калашникова, О. Квардакова [12]	Інфраструктура	комплекс галузей господарства, обслуговуючих промислове і сільськогосподарське виробництво: будівництво шосейних доріг, каналів, водосховищ, портів, мостів, аеродромів, складів, енергетичне господарство, залізничний транспорт, зв'язок, водопостачання і професійна освіта, витрати на науку, охорона здоров'я тощо
В. Н. Шимов [110]	Інфраструктура	комплекс виробничих і невиробничих галузей, що забезпечують умови відтворення: дороги, зв'язок, транспорт, освіта, охорона здоров'я. Основна виробнича інфраструктура – мережа енергопостачання, транспорту і зв'язку
К. Пасс, Б. Лоуз, Л. Девіс [86]	Інфраструктура	мережі, у яких здійснюються постачання продукції між віддаленими один від одного економічними агентами, а також галузі економіки, що експлуатують такі мережі
Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. [112]	Інфраструктура	сукупність галузей, підприємств і організацій, що входять в ці галузі, видів їх діяльності, покликаних забезпечувати, створювати умови для нормального функціонування виробництва і обігу товарів, а також життєдіяльності людей. Розрізняють виробничу і соціальну інфраструктуру. У інфраструктуру включають дороги, зв'язок, транспорт, складське господарство, зовнішнє енергопостачання, водопостачання, спортивні споруди, озеленення, підприємства по обслуговуванню населення. Іноді до інфраструктури відносять науку, освіту, охорону здоров'я
Стаханов В.Н.	Інфраструктура	комплекс специфічних трудових процесів по виробництву послуг, які забезпечують обмін діяльністю в суспільному виробництві та житті лю-

		дей
--	--	-----

Продовження таблиці 1.4

Джерело	Поняття, що використовується	Визначення поняття
Інфраструктура як функціональний елемент ринкового механізму (ринковоорієнтована концепція)		
Кисельова Т. [41, с. 196]	Інфраструктура ринку	комплекс інститутів, що забезпечують нормальне безперервне функціонування ринку, що виконують функції посередників і беруть на себе вирішення допоміжних завдань товарно-грошового кругообігу між домогосподарствами і фірмами
Козельська І. Н.	Ринкова інфраструктура	сукупність посередників на ринку, що забезпечують ефективні взаємодії між безпосередніми виробниками і споживачами товарів, між кінцевими позичальниками і кредиторами
Федько В.П., Федько Н.Г. [125]	Ринкова інфраструктура	сукупність видів діяльності, що забезпечують ефективне функціонування об'єктів ринкової економіки та їх єдність у визначеному реальному ринковому просторі
Беляєвський І.К.	Інфраструктура ринку	сукупність допоміжних підгалузей та засобів, які організаційно та матеріально забезпечують основні ринкові процеси - взаємний пошук один одного продавцями та покупцями, товарний рух, обмін товарів на гроші, а також господарсько-економічну та фінансову діяльність ринкових структур

Джерело: складено автором

Приведені терміни за економічним змістом практично співпадають із формулюванням П. Розенштейн-Розан, і відповідають поняттю інфраструктури суспільного виробництва. Аналіз вищенаведених трактувань інфраструктури дозволяє зробити висновок, що, не зважаючи на певні відмінності, у всіх них наявна вказівка на забезпечуючий, обслуговуючий характер діяльності інфраструктури. Таким чином, забезпечення життєдіяльності, обслуговування чого-небудь правомірно вважати фундаментальними властивостями, сутнісними характеристиками будь-якої інфраструктури. Важливо підкреслити і те, що інфраструктура – це не одиничний елемент, а певна їх сукупність, що характеризується ознаками цілісної системи.

Такої ж думки дотримувався П. Самуельсон, відзначаючи, що держава свідомо йде на інвестиції в інфраструктуру, оскільки «збільшення суспільного допоміжного капіталу» (social overhead capital) створює «неявні вигоди,

від яких не можна чекати грошових прибутків для приватних інвесторів», тому що «масштаби деяких з них занадто великі для обмежених ринків приватного капіталу, а інші окупатимуться протягом дуже тривалого терміну, щоб приватні інвестори дуже ними цікавилися» [107]. У свою чергу, на думку, А. Пізенті [108] вважає, що «... класичні капіталовкладення, яких вимагає від держави капіталізм, повинні мати своїм об'єктом «суспільні роботи», тобто створення того комплексу умов, який нині іменують в світі інфраструктурою (дорожня мережа, транспортні засоби, землеустрій, тощо). Ці роботи скорочують накладні витрати капіталістичних підприємств, тобто покращують економічне середовище, в якому ті діють, полегшуючи процес обігу капіталу».

Не заперечуючи важливості дослідження ролі інфраструктури в забезпеченні життєдіяльності народного господарства в цілому, ми погоджуємося з позицією авторів [126; 124; 117], які зауважують, що інфраструктуру правомірно розглядати і досліджувати і в менш глобальному сенсі, враховуючи особливості складу та побудови взаємозв'язків між окремими інфраструктурними елементами у різних галузях або сферах господарювання та власну специфіку, що визначається характером економічної діяльності у цих сферах. На нашу думку, потреба в дослідженнях галузевих інфраструктур набуває особливої актуальності в умовах ринкової економіки, що характеризується істотним розширенням і ускладненням господарських зв'язків.

Вивчення інфраструктури з позиції трактування її як окремої функціональної підсистеми суспільного процесу виробництва і категорії економіки ринкових відносин дозволяє стверджувати про необхідність синтетичного поєднання при її визначенні проявів подвійної природи даного економічного явища, а саме: закономірність виділення обслуговуючого сектору у складі ринку як сфери реалізації економічних відносин, пов'язаних з товарним обміном, що дозволяє економити на витратах, а також потребу у нарощенні витрат для інвестуванні у формування цього сектору.

У процесі формування ринкових відносин з метою відображення особливостей дії ринкових механізмів у регулюванні процесу суспільного відтворення у вітчизняних наукових публікаціях широко почав застосовуватися термін «ринкова інфраструктура» або «інфраструктура ринку». Його впровадження стало своєрідною спробою диференціювати відмінності побудови інфраструктури народного господарства в адміністративно-командних та ринкових економіках. При цьому під інфраструктурою ринку у більшості випадків розуміється сукупність суб'єктів матеріального, технологічного, організаційного, інформаційного, фінансового і правового характеру, що забезпечують безперебійне функціонування ринкового механізму і безперервність відтворювального процесу при реалізації товарів і послуг на основі цін, що досягаються на ринку рівновагою платоспроможного попиту і пропозиції [118].

Отже, потреба в понятті «інфраструктура» з'явилася об'єктивно та закономірно на певній стадії розвитку світової економічної системи та суспільного виробництва, у міру розширення і поглиблення господарських зв'язків, коли без наявності обслуговуючих виробництв різко знижується ефективність виробництва. Ця потреба полягала у необхідності виділити специфічні характеристики особливого роду допоміжної обслуговуючої, яка є до певної міри зовнішньою та забезпечуючою по відношенню до основного виробництва і соціальних потреб населення.

Слід зауважити, що вище зазначена характерна риса інфраструктури дозволяє стверджувати, що вона є обов'язковим компонентом будь-якої цілісної економічної системи [43]. Саме такий підхід, на нашу думку, забезпечує системне уявлення про сутність та роль інфраструктури, що має як матеріально-речову форму, так і певне функціональне призначення в організації економічних відносин, а саме формує ці відносини між господарюючими суб'єктами сфери виробництва та обігу. У цьому контексті нам вбачається досить правильною позиція В. П. Федько, який відзначає, що ці два аспекти

інфраструктури повинні розглядатися як дві сторони єдиного поняття, явища [126].

З точки зору системного підходу інфраструктуру має розглядати як сукупність елементів, які забезпечують безперебійне функціонування взаємозв'язків об'єктів і суб'єктів певної економічної системи, одним з варіантів реалізації якої є і фондовий ринок. З цього визначення випливає, що інфраструктура як певна підсистема в іншій системі покликана забезпечити узгодженість дії суб'єктно-об'єктних та міжсуб'єктних взаємозв'язків елементів цілісної економічної системи та певним чином регулювати її функціонування, впорядковуючи взаємодію всіх елементів.

З точки зору свого походження інфраструктура фінансового ринку в цілому та ринку цінних паперів як його складової, на яких рух товарно-грошових потоків забезпечується виключно за рахунок укладання угод (транзакцій), є інституціоналізованою формою транзакції [43]. При цьому інституціоналізація передбачає необхідність створення цілої системи спеціалізованих інститутів, які є невід'ємною складовою розвинутої ринкової економіки і становлять її інфраструктуру. Інфраструктура за допомогою своєї діяльності скорочує для учасників ринку час здійснення операцій і витрати із ними зв'язані, тобто витрати обігу, тим самим вивільняючи ресурси учасників ринку для ефективнішої роботи.

Базові методологічні положення, що дозволяють пояснити принцип дії інфраструктури на ефективність проведення фінансових операцій, у тому числі і на фондовому ринку, були розроблені в межах теорії інституціоналізму. При цьому особливий інтерес представляє погляд на механізми формування інституціональної структури економіки і суспільства Дж. Коммонса та Р. Коуза [146, 147]. Досліджуючи базові положення неокласичної теорії щодо досконалості ринку як механізму оптимізації витрат вони показали, що на практиці об'єктивно виникають витрати використання ринкового механізму, тобто так звані транзакційні витрати.

Саме через існування трансакційних витрат Р. Коуз пояснює виникнення ринкової інфраструктури як сукупності спеціалістів, що забезпечують процес обміну між прямими учасниками угоди з купівлі-продажу: «Покупці і продавці мають знаходити один одного; покупці повинні вивчити те, що продавці можуть їм запропонувати, а продавці – що покупці хочуть придбати; обидві сторони мусять вивчити ціни, за якими інша сторона погодиться здійснювати операції, сторони повинні вести переговори, виробляти контракти, забезпечувати їх виконання і таке інше. Створюватимуться ринки і з'являтимуться спеціалісти — дилери і брокери – для забезпечення процесу обміну. Саме витрати такої діяльності я називаю трансакційними витратами» [146].

Слід зазначити, що сучасне розуміння трансакційних витрат варіює від вузьких визначень, що пов'язують ці витрати з окремими видами економічної діяльності, до широких, що підкреслюють інституційну природу явища (табл. 1.5), проте всі вони прагнуть зв'язати трансакційні витрати з певними діями і затратами, які виникають у процесі укладання угоди на ринку.

Таблиця 1.5

Огляд трактування поняття трансакційних витрат

Автор, джерело	Поняття, що використовується
К. Ерроу [136, с. 66]	витрати експлуатації економічної системи
Дж. Джоунс і С Хілл [152].	витрати на переговори, моніторинг і виконання угод, які дозволяють сторонам дійти згоди
А. Алчіан [3].	трансакційні витрати виникають, оскільки існують проблеми спілкування, обробки інформації, дотримання умов договору, нечіткі визначення прав тощо
С. Чанг [146., с 52]	будь-які інституційні витрати, які виникають у будь-якій економіці, яку організовано не за Вальрасом
О. Уильямсон, Я. Корнаї " [120, с 53]	є еквівалентом тертя в механічних системах, яке заважає оперативному укладанню угод між економічними агентами
Д. Алєн [67]	витрати встановлення і забезпечення права власності

Джерело складено автором

Саме прагненням уникати витрат з укладання операцій на ринку пояснює існування інфраструктури ринку, в якій відбувається алокація інформаційних ресурсів щодо стану основних факторів, які визначають доцільність укладання угоди з купівлі-продажу. Відповідно, інфраструктура ринку існує

ватиме та розширюватиметься до тих пір, поки вона реалізує функцію координації інформаційних потоків між прямими учасниками угоди при менших витратах, ніж це досягалося б при ринкових операціях неопосередкованих інфраструктурою.

Для оптимізації кількісних параметрів інфраструктури ринку необхідно виходити з того, що основним чинником обмеження її зростання є обсяг економії на витратах: кількість об'єктів інфраструктури зростає до тих пір, поки економія на витратах, пов'язаних з укладанням ринкових операцій, не почне перекиватися збільшенням витрат, зв'язаних з використанням адміністративного механізму, необхідного для утворення інфраструктури, фінансового забезпечення її функціонування та координації її роботи.

В рамках теорії немає однаковості щодо пояснення природи трансакційних витрат, проте всю множину існуючих поглядів можна згрупувати у три базисних підходи: теорії трансакційних витрат, підхід теорії суспільного вибору і підхід теорії угод. Теорія трансакційних витрат висуває на передній план те, що ринок інформації погано розвинений, а цінові сигнали спотворені внаслідок високої монополізації ринку і структурних диспропорцій. Теорія суспільного вибору акцентує на незавершеності формування ринку, на розмірах національного ринку і великій кількості його учасників. Теорія угод пояснює високий рівень трансакційних витрат нестабільністю співвідношень різних угод і їх фрагментацією [81, с. 152]. На нашу думку, всі вони є взаємодовнюючими та лише їх комплексне поєднання дозволяє адекватно пояснити виникнення трансакційних витрат при проведенні ринкових операцій.

Необхідно зазначити, що загально визнаним є те, що характерною особливістю фінансового сектору економіки є те, що всі його витрати за своєю природою є трансакційними, а зниження питомої вартості фінансових операцій в цілому, у тому числі пов'язаних із купівлею-продажем цінних паперів на фондовому ринку, досягається за рахунок стандартизації порядку їх проведення та концентрації операцій в спеціалізованих організаціях – складових інфраструктури.

Таким чином, теорію трансакційних витрат можливо використати для удосконалення інфраструктури фондового ринку, забезпечення його прозорості, упорядкування проведення реєстраційної і депозитарної діяльності, а також зменшення трансакційних витрат ринкових агентів малих організаційних форм щодо доступу до зовнішніх джерел фінансування за рахунок утворення раціональної складу інфраструктури ринку та вибору ефективної моделі її побудови.

Узагальнення літературних джерел дозволяє виділити п'ять основних форм трансакційних витрат, які, на нашу думку, є визначальними для обгрунтування феномену існування інфраструктури ринків в цілому та фондового ринку зокрема (табл. 1.6).

Аналізуючи теорії та концепції інфраструктури, ми бачимо, що єдиного підходу в розумінні сутності інфраструктури не існує. Найвні трактування доповнюють один одного, маючи спільну основу, навколо якої визначаються специфічні прояви природи інфраструктури як сукупності загальних умов, а саме – можливість створення підґрунтя для розширеного відтворення інтенсивного типу та ефективної реалізації процесу обігу. Цікавий підхід до трактування місця і ролі інфраструктури у провадженні економічних процесів, який активно використовується в сучасній економічній науці, міститься у роботах О. Уільямсона [120].

У своїй концепції він виділяє дві розділяє парадигми поглядів, що панують у сучасній економічній теорії – технологічну та інституційну, та наголошує на тому, що кожній з них властивий особливий підхід щодо розгляду поняття «інфраструктура». Так, в межах технологічної парадигми, яка розглядає будь-які економічні явища та процеси з позиції реалізації виробничих функцій і взаємозв'язків, інфраструктура – це сукупність організаційних та правових форм, що опосередковують рух фондових цінностей. Відповідно, функціональне призначення інфраструктури полягає у правовому та інформаційному забезпеченні, підготовці кадрів та науковому обслуговуванні виробництва. У свою чергу інституційна парадигма у якості базового об'єкту

економічних досліджень вбачає інститути, організації або мережі контрактів, що дозволяє трактувати інфраструктуру виключно як сукупність інститутів, підприємств, які обслуговують ринок і виконують функції із забезпечення стабільного режиму його роботи.

Таблиця 1.6

Вплив різних форм трансакційних витрат, на формування інфраструктури фондового ринку

Форма витрат	Характеристика впливу на формування інфраструктури	Елемент інфраструктури фондового ринку
Витрати на пошук інформації	Необхідність формування інфраструктурних суб'єктів фондового ринку, що спеціалізуються на пошук і аналізі інформації про тенденції фондового ринку, про фінансовий стан емітента цінних паперів, а також наданні консалтингових послуг	Торговельно-інформаційні системи Аналітичні компанії Консалтингові компанії Рейтингові агенції Маркетингові компанії Електронні та друковані інформаційні мережі
Витрати вимірювання	Необхідність формування інфраструктурних суб'єктів фондового ринку, що спеціалізуються на аналізі та оцінці інвестиційної привабливості цінних паперів, а також наданні відповідних консалтингових послуг	Фондові біржі, торговельно-інформаційні системи Аналітичні компанії Консалтингові компанії Рейтингові агенції Компанії з управління активами Інвестиційні фонди Пенсійні фонди Страхові компанії
Витрати на ведення переговорів	Необхідність формування інфраструктурних суб'єктів, що забезпечують агентське представництво інтересів покупців та продавців цінних паперів в процесі укладання угод на фондовому ринку	Фондові біржі, торговельно-інформаційні системи Торговці цінними паперами Брокери, дилери Банки
Витрати опортуністичної поведінки	Необхідність передбачення у складі інфраструктури нормативно-правового та методичного забезпечення, що уніфікує порядок проведення ринкових операцій та взаємодії між учасниками з метою підвищення фінансової безпеки ринку, захисту інтересів інвесторів та уникнення зловживань та нецільового використання коштів у схемах довірчого та колективного інвестування	Клірингові системи Компанії з управління активами Інвестиційні фонди Пенсійні фонди Страхові компанії
Витрати із специфікації прав власності	Необхідність формування інфраструктурних суб'єктів для здійснення реєстраторської і депозитарної діяльності	Реєстратори, Депозитарії Зберегачі

Джерело: складено автором

На нашу погляд, у даному дослідженні, враховуючи його мету та завдання, доцільно виходити з інституційного поняття інфраструктури, включаючи в нього організаторів торгівлі, розрахунково-клірингові установи та суб'єктів депозитарної системи. Це зумовлено тим, що інституційний підхід дозволяє:

- найбільш повно охарактеризувати як саму інфраструктуру, так і її вплив на рух фінансових фондів та інструментів на фодндовому ринку;
- врахувати суттєві функціональні відмінності у діяльності різних суб'єктів інфраструктури [20].

Так, зокрема, В. А. Тарачев [115], досліджуючи досвід розвитку світового ринку цінних паперів, розглядає інфраструктуру у вигляді сукупності функціонально зв'язаних елементів, включаючи не тільки торговельні і розрахунково-депозитарні організації, але також інвесторів, емітентів, брокерсько-ділерські організації – всіх учасників інвестиційного процесу.

Овчинников В. [78], розглядаючи поняття інфраструктури фондового ринку, зауважує на винятковій ролі її як глобального інструменту захисту прав інвесторів від криз, пов'язаних із ризиким зниженням цін на фінансові інструменти, що зумовлює необхідність функціонального поєднання в її складі прямої чи опосередкованої присутності всіх учасників інвестиційного процесу. При цьому елементи інфраструктури покликані забезпечувати максимальну ефективність та своєчасність виконання угод на ринку. Подібне трактування розширює поняття інфраструктури, включаючи в нього і функції інвестиційних посередників.

Таким чином, ринкова інфраструктура є достатньо неоднорідною системою установ, організацій, фондів, відмінною рисою яких інститутів інфраструктури ринку є приналежність до сфери нематеріального виробництва, а їх економічна спеціалізація полягає у наданні різного роду ділових послуг (business services): торгово-посередницьких, фінансових, консультаційних, інформаційних. Це зумовлює необхідність вивчення її внутрішньої будови та функціонального призначення всіх інфраструктурних елементів.

Зауважимо, що літературні джерела не містять єдиного загального прийнятого підходу до ідентифікації складу інфраструктури фондового ринку. Так, наприклад, у роботі Я. Міркина [68] інфраструктура виділена як окремий компонент фондового ринку (разом з органами державного регулювання і нагляду, а також саморегульованими організаціями) та диференційована на правову, інформаційну, реєстраційну, депозитарну і розрахунково-клірингову мережі. Лансков П. у межах інфраструктури виділяє такі її основні складові як: торгова система, розрахункова та облікова системи [58]. У дослідженні Лапішко З. [59] у складі інфраструктури використано підсистему фінансового посередництва, організаційну, технічну та інформаційно-консультаційну підсистеми. На нашу думку, підхід останнього є більш прийнятним, оскільки більш повно відображає функціональну спрямованість окремих елементів інфраструктури на розв'язання специфічних завдань розвитку фондового ринку.

На думку Ю. Кравченко основним завданням інфраструктури ринку цінних паперів є обслуговувати інтереси учасників ринку цінних паперів, а також забезпечення:

- виконання угод із цінними паперами і похідними інструментами з мінімальним ризиком;
- здійснювати поставки фондових інструментів покупцю чи його довірній особі з перереєстрацією прав власності в обумовлений термін;
- своєчасну оплату поставлених цінних паперів;
- відповідальне зберігання й облік цінних паперів;
- підготовку і надання інформації про стан фондового ринку;
- управління активами різних клієнтів [55, с. 309].

На нашу думку, основною метою інфраструктури ринку цінних паперів є забезпечення ефективного функціонування ринку цінних паперів та обслуговування економічних інтересів його учасників, що надає можливість сформувати такий комплекс головних завдань інфраструктури ринку цінних паперів:

- мінімізація витрат інвесторів та емітентів;

- зменшення та перерозподіл інвестиційних ризиків, у тому числі контроль і пом'якшення наслідків ризиків, що не усуваються;
- прискорення інвестиційних процесів на основі забезпечення стабільного обігу цінних паперів.

Даний комплекс завдань не суперечить розповсюдженому в літературі підходу, за яким з позиції впливу на ефективність функціонування ринку цінних паперів виокремлюється лише два головних взаємопов'язаних завдання: зменшення витрат щодо обігу цінних паперів та зменшення і розподіл ризиків між учасниками ринку [62, с. 122]. Проте, на нашу думку, виходячи із принципу узгодження цілей системи та її елементів, завдання інфраструктури мають бути доповнені базовими завданнями ринку цінних паперів як такого, що визначають місію цього економічного явища в функціонуванні економік окремих країн, їх угруповань та світового господарства в цілому, а саме – активізація інвестиційних процесів, прискорення акумуляції інвестиційних ресурсів для фінансування потреб соціально-економічного розвитку на основі забезпечення стабільного обігу цінних паперів.

Виконання означеного вище комплексу завдань забезпечується через систему функцій інфраструктури. При виявленні функцій інфраструктури фондового ринку необхідно дотримуватися певних методологічних принципів, а саме нівелювати особливості окремих інфраструктурних інститутів та виявляти лише загальні властивості, що є притаманними інфраструктурі незалежно від специфіки послуг, що надаються.

Узагальнення різних функціональних властивостей інфраструктури із врахуванням цільового спрямування інфраструктури ринку цінних паперів, дозволяє виділяємо чотири її основні функції, кожна з яких реалізується окремою підсистемою складної ієрархічної системи, якою є фондовий ринок. Такими функціями є:

- посередницька – забезпечення взаємодії емітентів та інвесторів, опосередкування обігу цінних паперів на ринку;
- організаційна – створення умов для торгівлі цінними паперами;

- технічна – забезпечення всіх технічних моментів, що виникають у процесі здійснення операцій із цінними паперами;
- інформаційна – налагодження прозорого інформаційного простору для функціонування ринку.

Слід зауважити, що необхідною умовою для повноцінної реалізації вказаного комплексу функцій, які є взаємопов'язаними і, як засвідчує практика, можуть виконуватися одним суб'єктом ринку, є узгоджена спільна діяльність всіх елементів, які формують інфраструктуру фондового ринку. При цьому подібна узгодженість є основою для забезпечення цілісності ринку як економічної системи та передбачає організаційну централізацію проведення основних операцій, що в межах однієї країни може бути втілено у формі створення єдиної національної фондової біржі, єдиного центрального депозитарію цінних паперів і єдиного клірингового банку [131, с. 364].

Ураховуючи функціональний зв'язок підсистем інфраструктури ринку цінних, може бути запропонована декомпозиція її функцій та завдань з ієрархією підпорядкування та елементами (рис. 1.3). При цьому внутрішній поділ елементів підсистем інфраструктури є до певної міри умовним, оскільки, як свідчить світова практика, на ринку цінних паперів професійні учасники можуть поєднувати різні види професійної діяльності, а отже бути присутніми в кількох підсистемах інфраструктури фондового ринку.

На основі аналізу функцій і завдань, що покликана виконувати інфраструктура, а також з позиції погляду на неї як важливу складову ефективного функціонування ринку цінних паперів, нами пропонується таке визначення: ***інфраструктура ринку цінних паперів*** – це складна підсистема ринку цінних паперів, функціональне призначення якої полягає в забезпеченні ефективною реалізацією економічних інтересів емітентів та інвесторів через організацію раціональної взаємодії інститутів фінансового посередництва, технічної підтримки, торговельного та інформаційного обслуговування при здійсненні операцій із цінними паперами для забезпечення стабільного обігу цінних паперів та прискорення процесу акумуляції інвестиційних ресурсів.

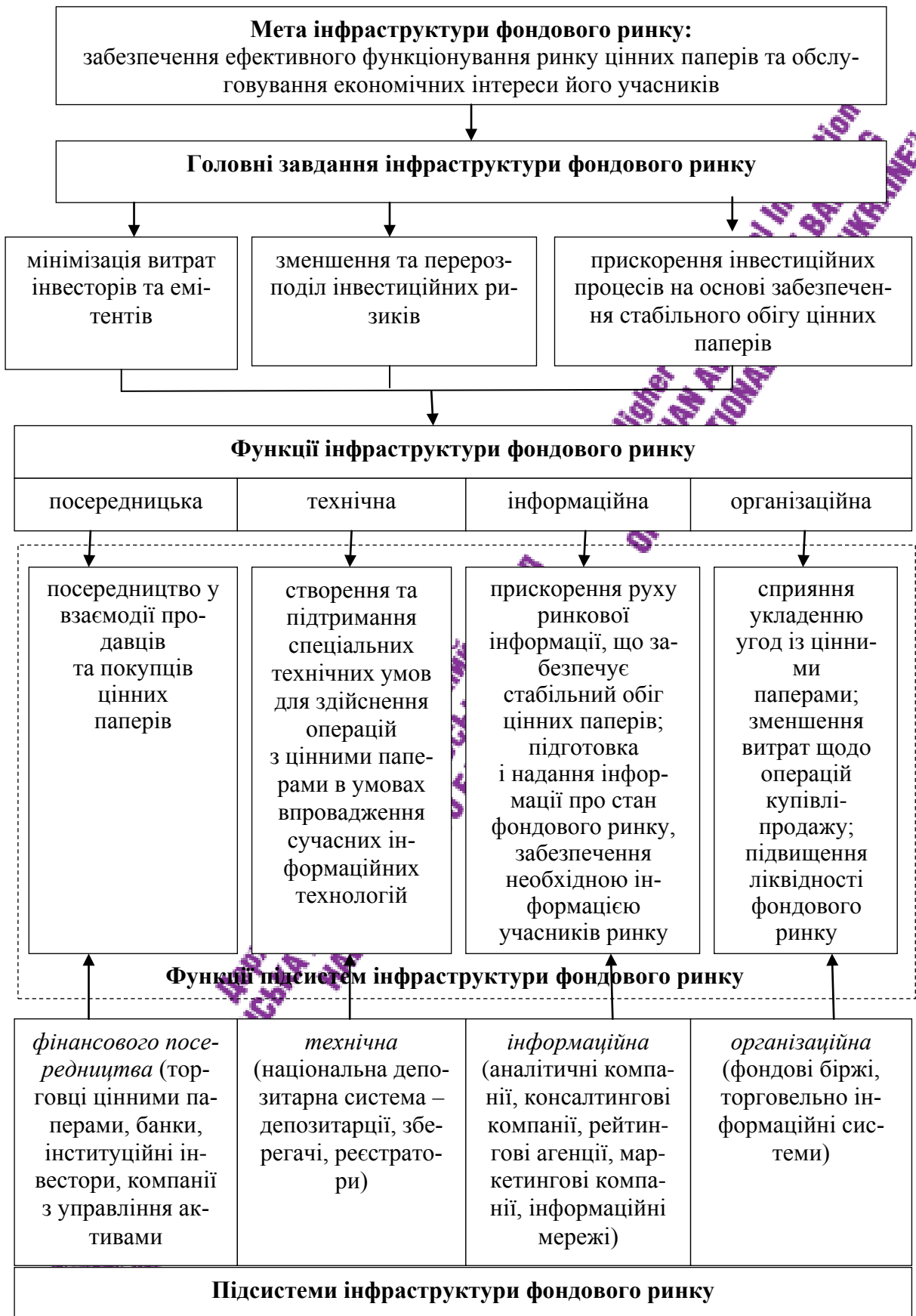


Рис. 1.3. Декомпозиція її функцій та завдань інфраструктури фондового ринку (авторська розробка)

На відмінну від існуючих трактовок означеного поняття запропоноване визначення інтеграційно поєднує у собі раціональні підходи щодо сутності, ролі та значення ринкової інфраструктури, згенеровані різними теоретичними концепціями (технологічною, інституційною).

Функціонування інфраструктури фондового ринку як комплексної і досить складної системи суб'єктів, що виконують різносторонні функції, але об'єднані однією метою функціонування, а саме своєчасне та якісне забезпечення проведення операцій на фондовому ринку з приводу купівлі-продажу різноманітних фінансових інструментів та забезпечення фінансової стабільності економіки країни, повинно опиратись на систему принципів, дотримання яких саме і дозволить інфраструктурі досягати своєї мети.

Основними принципами функціонування інфраструктури фондового ринку України, на нашу думку є:

- по-перше, принцип системності (оскільки інфраструктура фондового ринку є складною системою, що об'єднує суб'єкти, які мають специфічні риси діяльності, обумовлені різними функціями, що виконують (посередників – брокерів, дилерів, андерайтерів; організаторів торгів - фондових бірж, позабіржових торговельних систем, реєстраторів, зберігачів, депозитаріїв, розрахунково-клірингових установ; платіжних систем), та мають з точки зору окремого суб'єкта різну мету діяльності повинні функціонувати як єдина взаємоузгоджена та злагоджена система, яка уникатиме дублювання функцій та не призводитиме до викривлення фінансової інформації для ринку;

- по-друге, принцип керованості, що передбачає наявність чітко врегульованої, прозорої системи керування як на рівні окремого суб'єкта інфраструктури, так і на рівні системи в цілому (узгодженість дій усіх зазначених суб'єктів.)

- по-третє, принцип забезпечення стабільності, який передбачає застосування заходів проциклічного характеру та спрямованих на зниження фінансових ризиків;

- по-четверте, принцип забезпечення ліквідності. Суб'єкти інфраструктури фондового ринку повинні мати достатньо ліквідних (високоліквідних) активів, що здатні забезпечити виконання угод миттєво, протягом операційного дня (миттєва ліквідність) та протягом визначених укладеними угодами термінів, враховуючи наявний чи потенційний ризик ліквідності;

- по-п'яте, принцип захисту інтересів суб'єктів інфраструктури фондового ринку. Цей принцип включає в себе цілий ряд позицій, які повинні бути відпрацьовані як на законодавчому рівні, так і правилами, що визначаються саморегулювальними організаціями, а також чітко бути прописані в угодах, що укладаються між учасниками ринку при здійсненні кожної конкретної операції. В першу чергу мова йде про захист інтересів інституційних інвесторів та емітентів;

- по-шосте, принцип технічної узгодженості, цей принцип стосується діяльності технічних посередників (реєстраторів, кліринг-компаній, кастодіанів, розрахункових компаній);

- по-сьоме, принцип нормативно-правового регулювання, який передбачає наявність відповідної законодавчої бази функціонування системи інфраструктури фондового ринку країни, та узгодженості цієї бази із європейськими та світовими нормами.

Слід підкреслити, що інфраструктура фондового ринку України лише частково може витримати зазначені принципи, що обумовлено цілим рядом причин, зокрема, високим рівнем спекулятивності операцій, що проводяться на фондовому ринку; наявністю незначної кількості інституційних інвесторів, здатних та зацікавлених в проведенні прозорих та великих за обсягами угод; високим рівнем концентрації цінних паперів на фондовому ринку, що належить лише окремим галузям національної економіки (енергетичній, хімічній, машинобудування), високий ризик ліквідності, що мають як інституційні інвестори, так і брокери та дилери. Окрім того, значним стримуючим фактором розвитку фондового ринку в цілому та його інфраструктури зокрема, є відсутність повноцінних операцій первинного публічного розміщення

акцій на вітчизняному фондовому ринку. Протягом останніх 5 років на вітчизняних фондових біржах практично не проводились такі операції, оскільки для потужних емітентів, зацікавлених не в спекулятивних операціях, а саме в використанні фондового ринку за його основним призначенням – трансформації тимчасово-вільних фінансових ресурсів у капітал, вітчизняний фондовий ринок не в змозі надати капітал у великих обсягах та у той термін, який передбачений законодавчими документами, що регламентують зміни власного капіталу, та терміни розміщення емісії. Первинне публічне розміщення вітчизняних емітентів як правило відбувається або з використанням Варшавської фондової біржі, або ж з використанням альтернативних майданчиків Лондонської фондової біржі.

Слід зазначити, що у квітні 2012 року комітет по платіжним і розрахунковим системам Банку міжнародних розрахунків та Технічний комітет Міжнародної організації комісій по цінним паперам розробили «Принципи для інфраструктури фінансового ринку», які розглядають як стандарти ведення діяльності суб'єктами інфраструктури фінансового ринку, зокрема мова йде про кліринг, розрахунки, реєстрацію грошових та інших фінансових операцій. Діяльність в даних сферах функціонування інфраструктури фінансового ринку може формувати суттєві ризики, та бути джерелом дестабілізації фінансової системи країни а також глобальної фінансової системи, якщо фінансовий ринок окремої країни або регіону є значимим в світовому просторі.

В даному документі визначено 29 принципів. В узагальненому вигляді ці принципи наведено в **додатку А**. Принципи, що запропоновані були переглянуті та доповнені після світової фінансової кризи 2007 – 2008 років, коли були виявлені проблеми в міжнародних стандартах функціонування інфраструктури фінансового ринку в цілому та фондового ринку зокрема. Вони передбачають системний підхід щодо регулювання діяльності суб'єктів інфраструктури, розробку системи заходів, спрямованих на забезпечення фінансової стабільності.

Слід також підкреслити, що вагоме значення в даному документі відводиться обов'язкам національних регуляторів та наглядових органів, що контролюють діяльність учасників інфраструктури фондового ринку. В даному контексті запропоновано запровадити в практику діяльність торгового репозиторію – організації, що веде централізований електронний облік або ж базу даних про транзакції, особливо це важливо для ринків похідних цінних паперів. Головна функція торгового репозиторію – надання інформації, що сприяє зниженню ризиків та підвищує операційну ефективність суб'єктів.

Таким чином, ринкова інфраструктура забезпечує підтримку оптимального режиму відтворення і збалансованого розвитку окремих ринків. Поява інфраструктури фондового ринку є закономірним процесом та наслідком прояву розподілу і спеціалізації суспільного виробництва у фінансовій сфері.

Інфраструктура ринку, як і сам ринок цінних паперів, динамічна система, функції і завдання якої безперервно розширюються і змінюються відповідно до основних тенденцій розвитку світових та національних ринків цінних паперів, змін настроїв і побажань основних суб'єктів ринку – емітентів та інвесторів. Розвинена і розгалужена інфраструктура ринку цінних паперів знижує рівень трансакційних витрат в економічній системі.

1.3. Нормативно-правове регулювання діяльності учасників фондового ринку України

Ефективне виконання фондовим ринком своїх функцій, формування та функціонування його інфраструктури вимагає наявності відповідної структури учасників, встановлення загальних правил та норм організації їх діяльності. У кожній країні коло учасників фондового ринку, а також умови їх участі визначаються державою і закріплюються у законодавстві.

Фізичні особи або організації, які вступають у правовідносини з приводу цінних паперів (продають або купують цінні папери чи обслуговують обіг або розрахунки за ними), є учасниками ринку цінних паперів [102, с. 199].

Існує багато класифікаційних ознак поділу суб'єктів ринку на види: відношення до власності, цільове призначення, категорія емітента (інвестора), належність до первинного чи вторинного ринку, форма здійснення функцій, вид особи (юридична чи фізична) тощо. Це обумовлено різноманітністю операцій з фондовими цінностями і багатогранністю функцій, які можуть виконувати різні учасники ринку.

В економічній літературі зустрічається багато класифікацій суб'єктів фондового ринку (табл. 1.7).

Таблиця 1.7

Огляд підходів щодо класифікації учасників фондового ринку

Автор	Класифікація учасників фондового ринку
Бороздін П. [14, С.16]	продавці і покупці цінних паперів
Колесник В. [44, С.60-95]	основні та інфраструктурні
Торкановський В. [102, С.15-16]	головні учасники (держава, муніципалітети, крупні національні і міжнародні компанії); інституціональні інвестори (комерційні та інвестиційні банки, страхові компанії, пенсійні фонди); індивідуальні інвестори (приватні особи); професіонали (брокери та дилери).
Оскольський В. [83, С.42]	головні учасники (емітенти та інвестори), інститути (фондова біржа, депозитарій та кліринговий банк (розрахункова палата)) професійні учасники (посередників: брокерів, ділерів, інвестиційні фонди та компанії, а також банки)
Петруня Ю. [88, С.38-58]	емітенти; інвестори, яких можна класифікувати за статусом (індивідуальні та інституційні), за рівнем професійності (неспеціалізовані, частково спеціалізовані, спеціалізовані), за цілями та строками інвестування (портфельні та стратегічні), за стилем поведінки (консервативні, помірковані та агресивні), за причетністю до безпосередньої роботи в акціонерному товаристві (інсайдери та аутсайдери), за національною належністю (внутрішні та зовнішні); інститути інфраструктури
Калина А., Корнеєв В. [38, С.11-13].	державні органи, що регулюють фондовий ринок; емітенти (держава, місцеві органи влади, юридичні особи всіх форм власності); інвестори (фізичні та юридичні особи);

Продовження таблиці 1.7

Автор	Класифікація учасників фондового ринку
	саморегульовані організації учасників фондового ринку; спеціалізовані організації з обліку, зберігання та розрахунків за цінні папери (депозитарій, кліринговий банк); фінансові посередники (торговці цінними паперами, інвестиційні фонди, банки, фондові біржі, страхові компанії); інфраструктура ринку цінних паперів (семінари і курси професійної освіти, аудиторські і консультаційні фірми, спеціалізована преса тощо)
Лисенков Ю., Римарук А. [124, С.14].	державні органи, що регулюють фондовий ринок; емітенти (держава, місцеві органи влади, юридичні особи всіх форм власності); інвестори (фізичні та юридичні особи); саморегульовані організації учасників фондового ринку; спеціалізовані організації з обліку, зберігання та розрахунків за цінні папери (депозитарій, кліринговий банк); фінансові посередники (торговці цінними паперами, інвестиційні фонди, банки, фондові біржі, страхові компанії); інфраструктура ринку цінних паперів (депозитарії, клірингові установи, саморегульовані організації, семінари і курси професійної освіти, аудиторські і консультаційні фірми, спеціалізована преса тощо)
Мендрула О., Шевчук І. [67, С.15-18]	споживачі, представлені підприємствами і органами влади; постачальники, представлені домогосподарствами, інституціональними інвесторами, підприємствами; торговці, які з'єднують покупців і продавців фондових цінностей, – брокерські та дилерські фірми; суб'єкти, що обслуговують ринок (консалтингові та аудиторські фірми, депозитарії, клірингові установи, реєстратори); органи, що регулюють діяльність учасників ринку — державних та недержавних (фондова біржа, різноманітні професійні організації суб'єктів ринку)

Аналіз класифікаційного поділу учасників ринку цінних паперів, що наводиться в економічній літературі, засвідчує, що серед них наявні підходи, в яких взагалі не приділяється увага суб'єктам інфраструктури та необхідності впорядкування їх складу. Так, наприклад, неповною з цієї точки зору є класифікація П. Бороздіна [14, С.16], яка обмежується лише безпосередніми учасниками угоди з купівлі-продажу цінних паперів та не включає до складу учасників установи, які обслуговують цей процес.

Також недостатньо вдалими є і інші класифікації, наведені у таблиці 1.7, оскільки в них змішують та еkleктично поєднуються різні ознаки – статусом та рівнем професійності.

Залежно від функцій, а також постійно виконуваних дій, учасники ринку цінних паперів поділяються на дві великі групи: основні (головні) та інфраструктурні (допоміжні) учасники. До складу першої групи належать: 1) емітенти, 2) інвестори в цінні папери, 3) посередники, 4) інститути-регулятори, 5) державні органи регулювання. Інфраструктурними учасниками вважаються: а) депозитарії, б) реєстратори, в) агенти з трансферу, г) клірингово-розрахункові установи, д) фонди страхування акцій тощо [66, с. 134].

У той же час, з розвитком фондового ринку та переходом до бездокументарної (електронної) моделі виконання операцій щодо цінних паперів співвідношення функцій учасників ринку буде змінюватися, зокрема, нового значення сьогодні набувають депозитарні установи та організатори торгівлі, інформаційні системи тощо. Водночас існування такого учасника ринку цінних паперів, як реєстратора, згодом буде позбавлено сенсу.

Залежно від функціонального призначення виокремлюють такі 6 категорій (груп) учасників ринку цінних паперів 1) емітенти; 2) інвестори; 3) фондові посередники; 4) організації, які обслуговують ринок цінних паперів; 5) саморегулювні організації; 6) державні органи регулювання і контролю.

Організації, які обслуговують ринок, у свою чергу, розподіляються три групи: 1) інформаційні агентства; 2) організації, які забезпечують укладення угод (фондові біржі, не біржові організатори ринку: торговці цінними паперами тощо); 3) організації, які забезпечують виконання угод (розрахункові центри, депозитарії, реєстратори).

Фондові посередники або торговці цінними паперами та організації, які обслуговують ринок, відповідно до законодавства України є професійними учасниками фондового ринку.

На нашу думку, найбільш вдалою науково-теоретичною класифікацією є розподіл усіх учасників фондового ринку на такі групи:

- 1) власники цінних паперів (інвестори в цінні папери);

- 2) потенційні інвестори (особи, які підписалися на цінні папери та сплатили передбачений умовами підписки першочерговий внесок);
- 3) емітенти цінних паперів;
- 4) фондові посередники (торговці);
- 5) організації, які обслуговують ринок цінних паперів (виконують всі інші функції, окрім функції купівлі-продажу).

Аналізуючи і узагальнюючи різні точки зору щодо структури учасників фондового ринку, пропонуємо власну класифікацію учасників фондового ринку (рис. 1.4).

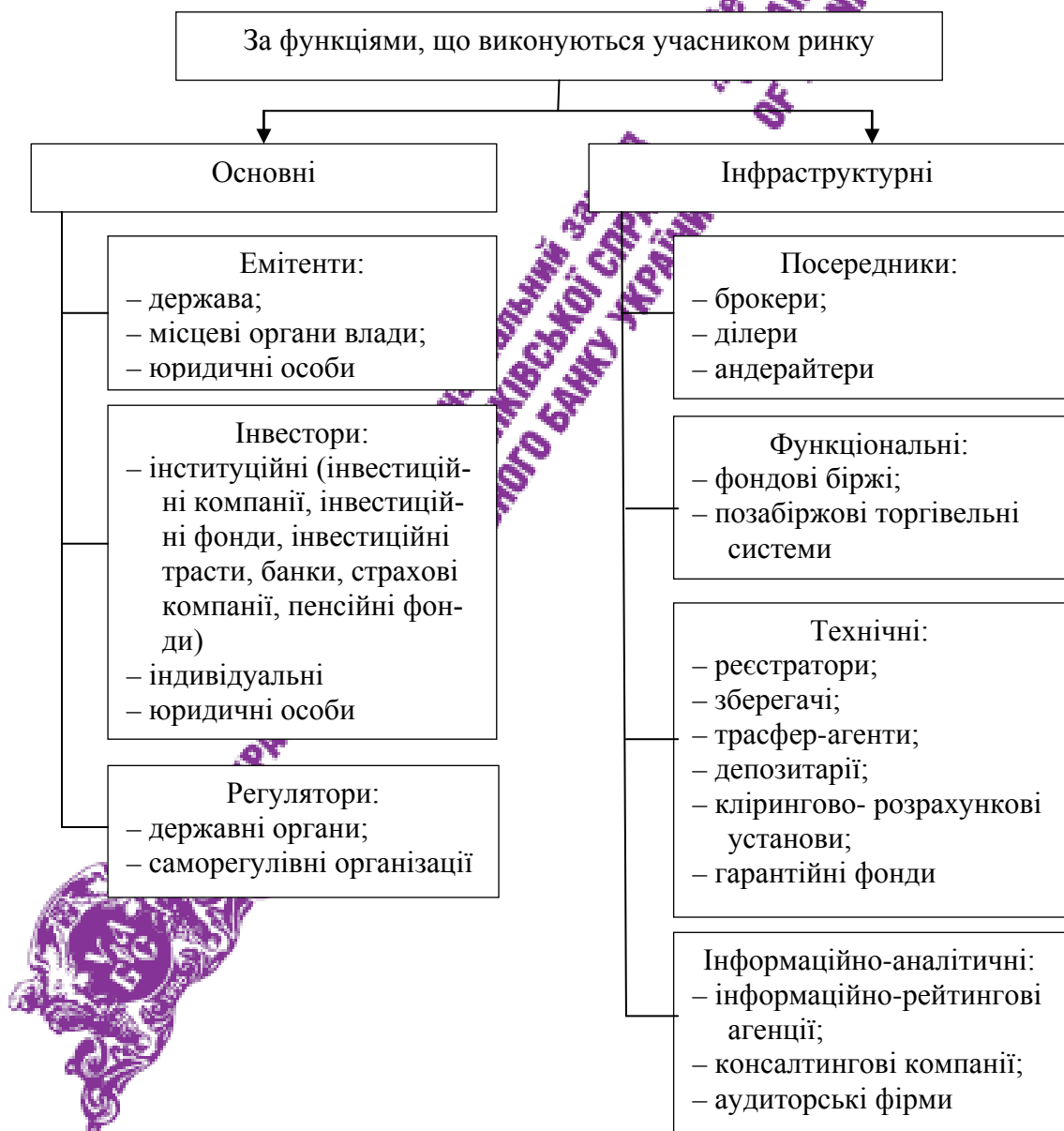


Рис. 1.4. Класифікація учасників фондового ринку з позиції врахування потреб розвитку інфраструктури (побудовано автором)

На рівні Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [93] закріплено правовий статус таких учасників фондового ринку, як: емітентів, інвесторів, саморегулювальних організацій та професійних учасників фондового ринку.

З метою досконалішого визначення сутності інфраструктури фондового ринку, слід надати стисло характеристику кожному з учасників фондового ринку України.

Основним учасником ринку цінних паперів, який відіграє важливу роль у формуванні первинного ринку цінних паперів, є емітент. Термін “емітент” означає: “той, хто випускає цінні папери”. Емітентами можуть бути юридичні особи, Автономна Республіка Крим або міські ради, а також держава в особі уповноважених нею органів державної влади, які від свого імені розміщують емісійні цінні папери та беруть на себе зобов'язання щодо них перед їх власниками (інвесторами).

Відповідно до вимог законодавства України, емітентами можуть виступати виключно юридичні особи [93]. Економічною характеристикою емітентів цінних паперів є те, що вони – споживачі інвестиційного капіталу, який отримують шляхом випуску цінних паперів.

У країнах з розвинутою ринковою економікою та цивілізованим ринком цінних паперів одним з найактивніших емітентів цінних паперів є держава. Державні цінні папери можуть випускатися центральним урядом, органами влади на місцях, державними установами, а також організаціями, що користуються державною підтримкою.

Право юридичної особи на випуск цінних паперів – право бути емітентом – є спеціальним, а не абсолютним. Це означає, що конкретні види цінних паперів можуть випускатися лише конкретними юридичними особами. Є певна залежність між тим, які види цінних паперів можуть випускатися, і тим, які саме юридичні особи можуть випускати конкретні цінні папери. Наприклад, ощадні сертифікати в Україні можуть випускати лише банки. Інакше

кажучи, існують обмеження та вимоги щодо того, які види цінних паперів можуть випускати конкретні емітенти [66, с.135].

Категорією, яка діалектично доповнює існування емітентів цінних паперів, є інвестори в цінні папери, або інакше кажучи суб'єкти інвестиційної діяльності, що прийняли рішення про вкладення власних, позикових або залучених грошових та інших цінностей у цінні папери. Саме інвестори акумулюють капітал, який у процесі їх інвестиційної діяльності дає поштовх і стає фінансовою основою існування фондового ринку загалом. Основними цілями інвестування, як правило, є збереження існуючих вільних коштів від знецінення, а також одержання прибутку. Для фондового ринку характерний специфічний спосіб інвестування наявних коштів. Так, на фондовому ринку інвестування капіталу опосередковується придбанням інвестором цінних паперів, в результаті чого власник коштів (капіталу) стає інвестором у цінні папери.

Відповідно до положень ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», інвестори в цінні папери – це фізичні та юридичні особи (резиденти і нерезиденти), які набули права власності на цінні папери з метою отримання доходу від вкладених коштів та/або набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів згідно із законодавством [93].

Інституційними інвесторами є інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, 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.

Залежно від цілей, що переслідуються інвесторами, їх можна розподілити на стратегічні та портфельні. Стратегічними інвесторами є ті, які мають на меті отримати власність в управління, і, як наслідок, прибуток від управ-

ління такою власністю. Портфельні інвестори прагнуть отримати прибуток від належних їм цінних паперів у результаті зростання їх курсової вартості та отримання дивідендів [54, с. 257].

Крім того, Законом України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” надається визначення поняття “власник цінних паперів”. На думку законодавця, власником цінних паперів є особа, яка має право власності на цінні папери відповідно до закону та/або договору управління майном [92].

Таким чином, враховуючи лише змістовне наповнення терміни «інвестор в цінні папери» та «власник цінних паперів», що пропонуються нормативно-правовою базою регулювання діяльності ринку цінних паперів є фактично тотожними.

Крім означених термінів також можуть використовуватися й інші поняття для означення учасників ринку цінних паперів залежно від їх ролі при виконанні фінансових операцій та особливості економічних відносин, у які вони вступають на ринку. Наприклад, власник акцій акціонерного товариства в науковій літературі та нормативно-правових актах отримав найменування «акціонер», а у національній депозитарній системі юридична або фізична особа (власник цінних паперів), яка користується послугами зберігача на підставі договору про відкриття рахунку в цінних паперах, позначається як «депонент».

Роль та склад учасників фондового ринку залежить від моделі регулювання правовідносин на фондовому ринку, а також від моделі, за якою відбувається розвиток інфраструктури фондового ринку (табл 1.8).

Отже, у світовій практиці існує три моделі фондового ринку в залежності від банківського або небанківського характеру фінансових посередників.

Перша – "універсальне банківництво" (Німеччина, Нідерланди, Швейцарія). У такій системі комерційні банки забезпечують набір банківських та страхових послуг, а також послуг, пов'язаних з цінними паперами, на єдиній правовій основі.

Моделі регулівної інфраструктури, що використовуються у світовій практиці [70, с. 441-442]

Критерій	Характеристика моделі	Країна
Суб'єкти регулювання	- основна регулююча роль належить державі; - незначна частка повноважень з нагляду, контролю, встановленню обов'язкових правил поведінки передається державою саморегулівним організаціям професійних учасників ринку	Країни континентальної Європи (Німеччина, Франція)
	- регулювання розподілено між державою та саморегулівними організаціями, яким передається максимально можливий обсяг повноважень - значне місце у контролі займають не дорсткі нормативні вказівки, а процес формування домовленостей, індивідуальні узгодження з професійними учасниками ринку; - держава зберігає за собою основні контрольні функції	Великобританія, США
	- визначальну роль на ринку відіграє центральний банк, оскільки основними учасниками ринку є комерційні та інвестиційні кредитні інститути (проміжна модель регулювання фондового ринку)	Бельгія, Данія
Об'єкти регулювання	<i>За функціональною ознакою:</i> регулюється діяльність на фондовому, кредитному та інших ринках	
	<i>За інституційною ознакою:</i> об'єктом регулювання є страхові компанії, пенсійні фонди, банки та ін.	
	<i>змішані:</i> модель, у рамках якої створюється єдиний мегарегулятор фінансового ринку	
Ступінь жорсткості	моделі, засновані на жорстких, чітко прописаних правилах та формальних процедурах, детальному контролю за їх дотриманням	США
	моделі, засновані на широкому використанні стандартів, неформальних домовленостей, традицій, рекомендацій, узгодженого стилю поведінки	Великобританія, Швейцарія

Друга – "Британська універсальна банківська система" (Великобританія, Канада і Австралія). Британський універсальний банк бере участь у гарантуванні розміщення цінних паперів.

Третя система передбачає правове відокремлення банківництва від бізнесу цінних паперів, як це має місце у США та Японії (проте, хоча існує законодавче відокремлення між банківництвом та бізнесом цінних паперів, відповідно до Закону про банки Гласса-Стігала (1933р.) у США і 65 параграфу японського закону про цінні папери, в обох країнах комерційні банки втягу-

ються все більше у проведення операцій з цінними паперами і тому наближаються до британського універсального банку [71, С.366]).

Основу ефективної системи регулювання фондового ринку, як наголошується у документах Міжнародної організації комісій з цінних паперів становлять [104, С.179-220]:

1) захист інвесторів – інвестори повинні бути захищені від дій, що вводять в оману, махінацій або шахрайських дій, включаючи інсайдерську торгівлю, торгівлю з випередженням клієнтів і зловживання активами клієнтів.

2) забезпечення справедливості, ефективності і прозорості ринків – регулювання повинно виявляти, не допускати і карати за маніпулювання ринком та інші недобросовісні прийоми торгівлі; сприяти ефективності ринку (розповсюдження суттєвої інформації має бути вчасним та широкомасштабним і відбиватися у процесі ціноутворення); забезпечувати найвищі рівні прозорості (інформація про торгівлю має надаватись громадськості у реальному часі);

3) зниження системного ризику – регулятори повинні сприяти і враховувати ефективне поводження з ризиком і забезпечувати те, щоб капітал та інші розумні вимоги були достатні для відповідного ризику, робити можливим поглинання втрат і стримувати надмірний ризик.

Вкрай необхідним є ефективний і точний процес клірингу і розрахунків, що належним чином контролюється і використовує ефективні інструменти поводження з ризиком.

Останнім часом в нормативних документах, що розробляються світовими та європейськими органами фінансового регулювання та нагляду значна увага приділяється саме регулюванню ризику, зокрема основні постулати Базель III – що регулює діяльність у банківській сфері, Solvency II - документу, що регулює платоспроможність та ризиковість на страховому ринку, а також ряді нормативних документів, що регулюють функціонування платіжних систем, вся увага концентрується саме на управлінні ризиками. Зокрема,

як зазначено в попередньому пункті в квітні 2012 року Банк міжнародних розрахунків, спільно з Міжнародною організацією комісій по цінним паперам розробили документ «Принципи для інфраструктури фінансового ринку», що містить цілий розділ, присвячений ризикам, що характерні інфраструктурам фінансового ринку. Система ризиків інфраструктури фондового ринку надана в **додатку Б**.

Якщо проаналізувати даний документ, а також врахувати, розробників документу (Банк міжнародних розрахунків та Міжнародну організацію комісій по цінним паперам), то можна зробити висновок, що даний документ в значній мірі узгоджений в частині класифікації ризиків інфраструктури фінансового ринку з документами, що регулюють ризики в банківському секторі, а саме Базель II та Базель III, що свідчить про виконання вимог щодо уніфікації діяльності фінансових посередників та суб'єктів інфраструктури ринку. Такий підхід повинен забезпечити умови зниження системного ризику в межах фінансового ринку в цілому і не лише однієї країни, але в глобальному масштабі.

Упорядкування ринкової взаємодії в сфері цінних паперів здійснюється в межах Європейського Союзу (ЄС) та Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO). Головними правовими документами Європейського Союзу є Директиви Ради ЄС, у тексті яких закріплені такі основні принципи [23; 154 ; 153]:

1) гармонізації мінімальних стандартів, який, по-перше, визнає існування національних стандартів допуску цінних паперів до обігу на фондових біржах та щорічної звітності емітентів перед інвесторами; а, по-друге, визначає мінімальні вимоги, які, з точки зору захисту інтересів інвесторів, є достатніми;

2) взаємного визнання, який означає згоду фондових бірж та комісій з цінних паперів країн-учасниць визнавати реєструючі дії одна одної;

3) уніфікації норм, який передбачає введення загальних основних правил щодо реєстрації, нагляду, структури та діяльності підприємств спільного

інвестування в державах-учасницях, а також інформації, яку вони повинні публікувати;

4) координації діяльності національних комісій з цінних паперів. Комісії мають співпрацювати одна з одною, і у разі необхідності здійснювати обмін будь-якою інформацією, яку запитують в інтересах такої співпраці.

Якщо спочатку Директиви регулювали конкретні аспекти обігу цінних паперів, здійснюваного, в основному, на фондових біржах, з 1989 року нормативно-правове регулювання поширюється також і на позабіржовий ринок.

Реалії сучасного фондового ринку свідчать про розвиток в Україні змішаної системи регулювання фондового ринку, за якою, поряд з державою, велику роль відіграють саморегулівні організації.

Саморегулівна організація професійних учасників фондового ринку (СРО) – це неприбуткове об'єднання учасників фондового ринку, які провадять професійну діяльність на фондовому ринку з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність (діяльність реєстраторів та зберігачів), утворене відповідно до критеріїв та вимог, установлених національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) [93].

Відповідно до положень Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок”, НКЦПФР делегує саморегулівній організації повноваження з регулювання фондового ринку в установленому порядку за заявою саморегулівної організації. Зазначений Закон передбачає підвищення ролі саморегулівних організацій у системі регулювання правовідносин на фондовому ринку.

Відповідно до положень, закріплених у ч. 1 ст. 48 Закону, визначино принципи створення та функціонування саморегулівних організацій на фондовому ринку. Зокрема, саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку утворюються за принципом: одна саморегулівна організація з кожного виду професійної діяльності на ринку цінних паперів. Така саморегулівна організація повинна буде об'єднати більше 50 % професійних учасників фондового ринку за одним з видів професійної діяльності. Таке

об'єднання набуває статусу саморегульованої організації з дня його реєстрації НКЦПФР. Станом на сьогодні саморегульованою може стати структура, що відповідає таким умовам: наявність правил і стандартів професійної діяльності на фондовому ринку, що є обов'язковими для виконання всіма членами саморегульованої організації; статус невідприємницької організації; наявність у власності для забезпечення статутної діяльності активів у розмірі не менше ніж 600 тис. грн [93].

Метою діяльності саморегульованих організацій професійних учасників фондового ринку є забезпечення провадження діяльності професійними учасниками фондового ринку, які є членами саморегульованої організації, розроблення і затвердження правил, стандартів професійної поведінки та провадження відповідного виду професійної діяльності. Статтею 49 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» передбачено право саморегульованої організації подавати заяву про делегування їй додаткових повноважень за умови задовільного виконання раніше делегованих повноважень. Механізм визнання саморегульованої організації такою, що виконала раніше делеговані повноваження, законодавством не передбачений, однак, можемо зробити припущення, що саморегульована організація буде вважатись такою, якщо вона не притягувалась до відповідальності за порушення законодавства про цінні папери протягом періоду, не меншого за 1 рік, і під час планової/позапланової перевірки професійної діяльності на ринку цінних паперів саморегульованої організації не було виявлено порушень вимог законодавства про цінні папери.

Найбільш комплексною групою учасників фондового ринку є група професійних учасників фондового ринку.

Професійні учасники фондового ринку – це юридичні особи, які провадять на фондовому ринку професійну діяльність, види якої визначені законами України. Професійним учасником може бути особа, створена у формі господарського товариства [90, с. 36]. Чинним законодавством передбачено, що професійна діяльність на фондовому ринку є окремим, винятком видом дія-

льності, у зв'язку з чим її поєднання з іншими видами професійної діяльності, за винятком банківської, не допускається [94]. Окремі винятки із цього правила можуть бути встановлені законом.

На фондовому ринку здійснюються такі види професійної діяльності:

- а) діяльність з торгівлі цінними паперами;
- б) діяльність з управління активами інституційних інвесторів;
- в) депозитарна діяльність;
- г) діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку [94].

Діяльність з торгівлі цінними паперами провадиться господарськими товариствами, для яких операції з цінними паперами є виключним видом діяльності, а також банками.

Діяльність з торгівлі цінними паперами включає: брокерську діяльність; дилерську діяльність; андеррайтинг; діяльність з управління цінними паперами.

Сутністю брокерської діяльності є укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів (зокрема договорів комісії, доручення) щодо цінних паперів від свого імені (або від імені іншої особи), за дорученням і за рахунок іншої особи.

У свою чергу, дилерська діяльність полягає в укладенні торговцем відповідних договорів від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу, крім випадків, передбачених законом.

Андеррайтингом є розміщення (підписка, продаж) цінних паперів торговцем цінними паперами за дорученням, від імені та за рахунок емітента. У разі публічного розміщення цінних паперів андеррайтер може брати на себе зобов'язання за домовленістю з емітентом щодо гарантування продажу всіх цінних паперів емітента, що підлягають розміщенню, або їх частини. Публічне розміщення цінних паперів може здійснюватися декількома андеррайтерами за договором про спільну діяльність.

Діяльність з управління цінними паперами провадиться торговцем цінними паперами від свого імені за винагороду протягом визначеного стро-

ку на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами та грошовими коштами, призначеними для інвестування в цінні папери, а також отриманими в процесі цього управління цінними паперами та грошовими коштами, які належать на праві власності установнику управління, в його інтересах або в інтересах визначених ним третіх осіб. Управління цінними паперами здійснюється відповідно до вимог Цивільного кодексу України, Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок”, інших законів та нормативно-правових актів Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Відповідно до закону, не вважається професійною діяльністю з торгівлі цінними паперами: розміщення емітентом власних цінних паперів; викуп емітентом власних цінних паперів; проведення юридичними та фізичними особами – підприємцями розрахунків з використанням векселів та/або заста-вних; провадження юридичними особами на підставі договорів комісії або договорів доручення купівлі-продажу (обміну) цінних паперів через торговця цінними паперами, який має ліцензію на провадження брокерської діяльнос-ті, а також на підставі договорів купівлі-продажу або міни, укладених безпо-середньо з торговцем цінними паперами; внесення цінних паперів до статут-ного капіталу юридичних осіб. Крім того, без участі торговця цінними папе-рами можуть здійснюватися операції щодо: дарування та спадкування цінних паперів; операцій, пов'язаних з виконанням рішення суду; внесення цінних паперів до статутного капіталу юридичних осіб [91].

Діяльність з управління активами інституційних інвесторів – це профе-сійна діяльність учасника фондового ринку – компанії з управління актива-ми, що провадиться нею за винагороду від свого імені або на підставі відпо-відного договору про управління активами інституційних інвесторів, які на-лежать їм на праві власності. До діяльності з управління активами належить діяльність з управління іпотечним покриттям, яка здійснюється за винагоро-ду банком чи іншою фінансовою установою згідно з відповідним договором про управління іпотечним покриттям.

Депозитарна діяльність на ринку цінних паперів України розподіляється на такі групи:

1) депозитарна діяльність депозитарію цінних паперів (діяльність з надання послуг щодо зберігання цінних паперів, обслуговування правочинів щодо цінних паперів на рахунках зберігачів цінних паперів, а також операцій емітентів щодо випущених ними цінних паперів);

2) депозитарна діяльність зберігача цінних паперів (діяльність з надання послуг щодо зберігання цінних паперів, обслуговування правочинів щодо цінних паперів на рахунках власників цінних паперів),

3) діяльність з ведення реєстру власників іменних цінних паперів (діяльність щодо збору, фіксації, обробки, зберігання та надання даних, які складають систему реєстру власників іменних цінних паперів, щодо іменних цінних паперів, їх емітентів та власників).

Відповідно до законодавства, депозитарі та зберігачі можуть отримати дозвіл на право ведення реєстру власників іменних цінних паперів. У тому разі, коли кількість учасників емітента не перевищує 150, він самостійно може вести реєстр власників іменних цінних паперів.

Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку здійснюється організатором торгівлі, основним завданням якого є створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно попиту і пропозицій на фінансові інструменти (цінні папери), проведення регулярних торгів фінансовими інструментами за встановленими правилами, централізоване укладення і виконання договорів щодо фінансових інструментів, у тому числі здійснення клірингу, та розрахунків за ними, а також розв'язання спорів між членами організатора торгівлі [94].

Організаторами торгівлі є фондові біржі. Фондова біржа – один з основних інститутів на ринку цінних паперів. Позабіржова торгівля фінансовими цінностями і позиковими капіталами проводиться комерційними банками та різного роду фінансовими посередниками, але в усіх країнах з ринковою еко-

номікою переважна більшість операцій з цінними паперами здійснюється на фондовій біржі.

Слова “фондова біржа” та похідні від них дозволяють використовувати лише юридичним особам, які створені та функціонують відповідно до вимог Законів України “Цінні папери та фондовий ринок” та Закону України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”. Фондова біржа утворюється та діє в організаційно-правовій формі господарського товариства (крім повного, командитного товариства і товариства з додатковою відповідальністю) або дочірнього підприємства об’єднання торговців цінними паперами і має право провадити діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку з моменту отримання відповідної ліцензії Комісії. Фондова біржа утворюється не менше ніж 20 засновниками (торговцями цінними паперами), які мають ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку, або їх об’єднанням, що налічує не менше ніж 20 торговців цінними паперами. Частка одного торговця цінними паперами не може бути більшою ніж 5 відсотків статутного капіталу фондової біржі [94]. Державну реєстрацію фондових бірж та торгово-інформаційних систем здійснює НКЦПФР [92].

Фондова біржа виступає чутливим барометром не лише стану фондового ринку, а й економічного і політичного життя країни у цілому. Саме це і визначає її статус не тільки на ринку капіталів, а й у функціонуванні економіки, не лише серед підприємницьких та комерційних, а й серед державних структур.

У житті суспільства біржі виконують цілу низку функцій, зокрема:

1) державні функції – виконання фондовими біржами задач в інтересах державних структур, фінансових інститутів і забезпечення стабільного розвитку економічної системи держави в цілому;

2) економічні функції, основні для фондових бірж, – виконання задач, що диктуються системою ринкових відносин та роллю фондових бірж на ринку. Насамперед це визначення ринкової вартості фондових інструментів, за-

безпечення руху права власності на фондові цінності та гарантування виконання угод;

3) методологічні та процедурні функції – розробка правил, форм і методів біржової фондової торгівлі, навчання спеціалістів, стандартизація та уніфікація форм обміну інформацією тощо;

4) технологічні функції, які значною мірою відображають зростаючі можливості сучасних засобів зв'язку та глобалізацію інвестиційних процесів в сучасній світовій економіці.

Основна мета фондових бірж різних країн – забезпечення умов ефективного здійснення операцій з купівлі-продажу цінних паперів, підтримання високого рівня професіоналізму учасників біржової торгівлі, а також довіри інвесторів. Форми організації і діяльності фондових бірж, а також юридичних та фізичних осіб, які професійно займаються операціями з купівлі та продажу цінних паперів, регулюються спеціальним законодавством відповідних країн. За вдалим визначенням Енджела Л. та Бойда Б., "... біржа – це самий вільний з усіх ринків у світі, ринок з мінімальними перешкодами для встановлення вільного співвідношення між попитом та пропозицією" [140, С.52].

Для провадження своєї діяльності фондові біржі повинні підтримувати власний капітал у розмірі, не меншому ніж 3 млн грн, а для фондових бірж, що здійснюють кліринг та розрахунки, – не меншому ніж 6 млн грн.

Фондова біржа створюється не для отримання прибутку, займається виключно організацією укладання угод купівлі та продажу цінних паперів та їх похідних; вона не може здійснювати операції з цінними паперами від власного імені та за дорученням клієнтів, а також виконувати функції депозитарію. Фондова біржа зосереджує попит і пропозицію цінних паперів, сприяє формуванню їх біржового курсу та виконує інші функції, пов'язані з обігом цінних паперів [54, с. 171].

Підсумовуючи, необхідно зауважити, що значення фондової біржі в сучасних умовах пов'язане з досягненням макроекономічної стабільності суто

ринковими засобами. Процес обігу фондових цінностей на всіх офіційно зареєстрованих фондових біржах може здійснюватися лише з цінними паперами, що успішно пройшли спеціальну біржову процедуру – лістинг, або “внесення в список”. Компанії повинні внести в список відповідної біржі свої цінні папери, що є обов’язковою передумовою допуску до торгівлі [118, с. 308].

Розуміння правової природи та особливостей функціонування всіх професійних учасників фондового ринку необхідно передусім для правильного сприйняття сутності Національної депозитарної системи, сферою діяльності якої є:

- 1) стандартизація обліку та нумерація цінних паперів, випущених в Україні згідно з міжнародними стандартами;
- 2) відповідальне зберігання всіх видів цінних паперів як у документарній, так і в бездокументарній формах;
- 3) реальна поставка чи переміщення цінних паперів з рахунку в цінних паперах з одночасною оплатою грошових коштів відповідно до розпоряджень клієнтів;
- 4) акумулювання доходів (дивідендів, процентних виплат та виплат погашення тощо) щодо цінних паперів, взятих на обслуговування системою, та їх розподіл за рахунками;
- 5) надання послуг щодо виконання обов’язків номінального утримувача іменних цінних паперів, що беруться на обслуговування системою тощо [93].

Відповідно до положень чинного законодавства, учасниками Національної депозитарної системи є: депозитарії, зберігачі, реєстратори власників іменних цінних паперів (прямі учасники), а також організатори торгівлі, банки, торговці цінними паперами та емітенти (опосередковані учасники). При цьому Національна депозитарна система складається з двох рівнів: нижній рівень – це зберігачі, які ведуть рахунки власників цінних паперів, та реєстратори власників іменних цінних паперів; верхній рівень – Національний де-

позитарій України і депозитарії, що ведуть рахунки для зберігачів та здійснюють кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів. Обслуговування обігу державних цінних паперів, у тому числі депозитарну діяльність щодо цих паперів, здійснює Національний банк України. Особливості здійснення депозитарної діяльності з державними цінними паперами встановлюються НКЦПФР спільно з Національним банком України.

Отже, важливими для цілісності, зростання і розвитку фондових ринків є надійне і ефективне регулювання, а також впевненість, яку воно приносить. Сучасні системи регулювання повинні бути здатними розв'язувати складні завдання, поставлені зростаючим значенням технологій і, особливо, подіями у сфері електронної комерції. Разом з тим регулювання має бути оптимальним, щоб не стати невинуватим тягарем для ринку і не уповільнити його зростання і розвиток. Основними властивості ефективного регулювання, які узгоджуються із стабільним економічним зростанням, на нашу думку повинні бути такі: 1) не повинно бути ніяких зайвих перешкод для входження і виходу з ринків і фінансових схем; 2) ринки повинні бути відкриті для найширшого кола учасників, які відповідають обумовленим критеріям допуску; 3) на всіх, хто бере на себе конкретне фінансове зобов'язання або обіцянку, повинен накладатися однаковий регулятивний тягар.

Важливого значення набуває нормативно-правове забезпечення розрахунково-клірингової діяльності. В Україні на сьогодні даний вид діяльності в межах інфраструктури фондового ринку не має чіткого законодавчого визначення, та не врегульовано єдиним законодавчим документом, що призводить в багатьох випадках до правової нерегульованості проведення клірингових та розрахункових операцій. Слід відзначити, що фахівці практики фондового ринку відзначають, що саме розрахунково-клірингова система лежить в основі формування ефективної інфраструктури фондового ринку. Адже саме ця система визначає швидкість, надійність, точність проведення всіх угод з цінними паперами.

Необхідно зазначити, що 6 липня 2012 року в Україні прийнято новий закон «Про депозитарну систему України», який вступає в дію через 1 рік, тобто з 6 липня 2013 року. Цей час наданий на приведення у відповідність до нових норм законодавства депозитарну систему України.

В даному законодавчому документі формується зовсім інша структура системи як в частині структурного формування так і в частині суб'єктно-об'єктних відносин. По-перше, зникає дворівнева система з нижнім та верхнім рівнем, по-друге формується жорстко централізована система на чолі з центральним депозитарієм, по-третє, формується новий суб'єкт депозитарної системи – розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках, який повинен бути підконтрольний Національному банку України, а також стає монополістом в проведенні грошових розрахунків за угодами укладеними щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів як на фондовій біржі так і позабіржовою торгівлею. Прийняття цього законодавчого документу суттєво посилює роль Національного банку України в контролі за фондовим ринком України.

В даному контексті необхідно відмітити, що створення Розрахункового центру може відбутись на наш погляд за одним із двох варіантів: по-перше, це створення Розрахункового центру з «нуля», використовуючи технічні можливості системи Національного банку, або ж за другим варіантом, якщо врахувати той факт, що із двох по суті існуючих на сьогодні депозитаріїв Національний депозитарій України, продовжить свою роботу як головний депозитарій, а на базі Всеукраїнського депозитарію цінних паперів буде створено Розрахунковий центр. Як в першому так і в другому випадку для створення Розрахункового центру необхідно буде вкласти достатньо потужні матеріально трудові та фінансові ресурси, оскільки Розрахунковий центр, якщо відстежити, ті завдання та функції, що на нього покладаються він повинен по суті мати статус банку, що зрозуміло і обумовило те, що контроль за його діяльністю покладається на Національний банк України.

Отже, нормативно-правове регулювання процесу формування інфраструктури фондового ринку тісно пов'язано з регулюванням діяльності, насамперед, професійних учасників фондового ринку, які прийнято відносити до групи інфраструктурних учасників. При цьому побудова сучасної моделі інфраструктури фондового ринку має враховувати загальносвітові тенденції щодо розвитку фінансового ринку в цілому, серед яких важливим напрямом є посилення ролі саморегулювних організацій. Хоча саморегулювні організації прийнято розглядати як елемент регулювної підсистеми фондового ринку, особливості їх формування дозволяють стверджувати, що вони фактично виступають як елемент структури ринку, що утворюється шляхом наділення інфраструктурних учасників можливістю самостійно координувати свою професійну діяльність.

Висновки до розділу 1

1. Досягнення стійкого економічного зростання, що є одним з базових стратегічних завдань розвитку національних економік, об'єктивно вимагає наявності адекватної фінансової системи, здатної ефективно трансформувати тимчасово вільні кошти організацій та населення в інвестиції. Важливим сегментом фінансового ринку як однієї із складових фінансової системи сучасних ринкових економік, що покликаний сприяти оптимальному та ефективному розподілу фінансових ресурсів між позичальниками, кредиторами та інвесторами, є фондовий ринок.

2. На основі вивчення літературних джерел та історії становлення ринку цінних паперів обґрунтовано, що за своїм економічним походженням ринок цінних паперів належить до групи спеціалізованих ринків функціонального призначення, що сформувалася під впливом розвитку кредитних відносин і акціонерної форми власності. Історично функціональним призна-

ченням ринку цінних паперів було і залишається просування інвестиційного капіталу. Тобто в економіці ринкового типу ринки цінних паперів є дієвими механізмами перерозподілу інвестиційних ресурсів, трансформації заощаджень у інвестиції.

3. Для визначення місця та ролі фондового ринку у фінансовій системі країни досліджено систему сучасних наукових поглядів на структурну декомпозицію фінансового ринку та фінансової системи. З'ясовано, що ринок цінних паперів як елемент фінансової системи країни, як правило, не розглядається при вивченні її складної ієрархічної будови у якості елемента першого рівня. Дорічно вести мову про те, що ринок цінних паперів в структурі фінансового ринку є одним з взаємозв'язаних і доповнюючих один одного, окремо функціонуючим ринком фінансових ресурсів, що мають специфічну форму втілення – цінні папери.

4. В роботі обгрунтовано авторський погляд на місце фондового ринку у складі фінансового ринку, який на відміну від існуючих, передбачає доповнення першого рівня структурування фінансового ринку поряд з ринком грошей та ринком капіталів строковим ринком, який у частині обігу похідних цінних паперів також входить до складу ринку цінних паперів, якій виокремлюється на другову рівні структури фінансового ринку країни. Відповідно, на нашу думку, ринок цінних паперів, на нашу думку, складається з ринку комерційних цінних паперів та фондового ринку, які виникають на основі поєднання ринку боргових цінних паперів (із складу ринку грошей) та ринку акцій (із складу ринку капіталів) з строковим ринком, що працює з форвордними та опціонними контрактами щодо кіпівлі-продажу відповідних видів цінних паперів.

5. Виділення в структурі ринку цінних паперів поряд з фондовим ринком ринку комерційних цінних паперів дозволить через відповідність його інструментів встановити взаємозв'язки: з ринком товарів і послуг за допомогою таких цінних паперів, як коносаменти, товарні ф'ючерси і опціони, комерційні векселі; з ринком природних ресурсів – за допомогою заставних

листів, акцій і облігацій, забезпеченням яких служать природні ресурси. Разом з тим саме існування у складі ринку цінних паперів фондового ринку забезпечує можливість ринкового регулювання інвестиційної діяльності, процесів накопичення капіталу та його трансформації в суспільнонеобхідні інвестиції.

6. Фондовий ринок здійснює комплексний вплив на процеси соціально-економічного розвитку в країні та стабілізацію функціонування економічної системи в кризових умовах. За результатами дослідження наведено групування та характеристика прямих та опосередкованих впливів фондового ринку на соціально-економічний розвиток, а також природних можливостей фондового ринку щодо антикризової дії на економіку в розрізі основних його сутнісних характеристик, таких як: універсальність, загальний характер, масовість, динамічність, активність, мобільність, демократичність, волатильність, різномінітність і єдність. Фондові ринки відіграють виключну роль у забезпеченні процесу розподілу фінансових ресурсів в економіці. Вони створюють можливість вільного міжгалузевого переливання капіталу по каналах прямого фінансування або через фінансових посередників, а також дозволяють перетворювати заощадження у виробничі інвестиції. Будучи оптимальним розподільчим механізмом, фондові ринки створюють умови для зменшення витрат, що виникають у процесі руху капіталу, забезпечуючи при цьому інвесторів такими ліквідними активами, як цінні папери

7. В роботі обгрунтовано, що сучасний ринок цінних паперів є складною ієрархічною системою, до складу якої входить упорядкована сукупність взаємопов'язаних та функціонально взаємозалежних підсистем, однією з яких є інфраструктура ринку цінних паперів. Сучасні глобальні ринки капіталів характеризуються розмаїттям фінансових інструментів та значною кількістю учасників з особливими, часом зовсім протилежними інтересами. В такій ситуації значно ускладнюється проблема ефективної організації функціонування фондового ринку, що, зокрема, вимагає визначення чітких підходів до аналізу ролі окремих учасників ринку, інститутів та їх груп, характеру

зв'язків та форм налагодження взаємодії між ними як суб'єктів інфраструктури фондового ринку.

8. Вивчення інфраструктури з позиції трактування її як окремої функціональної підсистеми суспільного процесу виробництва і категорії економіки ринкових відносин дозволяє стверджувати про необхідність синтетичного поєднання при її визначенні проявів подвійної природи даного економічного явища, а саме: закономірність виділення обслуговуючого сектору у складі ринку як сфери реалізації економічних відносин, пов'язаних з товарним обміном, що дозволяє економити на витратах, а також потребу у нарощенні витрат для інвестуванні у формування цього сектору.

З точки зору системного підходу інфраструктура як певна підсистема в іншій системі покликана забезпечити узгодженість дії суб'єктно-об'єктних та міжсуб'єктних взаємозв'язків елементів цілісної економічної системи та певним чином регулювати її функціонування, впорядковуючи взаємодію всіх елементів.

9. Існування інфраструктури ринку пояснюється через прагненням уникати витрат з укладання операцій на ринку – трансакційних витрат. Для оптимізації кількісних параметрів інфраструктури ринку необхідно виходити з того, що основним чинником обмеження її зростання є обсяг економії на витратах: інфраструктура ринку існуватиме та розширюватиметься до тих пір, поки вона реалізує функцію координації інформаційних потоків між прямими учасниками угоди при менших витратах, ніж це досягалося б при ринкових операціях неопосередкованих інфраструктурою.

В роботі проведено долідження сутності трансакційних витрат, обґрунтовано, що всі витрати ринку цінних паперів є за своєю природою трансакційними, а також виявлено характер та напрям впливу різних форм трансакційних витрат на формування інфраструктури фондового ринку.

10. Автором обґрунтовано, що основною метою інфраструктури ринку цінних паперів є забезпечення його ефективного функціонування та обслуговування економічних інтереси його учасників, що дозволило сформува-

ти такий комплекс головних завдань інфраструктури ринку цінних паперів, виходячи із принципу узгодження цілей системи та її елементів:

- мінімізація витрат інвесторів та емітентів;
- зменшення та перерозподіл інвестиційних ризиків, у тому числі контроль і пом'якшення наслідків ризиків, що не усуваються;
- прискорення інвестиційних процесів на основі забезпечення стабільного обігу цінних паперів.

Виконання означеного вище комплексу завдань забезпечується через систему функцій інфраструктури. Узагальнення різних функціональних властивостей інфраструктури із врахуванням цільового спрямування інфраструктури ринку цінних паперів, дозволило виділяємо чотири її основні функції, кожна з яких реалізується окремою підсистемою інфраструктури:

- посередницька – забезпечення взаємодії емітентів та інвесторів, опосередкування обігу цінних паперів на ринку;
- організаційна – створення умов для торгівлі цінними паперами;
- технічна – забезпечення всіх технічних моментів, що виникають у процесі здійснення операцій із цінними паперами;
- інформаційна – налагодження прозорого інформаційного простору для функціонування ринку.

Ураховуючи функціональний зв'язок підсистем інфраструктури ринку цінних, може бути запропонована авторська декомпозиція її функцій та завдань ієрархією підпорядкування та елементами.

11. На основі аналізу функцій і завдань, що покликана виконувати інфраструктура, а також з позиції погляду на неї як важливу складову ефективного функціонування ринку цінних паперів, запропоноване таке визначення поняття «інфраструктура ринку цінних паперів» – це складна підсистема ринку цінних паперів, функціональне призначення якої полягає в забезпеченні ефективної реалізації економічних інтересів емітентів та інвесторів через організацію раціональної взаємодії інститутів фінансового посередництва, технічної підтримки, торговельного та інформаційного обслуговування

при здійсненні операцій із цінними паперами для забезпечення стабільного обігу цінних паперів та прискорення прицесу акумуляції інвестиційних ресурсів.

На відмінну від існуючих трактовок означеного поняття запропоноване визначення інтеграційно поєднує у собі раціональні підходи щодо сутності, ролі та значення ринкової інфраструктури, згенеровані різними теоретичними концепціями (технологічною, інституційною).

12. Ефективне виконання фондовим ринком своїх функцій, формування та функціонування його інфраструктури вимагає наявності відповідної структури учасників, коло яких, а також умови їх участі в операціях з цінними паперами визначаються державою.

Побудова сучасної моделі інфраструктури фондового ринку має враховувати загальносвітові тенденції щодо розвитку фінансового ринку в цілому, серед яких важливим напрямом є посилення ролі саморегулювних організацій. Хоча саморегулювні організації прийнято розглядати як елемент регулювної підсистеми фондового ринку, особливості їх формування дозволяють стверджувати, що вони фактично виступають як елемент структури ринку, що утворюється шляхом наділення інфраструктурних учасників можливістю самостійно координувати свою професійну діяльність.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковані автором в роботах [28, 99, 105, 98].



РОЗДІЛ 2. ТЕНДЕНЦІЇ ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ІНФРА-СТРУКТУРИ ФОНДОВОГО РИНКА УКРАЇНИ

2.1. Сучасний стан функціонування елементів інфраструктури фондового ринку України

Фондовий ринок України знаходиться сьогодні у стані трансформації зі сфери обслуговування обігу капіталу у самостійний сектор економіки, рівень розвитку якого визначає загальний добробут суспільства держави, створює можливості для ефективного переміщення капіталу з одних сфер діяльності в інші для забезпечення структурної перебудови чинної системи виробництва. Якість виконання фондовим ринком покладених на нього завдань залежить від сучасного стану функціонування елементів інфраструктури цього ринку, які створюють умови для випуску та подальшого обігу цінних паперів у країні.

Загальна динаміка кількості професійних учасників фондового ринку України, діяльність яких ліцензується НКЦПФР, подана в табл. 2.1. Дані щодо зміни кількості виданих ліцензій за видами професійної діяльності на фондовому ринку свідчать про відносну стабілізацію складу суб'єктів його інфраструктури протягом 2007-2011 рр. Це, на нашу думку, є певною ознакою завершення формування кількісного складу інфраструктури ринку цінних паперів України відповідно до потреб обслуговування потоків інвестиційних ресурсів, опосередкованих такими фінансовими інструментами, що виникають в економіці країни з врахуванням сучасних макроекономічних показників її функціонування.

Так, станом на початок 2012 р., кількість ліцензій, які видано НКЦПФР професійним учасникам фондового ринку на провадження професійної діяльності, становила 1679, а з урахування суміщення певних видів професійної діяльності – 1253.

**Динаміка кількості професійних учасників фондового ринку України за
2007-2011 рр.**

Станом на початок року

Вид професійної діяльності на фондовому ринку	Рік					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Торгівля цінними паперами	805	779	815	737	763	733
Депозитарна діяльність зберігачів цінних паперів	180	214	256	297	372	384
Діяльність з ведення реєстрів власників цінних паперів	354	372	380	367	297	188
Діяльність з управління активами	224	326	411	389	361	360
Депозитарна діяльність депозитаріїв цінних паперів	2	2	2	3	2	2
Розрахунково-клірингова діяльність	1	1	2	3	2	2
Організація торгівлі	10	9	11	10	10	10
Усього	1576	1703	1877	1806	1807	1679

Джерело: за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [102]

Скорочення обсягів ліцензування професійної діяльності на фондовому ринку України, що спостерігалось протягом 2011 р. відбулося у зв'язку з приведенням діяльності професійних учасників до вимог Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення вимог до статутного капіталу професійних учасників фондового ринку», який був прийнятий у 2010 році. Ці зміни в першу чергу посилили фінансові вимоги щодо надійності торговців цінними паперами, чисельність яких у 2011 р. скоротилася на 30 осіб та склала на початок 2012 р. 733 особи.

У розрізі окремих видів професійної діяльності можна також відзначити суттєве зменшення кількості реєстраторів як професійних учасників фондового ринку: на початок 2012 р. їх кількість становила лише 188 осіб, що на 109 осіб менше, ніж було у попередньому періоді. При цьому кількість реєстраторів демонструє сталу тенденцію до скорочення, починаючи з 2009 р.,

що пов'язано з проведенням процедури дематеріалізації на фондовому ринку України, тобто переведенням цінних паперів із документарної форми існування у бездокументарну.

Впорядкування порядку здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів з боку НКЦПФР, підвищення рівня контролю за їх діяльністю, а також підвищення дисциплінованості самих професійних учасників ринку сприяли створенню умов для постійного зростання обсягів ринку цінних паперів як загальної тенденції його розвитку протягом останніх п'яти років. Слід відзначити, що зростання відбувалось також і за рахунок появи нових різновидів цінних паперів та перерозподілу інвестиційних потоків на користь цінних паперів з вищим рівнем надійності. Про це свідчить динаміка складу та структури обсягів торгів на ринку цінних паперів (табл. 2.2).

Так, якщо поглянути на обсяги торгів цінними паперами, то протягом періоду, що аналізується, до 2011 року у їх складі прослідковувалося домінування акцій (від 44,11 % у 2009 р. до 36,75 % у 2010 р. при середньому на рік рівні 37,70 % від загального обсягу торгів). У 2011 р. в наслідок зміни фінансової політики уряду країни відбулося переструктурування обсягів торгів на ринку цінних паперів на користь державних облігацій, частка яких зросла з 7,94 % у 2007 р. до 39,84 % у 2011 р. При цьому зростання питомої ваги державних облігацій в структурі торгів на ринку цінних паперів почало відбуватися з 2009 р.

Слід звернути увагу, що на початку періоду, що аналізується, досить значна частка торгів припадала на векселі (28,19 %), а сучасна структура ринку цінних паперів вказує на зменшення їх ролі (до 16,68 % обсягів торгів з цінними паперами у 2011 р.). Разом з тим, зменшилися як абсолютні, так і відносні показники проведення торгів з облігаціями підприємств: їх частка в структурі обсягів торгів з цінними паперами на ринку скоротилася з 17,83 % у 2007 р. до 4,83 % у 2011 р. при середньорічному значенні за період, що аналізується, 11,61 %. Таку тенденцію можна пояснити в першу чергу зменшенням обсягів банківського кредитування реального сектору економіки в наслідок фінансової кризи, а також втратою можливостей щодо залучення

необхідних грошових коштів на довгостроковій основі, що сприяло поверненню суб'єктів господарювання до векселів як субститутів розрахунків.

Таблиця 2.2

**Склад та структура обсягу торгів на ринку цінних паперів України у
2007-2011 рр. за видом фінансового інструменту**

Показник	Одн. ви- міру	Рік				
		2007	2008	2009	2010	2011
Обсяг торгів на ринку цінних паперів, у тому числі	млрд. грн.	754,31	883,42	1067,26	1537,79	2147,54
- акції	млрд. грн.	283,54	352,82	470,73	565,21	646,70
	%	37,59	39,94	44,11	36,75	30,11
- облігації підприємств	млрд. грн.	134,73	205,21	81,13	69,50	103,70
	%	17,86	23,23	7,60	4,52	4,83
- векселі	млрд. грн.	212,64	191,84	268,76	316,11	358,28
	%	28,19	21,72	25,18	20,56	16,68
- державні облігації	млрд. грн.	59,86	62,49	98,99	354,12	855,55
	%	7,94	7,07	9,28	23,03	39,84
- інвестиційні сертифікати	млрд. грн.	40,43	43,94	76,31	106,53	103,79
	%	5,36	4,97	7,15	6,93	4,83
- ощадні депозитні сертифікати	млрд. грн.	3,20	7,68	70,35	124,89	76,72
	%	0,42	0,87	6,59	8,12	3,57
- інші	млрд. грн.	8,26	11,18	71,34	1,43	2,80
	%	2,64	2,2	0,09	0,09	0,14

Джерело: за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [102]

Якщо говорити про зростання в абсолютних величинах, то обсяг виконаних договорів на ринку цінних паперів з державними облігаціями України порівняно з 2010 роком збільшився на 501,43 млрд. грн., з акціями – на 81,49 млрд. грн., з векселями — на 42,17 млрд. грн., з облігаціями підприємств – на 34,20 млрд. грн. Утім, обсяг договорів з ощадними (депозитними) сертифікатами зменшився на 48,17 млрд. грн.

Слід зауважити, що зазначені вище зміни в обсягах торгівлі цінними паперами на фондовому ринку України відбулися на тлі загального скорочення кількості торговців, що здійснюють відповідну професійну діяльність.

У 2011 р. порівняно з попереднім істотних змін зазнав склад торговців цінними паперами. Традиційно близько половини обсягу торгів на ринку цінних паперів (54,89 % у 2010 р. та 49,62 % у 2011 р.) забезпечується за рахунок діяльності господарських товариств, для яких операції з цінними паперами є виключним видом діяльності. Проте у 2011 р. відбулося істотне розширення активності банків у цій сфері: якщо у 2010 р. на них припадало лише 24,82 % загального обсягу торгів з цінними паперами України, то у 2011 р. – 46,18 %. Це стало наслідком зростання проведених за участю банків торгів протягом 2011 р. у 2,6 рази: з 381,68 млрд. грн. до 991,73 млрд. грн. Водночас на ринку цінних паперів у 2011 р. спостерігається зростання діяльності інвестиційних компаній (з 312,02 млрд. грн. або 20,29 % обсягу торгів на ринку у 2010 р. до 90,20 млрд. грн. або 4,20 % у 2011 р.).

Склад та структура отриманих та переоформлених торговцями цінними паперами ліцензій на здійснення професійної діяльності (рис. 2.1), вказує на те, що переважна більшість з них здійснює брокерську та дилерську діяльність, права на проведення яких отримали у 2011 р. 40,53 % та 40,69 % осіб, що звернулися за ліцензією до НКЦПФР. При цьому у 2011 р. порівняно з попереднім обсяги ліцензування цих напрямів діяльності зросли за рахунок скорочення частки торговців, що здійснюють операції з андеррайтингу (з 18,50 % до 12,99 %) та діяльність з управління паперами (з 7,49 % до 5,79 %). Це пов'язано з вищою природною ризиковістю відповідних видів діяльності та посилення вимог НКЦПФР щодо надійності торговців, які можуть провадити відповідні операції на фондовому ринку України.

Привертає увагу факт низької монополізованості ринку цінних паперів, оскільки для торговців з найбільшими обсягів виконаних договорів з торгівлі цінними паперами їх частка у загальному обсягу договорів є нижчою 10 %. Так, на ПАТ «Державний ощадний банк України» припадає 9,54 % загального обсягу торгів на ринку цінних паперів, ПАТ «Дельта банк» – 8,78 %, ТОВ «ФК ГАМБИТ» – 6,11 %, ПАТ «Державний експорт-імпортний банк України» – 3,92 %, ТОВ «Капітал-Стандарт» – 3,03 %. Питома вага інших торговців цінними паперами у загальному обсязі торгів на ринку України не перевищує 3 %.

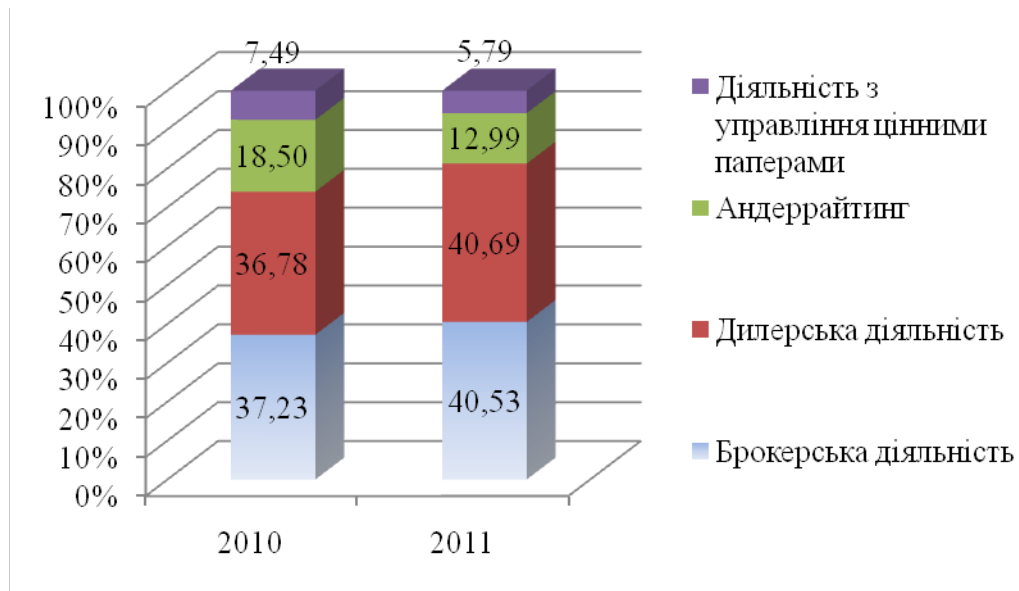


Рис. 2.1. Структура отриманих торговцями цінними паперами ліцензій за видами діяльності у 2010-2011 рр.

Джерело: власні розрахунки за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [102]

Якщо говорити про структуру емітованих фінансових інструментів, то, як видно з рис. 2.2, у 2011 році найбільшу частку в загальному обсязі зареєстрованих випусків емісійних цінних паперів становили цінні папери ІСІ – паєнових та корпоративних інвестиційних фондів (84,52 млрд. грн. або 47,17 %), акції (58,16 млрд. грн. або 32,46 %) та облігацій підприємств (35,91 млрд. грн. або 17,49 % від загального обсягу зареєстрованих НКЦПФР цінних паперів).

Похідні цінні папери на вітчизняному фондовому ринку поки що займають незначну частку. Так, у 2011 р. НКЦПФР було зареєстровано 5 випусків опціонів на суму 3,44 млн. грн. У порівнянні з 2010 р. обсяг випусків опціонів збільшився на 867,13 тис. грн. Якщо говорити про частку опціонів в загальній структурі зареєстрованих регулятором випусків цінних паперів, то в 2011 р. обсяг випуску похідних цінних паперів становив лише 0,0019 %.

Однак запровадження регуляторних актів, спрямованих на встановлення чітких умов та вимог щодо реєстрації випусків опціонних сертифікатів, унормування процедури здійснення фондовими біржами клірингу та розрахунків за договорами щодо похідних (деривативів), а також прийняття про-

фільного законопроекту має сприяти поживленню використання зазначених фінансових інструментів на фондовому ринку та залученню інвестицій в окремі галузі економіки через застосування таких фінансових інструментів.

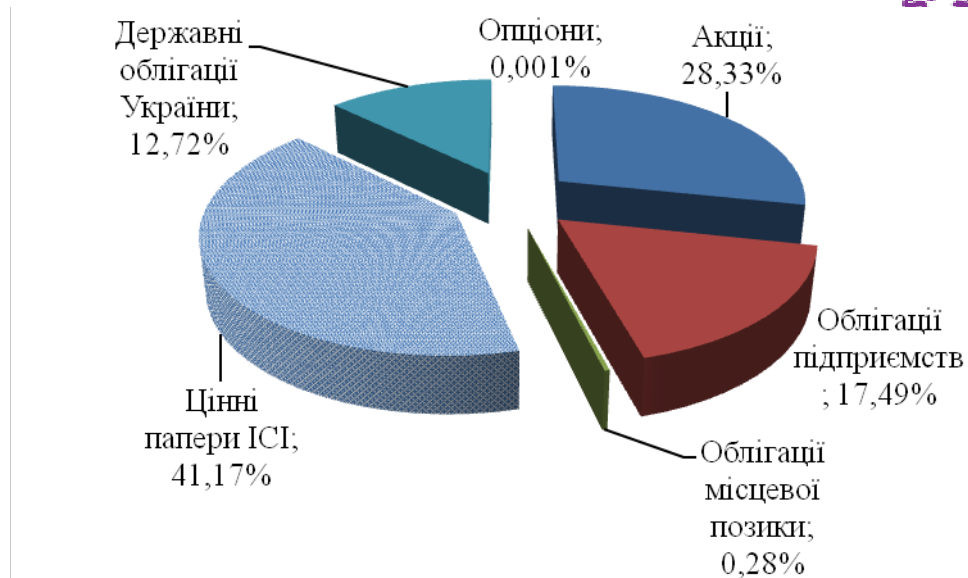


Рис. 2.2. Структура емісії цінних паперів в Україні за видами фінансових інструментів у 2011 р.

Джерело: побудовано за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [102]

Характерно, що найбільшу частку серед загального обсягу зареєстрованих випусків акцій становили емісії з реально залученими коштами (у 2011 році цей показник сягнув 90,20 % або 52,46 млрд. грн.). У той же час частка емісій акцій, зареєстрованих у процесі приватизації та корпоратизації, залишається досить значною і становить 7,89 % (або 4,59 млрд. грн.) від загального обсягу зареєстрованих випусків акцій у 2011 році. В цілому у 2011 році НКЦПФР зареєструвала 2513 випусків акцій на суму 58,16 млрд. грн., що у порівнянні з 2010 роком більше на 17,57 млрд. грн. (або на 43,28 %). Таке зростання є свідченням про активізацію інвестиційної діяльності на підприємствах.

Найбільші обсяги випусків акцій, зареєстрованих НКЦПФР, належали емітентами, основними видами економічної діяльності яких були:

- фінансова діяльність (38,26 млрд. грн. або 65,77 % від загального обсягу емісії акцій 2011 р.);
- операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг та надання послуг підприємцям (13,34 млрд. грн. або 22,93 %);
- переробна промисловість (2,07 млрд. грн. або 3,56 %).

При цьому серед зареєстрованих випусків акцій у розрізі фінансової діяльності 93,94 % належить емітентам, основним видом економічної діяльності яких було грошове посередництво, що свідчить про високий рівень емісійної активності банків як інституційних учасників фондового ринку.

Оцінюючи обсяги реєстрації емісій (рис. 2.3), варто зауважити, що традиційно найбільші обсяги випусків акцій реєструється комерційними банками (у 2011 р. на суму 36,04 млрд. грн., що відповідає 61,97 % загального річного обсягу емісії акцій) і підприємствами – публічними акціонерними товариствами (на суму 18,84 млрд. грн. або 32,39 %).

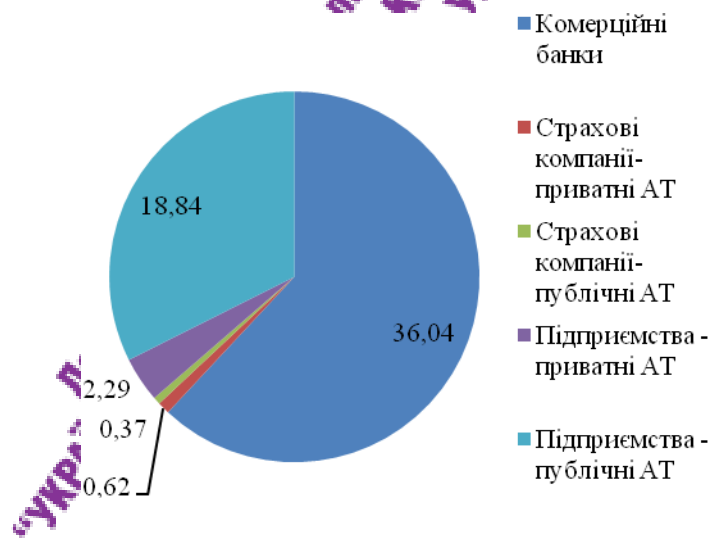


Рис. 2.3. Обсяги та структура емісії акції в Україні за видами емітентів цінних паперів у 2011 рр., млрд. грн.

Джерело: побудовано за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [102]

При цьому найбільші випуски акцій у 2011 р. були зареєстровані такими суб'єктами господарювання, як ПАТ НАК «Нафтогаз Україна» (обсяг

емісії 12 500,00 млн. грн.), ПАТ КБ «ПриватБанк» (4 684,97 млн. грн.), ПАТ «Державний експортно-імпорتنний банк України» (4 590,00 млн. грн.), ПАТ АБ «Укргазбанк» (4 300,00 млн. грн.), ПАТ «Родовід Банк» (3 950,00 млн. грн.).

Обсяги емісії облігацій в Україні все ще залишаються незначними, однак позитивним є факт значного збільшення обсягів зареєстрованих облігаційних випусків, що свідчить про зростання у компаній інтересу до цього фінансового інструменту та можливості залучення додаткових коштів шляхом випуску облігацій. Так, за даними НКЦПФР, протягом 2011 р. був зареєстрований 251 випуск облігацій підприємств на суму 35,91 млрд. грн., що на 26,42 млн. грн. або у 3,78 рази більше, ніж у 2010 р.

Найбільші обсяги випусків облігацій підприємств належали емітентам, основними видами економічної діяльності яких були: фінансова діяльність (41,72 % або 14,99 млрд. грн.); будівництво (21,57 %, 7,75 млрд. грн.) та переробна промисловість (9,22 %, 3,31 млрд. грн.).

Таблиця 2.3

Формування обсягу зареєстрованих випусків облігацій підприємств за суб'єктами господарювання-емітентами у 2007 – 2011 рр.

Вид емітента	Рік									
	2007		2008		2009		2010		2011	
	Млн. грн.	%	Млн. грн.	%	Млн. грн.	%	Млн. грн.	%	Млн. грн.	%
Банки	18869,4	42,4	7115,9	22,7	-	-	3150,0	33,2	13893,5	38,7
Страхові компанії	50,6	0,1	97,5	0,3	-	-	-	-	100,0	0,3
Підприємства та інші	25560,5	57,5	24132,8	77,0	10107,4	100	6343,9	66,8	21920,9	61,0
Разом	44480,5	100	31346,3	100	10107,4	100	9493,9	100	35914,4	100

Джерело: побудовано за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [102]

Як видно з табл. 2.3, у структурі обсягу зареєстрованих випусків облігацій підприємств навищу питому вагу традиційно займають підприємства

реального сектору економіки, частка яких стабільно перевищує 50 % (в середньому на рік протягом періоду, що аналізується, 72,5 %), а у 2011 р. склала 61,0 % від загального обсягу випусків облігацій. Також значна частка належала банкам: в середньому на рік 27,4 % та 38,68 % від загального обсягу випусків облігацій 2011 р.

Інститути спільного інвестування разом з банківськими депозитами є важливим інструментом для інвестицій коштів фізичних осіб, збереження та накопичення їх заощаджень. Висока питома вага та зростаюча динаміка динаміка емітованих цінних паперів ІСІ є свідченням посилення зацікавленості населення України у роботі з цими інститутами.

Зауважимо, що станом на початок 2012 р. загальна кількість професійних учасників, які мають ліцензії на здійснення діяльності з управління активами в Україні, становила 360, що у 3,08 рази більше показника попереднього періоду та свідчить про динамічний розвиток цього сегменту ринку. Поступово зростає кількість корпоративних та пайових інвестиційних фондів на фондовому ринку: якщо на початку 2011 р. НКЦПФР було зареєстровано 1544 інститути спільного інвестування (на 154 більше, ніж на початку 2010 року), то вже на початку 2012 р. їх кількість сягнула 1740, з яких 283 – корпоративні інвестиційні фонди (на початку 2011 року – 244) та 1457 – пайових інвестиційних фондів (на початку 2011 року – 1300), що свідчить про підвищення довіри та зацікавленості інвесторів до механізмів спільного інвестування.

Варто зауважити, що кількість внесених до Єдиного державного реєстру інститутів спільного інвестування інвестиційних фондів у 2011 році значно зросла: якщо в 2010 році цей показник становив 150 фондів, то в 2011 році – вже 196, що становить 11,26 % від загальної кількості зареєстрованих інвестиційних фондів.

Швидкий розвиток суб'єктів спільного інвестування та практика застосування законодавчих норм у цій сфері виявила необхідність внесення змін до Закону України «Про інститути спільного інвестування» з метою удоско-

налення питань створення, діяльності та ліквідації суб'єктів спільного інвестування, управління їх активами, вимог до складу та структури активів, а також розширення можливостей для розвитку сфери спільного інвестування. Потребує чіткої регламентації послідовність дій при створенні корпоративних та пайових інвестиційних фондів, а також при проведенні процедури їх ліквідації та встановлює вимоги щодо іменної форми випуску цінних паперів ІСІ та існування цінних паперів ІСІ в бездокументарній формі.

Станом початок 2012 р. НКЦПФР зареєстровано випусків цінних паперів інститутів спільного інвестування на загальну суму 337,27 млрд. грн. При цьому протягом 2007-2011 рр. спостерігається стійка тенденція до зростання кумулятивних обсягів емісії та номінальної вартості розміщених цінних паперів ІСІ в Україні, але загальний рівень розміщення цінних паперів даного виду є достатньо низьким (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

**Показники розміщення емітованих цінних паперів ІСІ України
у 2007 – 2011 рр.**

Показник	Рік				
	2007	2008	2009	2010	2011
Кумулятивний обсяг емісії цінних паперів ІСІ, млрд. грн.	81,91	156,17	207,28	252,75	337,27
Номінальна вартість розміщених паперів ІСІ, що перебувають в обігу, млрд.грн.	18,07	35,03	37,55	49,78	60,60
Коефіцієнт розміщення емітованих цінних паперів ІСІ, %	22,06	22,43	18,12	19,70	26,66

Джерело: побудовано за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [102]

Так, коефіцієнт розміщення емітованих цінних паперів ІСІ протягом 2007-2011 рр. коливався в межах від 18,12 % (у 2009 кризовому році) до 26,66 % у 2011 р. В середньому за період, що аналізується, щорічно серед інвесторів розміщено лише близько 22 % емітованих ІСІ цінних паперів. На нашу думку, такий низький рівень розміщення цінних паперів ІСІ, що пере-

бувають в обігу, свідчить про необхідність посилення вимог з боку регулятора щодо підвищення їх інвестиційної привабливості.

За даними станом на початок 2012 р., НКЦПФР зареєстровано інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів загальною номінальною вартістю 298,70 млрд. грн., у тому числі у 2011 р. регулятором зареєстровано 164 випуски на суму 75,75 млрд. грн. Це на 39,15 млрд. грн. або у 2 рази більше у порівнянні з обсягом зареєстрованих випусків інвестиційних сертифікатів у 2010 р. та на 44,63 млрд. грн. або у 2,4 рази більше, ніж у 2007 р.

Що стосується акцій корпоративних інвестиційних фондів, то станом на початок 2012 р. було зареєстровано таких інструментів на суму 38,57 млрд., у тому числі протягом 2011 р. НКЦПФР зареєструвала 96 випусків на суму 8,77 млрд. грн., що на 103,17 млн. грн. менше, ніж у 2010 р., проте на 60,04 % більше порівняно з 2007 р.

Діяльність з організації торгівлі на ринку цінних паперів України здійснюють фондові біржі. Станом на початок 2012 р. відповідно до отриманих ліцензій в Україні здійснювало діяльність 10 організаторів торгівлі на ринку цінних паперів, а саме: Київська міжнародна фондова біржа, Придніпровська фондова біржа, Східно-Європейська фондова біржа, Українська біржа, Українська міжбанківська валютна біржа, Українська міжнародна фондова біржа, Українська фондова біржа, Фондова біржа «ІННЕКС», Фондова біржа «Перспектива», Фондова біржа «ПФТС».

Варто зауважити, що протягом 2011 року спостерігалася досить висока активність біржового ринку в Україні, про що свідчать показники обсягу біржової торгівлі цінними паперами. Так, за результатами торгів на організаторах торгівлі обсяг біржових контрактів з цінними паперами у 2011 році становив 235,44 млрд. грн., що більше майже у 2 рази (або на 104,15 млрд. грн.) за обсяг торгів у 2010 році. Зростання обсягів торгів на фондовому ринку пояснюється збільшенням обсягів фінансових ресурсів, що інвестуються в цінні папери українських емітентів як вітчизняними, так і іноземними інвесторами,

а також зростанням вартості цінних паперів емітентів, з якими укладались угоди.

Основною тенденцією на організаційно оформленому ринку цінних паперів України є консолідація торгівлі, на яку вказує високий рівень зосередження виконаних біржових контрактів на обмеженій кількості найбільш впливових українських бірж. Так, у 2011 р. близько 98 % біржових контрактів було зосереджено на 3 фондових біржах: ПрАТ ФБ «ПФТС», ПАТ ФБ «Перспектива» та ПАТ «Українська біржа» (рис. 2.4).

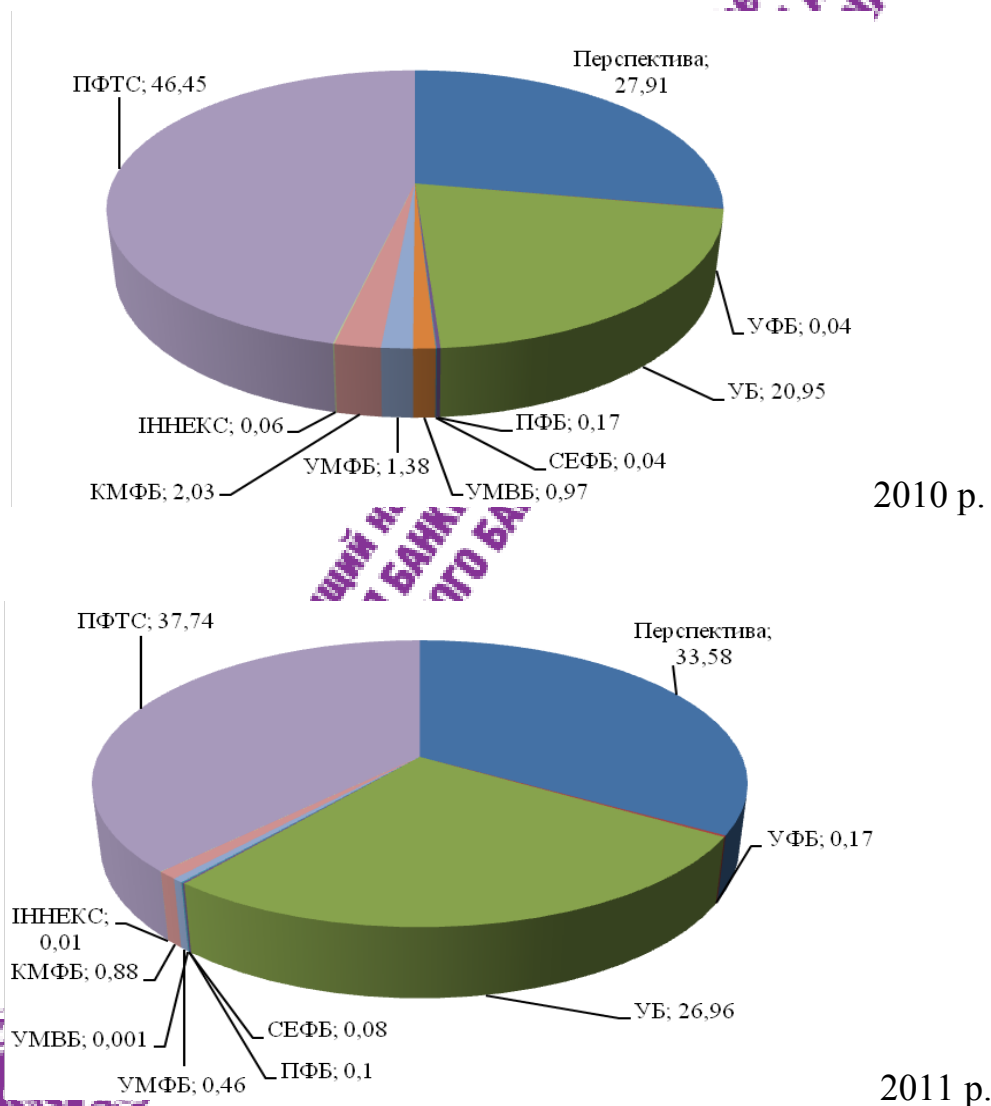


Рис. 2.4. Розподіл обсягів біржових контрактів (договорів) з цінними паперами на організаторах торгівлі в Україні у 2010-11 рр., %

Джерело: побудовано за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [102]

Окрім того, дві фондові біржі навіть збільшили свою частку в загальному обсязі торгів на біржовому фондовому ринку: ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» – з 27,91 % у 2010 році до 33,58 % у 2011 році, ПАТ «Українська біржа» – з 20,95 % у 2010 році до 26,96 % у 2011 році. При цьому частка обсягів торгів на ПАТ «КМФБ», ПрАТ «УМФБ» та ПрАТ «УМВБ» у 2011 році зменшилася до 0,88 %, 0,46 %, 0,001 % відповідно.

Також необхідно відзначити, що більшість біржових торгів здійснюється на одному майданчику – ПФТС.

Збільшення обсягів торгів на фондових біржах у 2011 році певною мірою спричинено підвищеною активністю вторинного ринку акцій та державних облігацій України (табл. 2.5).

Таблиця 2.5

**Обсяг біржових контрактів (договорів) з цінними паперами на організа-
торах торгівлі у 2007 – 2011 роках за видом фінансового інструменту**

Показник	Одн. виміру	Рік				
		2007	2008	2009	2010	2011
В цілому на організованому ринку, у т.ч.	Млрд. грн.	35,15	37,76	36,01	131,29	235,44
- акції	Млрд. грн.	13,61	11,82	13,54	52,71	79,22
	%	38,72	31,30	37,60	40,15	33,65
- Державні облігації України	Млрд. грн.	2,77	8,55	8,18	60,86	99,12
	%	7,88	22,64	22,72	46,36	42,10
- облігації підприємств	Млрд. грн.	17,36	16,61	7,07	6,71	21,42
	%	49,39	43,99	19,63	5,11	9,10
- облігації місцевих позик	Млрд. грн.	0,79	0,46	0,03	0,14	0,46
	%	2,25	1,22	0,08	0,11	0,20
- інвестиційні сертифікати	Млрд. грн.	0,43	0,20	7,14	7,14	11,40
	%	1,22	0,53	19,83	5,44	4,84
- похідні цінні папери та інші	Млрд. грн.	0,18	0,12	0,05	3,73	23,82
	%	0,51	0,32	0,14	2,84	10,12

Джерело: побудовано за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [102]

Так, обсяги торгівлі акціями на фондових біржах України протягом 2007-2011 рр. зросли майже у 6 разів: з 13,61 до 79,22 млрд. грн., торгівлі державними облігаціями України – у 36 разів: з 2,77 млрд. грн. до 99,12.

Відповідно суттєво змінилася і структура біржових торгів у зв'язку з тим, що ринок державних цінних паперів зазнав значного розширення і продовжує нарощувати свої масштаби. Так, якщо у 2007 році частка державних облігацій України у загальній структурі біржових торгів становила 7,88 %, то у 2011 році цей показник становив вже 42,10 %. Відповідно таке нарощення боргового капіталу в державних цінних паперах супроводжувалося зменшенням запозичень у формі облігацій підприємств, питома вага яких в структурі біржових торгів за даний період зменшилася з 49,39 % до 9,10 %.

Обсяг торгів з облігаціями місцевих позик на організаторах торгівлі також поступово збільшується протягом 2009-2011 рр. – з 0,08 % у 2009 році до 0,20 % у 2011 р. Проте він є істотно меншим як в абсолютному, так і у відносному вимірі обсягів торгів з облігаціями місцевих позик, що спостерігалися у 2007 р., насамперед, через скорочення емісії даного виду цінних паперів органами місцевої влади.

Ринок інвестиційних сертифікатів в Україні залишається відносно невеликим, однак позитивним є факт значного збільшення обсягів біржових контрактів з інвестиційними сертифікатами, який у 2011 році становив 4,84 % сукупного обсягу торгів на біржовому ринку.

Ринок деривативів у 2011 році становив 10,12 % від загального обсягу торгів на біржовому ринку. На вторинному організованому ринку цінних паперів обсяг торгів з похідними становив 233,20 млн. грн., на первинному ринку – лише 5,62 млн. грн.

Закономірною характеристикою фондового ринку України є здійснення фінансових операцій переважно на вторинному ринку. Як видно з табл. 2.6, обсяг біржових контрактів з цінними паперами на вторинному біржовому ринку протягом 2011 року значно зріс та становив 178,98 млрд. грн. (76,02 % від загального обсягу протягом зазначеного періоду).

Таблиця 2.6

Розподіл виконаних біржових контрактів(договорів) з цінними паперами на організаторах торгівлі в Україні протягом 2011 року за видом фінансового інструменту та видами ринків, млн. грн.

Організатор торгівлі	Первинний ринок				Обсяг торгів на первинному ринку	Вторинний ринок						Обсяг торгів на вторинному ринку	Ринок приватизації	Строковий ринок	Обсяг торгів на ринку РЕПО	Загальний обсяг торгів на організа-торах торгівлі
	Акції	Облігації підприємств	Облігації місцевих позик	Похідні цінні папери (деривативи)		Акції	Облігації підприємств	Державні облігації України	Облігації місцевих позик	Інвестиційні сертифікати	Похідні цінні папери (деривативи)		Акції	Похідні цінні папери (деривативи)		
УФБ		323,50		0,62	324,12	9,20	1,95			0,03	58,56	69,73	2,52			396,37
КМФБ		1615,81			1 615,81	357,22	69,74			35,45		462,41	2,86			2 081,08
Іннекс		16,45			16,45	0,49						0,49	15,36			32,30
ПФБ						119,10	109,65			16,48		245,23				245,23
УМВБ	0,21			2,18	2,39											2,39
УМФБ						748,15	176,45			158,86		1 083,46	0,10			1 083,56
СЕФБ		145,16			145,16	16,14	9,57			28,24		53,94	0,50			199,61
ПФТС		8158,48	60,00		8 218,48	2 084,59	2 224,71	76 183,32	75,91	54,23		80 622,77	2,60	6,34		88 850,18
Перспектива		3045,49	100,16	2,82	3 148,46	39 531,06	3 064,83	22 300,51		10 850,79	174,64	75 921,84				79 070,31
УБ		1959,56	133,00		2 092,56	19 218,49	426,02	636,97	9,48	229,03		20 520,00		23 578,52	17287,33	63 478,41
Усього	0,21	15264,44	293,16	5,62	15 563,43	62 084,44	6 082,91	99 120,81	85,40	11 373,11	233,20	178979,87	23,93	23 578,52	17293,67	235 439,4

Джерело: побудовано за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [102]



При цьому основний масив операцій як на первинному, так і на вторинному ринку здійснюється на одному торгівельному майданчику – ПФТС. Так, на ПФТС у 2011 р. припадало 52,8 % обсягів операцій, проведених на первинному ринку, та 45,05 % – на вторинному. На нашу думку, подібна концентрація є свідченням доцільності проведення заходів щодо оптимізації кількості фондових бірж в країні на основі посилення ліцензійних умов.

Свідченням динамічного розвитку біржового сегменту фондового ринку є поява нових фінансових інструментів торгівлі. Одним з напрямів розширення інструментів фондового ринку стала активізація роботи строкового ринку, обсяг торгів на якому зріс у 6,5 рази та склав у 2011 р. 23,6 млрд. грн. Зростання показників строкового ринку свідчить про все більше використання інвесторами можливостей хеджування ризиків за допомогою цих фінансових інструментів. Розвиток строкового ринку наближає український ринок до кращих світових стандартів.

Також варто зауважити, що у 2011 році на фондовому ринку спостерігалась активізація операцій РЕПО. Протягом 2011 року обсяг угод РЕПО на організаторах торгівлі становив 17,29 млрд. грн. (7,35 % від загального обсягу торгів на організованому ринку). Операції РЕПО здійснювалися на двох фондових майданчиках – ПАТ «Українська біржа» та ПрАТ ФБ «ПФТС». На ПАТ «Українська біржа» укладено найбільший обсяг угод РЕПО, з них 98,97 % угод РЕПО – з акціями. Що стосується діяльності депозитаріїв як частини інфраструктури фондового ринку України, то необхідно зазначити, їх функціонування з огляду на особливу важливість виконуваних функцій в частині захисту інтересів та забезпечення безпеки проведення обмінних операцій, є особливо контрольованою з боку НКЦПФР. Станом на кінець 2011 р. депозитарну діяльність в Україні здійснюють два депозитарії цінних паперів, а саме: ПАТ «Національний депозитарій України» (ПАТ «НДУ») та ПрАТ «Всеукраїнський депозитарій цінних паперів» (ПрАТ «ВДЦП»). Крім того, в Україні здійснювали діяльність 384 зберігачів цінних паперів із 23 регіонів. Загальна кількість зберігачів у 2011 р. збільшилася порівняно з 2010 р. на 12

професійних учасників або на 3,2 %. У той же час кількість реєстраторів у 2011 році зменшилася порівняно з 2010 роком на 109 професійних учасників або на 36,7 % та на кінець звітного періоду становила 188.

Подія, що відбулась на початку 2013 року може привести в майбутньому до суттєвих змін у діяльності депозитарної системи України. В даному випадку мова йде про те, що після введення в дію Закону України «Про депозитарну систему», прийнятого у 2012 році передбачено, щоб в Україні було створено Розрахунковий центр з часткою Національного банку України капіталі не менше 75%. Розрахунковий центр буде монопольно здійснювати всі угоди з цінними паперами в Україні. Станом на лютий місяць 2013 року співвласники Всеукраїнського депозитарію цінних паперів запропонували Національному банку України викупити у них 55 % акцій установи, при цьому 22 % вже належать Національному банку. Таким чином на вітчизняному фондовому ринку поступово буде вибудовуватись модель за схемою, що була відпрацьована в ряді країн світу, в тому числі і в США, що спрямована на консолідацію депозитарної системи.

Досвід зарубіжних країн показує, що для проведення процесу консолідації депозитарної системи потрібно значний проміжок часу. Так для того, щоб створити депозитарну трастову компанію в США було потрібно понад 20 років, адже в країні діяло близько 20 депозитаріїв. В Хорватії відбулась реформа депозитарної системи, яка передбачала об'єднання депозитарія Міністерства фінансів, депозитарія, що обслуговує ринок акцій та центрального банку. У Великій Британії банк Англії передав свої повноваження щодо зберігання та розрахунків по угодах з державними облігаціями компанії Crestco Limited.

Тенденція до значного зменшення кількості реєстраторів, а також до істотного збільшення кількості зберігачів є, насамперед, наслідком набрання чинності змінами до законодавства щодо існування акцій виключно в бездокументарній формі. Отже і зросла кількість процедур дематеріалізації цінних паперів. Етапи здійснення такої процедури в депозитарії НДУ наведено в до-

дату В. Крім того, кількість зберігачів зростає також і внаслідок змін до законодавства щодо можливості отримання реєстраторами ліцензії зберігача без отримання ліцензії на провадження діяльності з торгівлі цінними паперами.

Основні показники функціонування депозитарної інфраструктури в Україні наведено в таблиці 2.7.

Таблиця 2.7

Основні показники депозитарної діяльності в Україні у 2009-2011 рр.

Показник	Рік					
	2009		2010		2011	
	ПрАТ «ВДЦП»	ПАТ «НДУ»	ПрАТ «ВДЦП»	ПАТ «НДУ»	ПрАТ «ВДЦП»	ПАТ «НДУ»
Кількість знерухомлених цінних паперів випуски яких зареєстровані у документарній формі, що обслуговуються у депозитаріях, млн. шт.	372 597	6 390	302 236	24 928	109 803	27 433
Кількість випусків цінних паперів, зареєстрованих у документарній формі існування, цінні папери яких знерухомлені та обслуговуються депозитаріями, шт.	3 903	22	2 793	77	1 611	54
Кількість цінних паперів, випуски яких зареєстровані у бездокументарній формі існування, що обслуговуються у депозитаріях, млн. шт.	1 006 951	13 294	1 763 140	86 203	2 144 669	270 549
Кількість випусків цінних паперів, зареєстрованих у бездокументарній формі існування, цінні папери яких обслуговуються депозитаріями, шт.	4 576	209	6 258	2 136	8 055	4 234

Джерело: за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [102]

Як видно з табл. 2.7, на фондовому ринку України відбувається постійне збільшення кількості рахунків у цінних паперах – як зберігачів, так і власне емітентів, що обслуговуються депозитаріями, а також зростання кількості цінних паперів на цих рахунках. Це є підтвердженням загальної тенденції по-

кращення кількісних і якісних показників вітчизняного фондового ринку, тому що дещо спростилась система договірних відносин в обліковій системі (додаток Г).

Таблиця 2.8

**Адміністративні операції, які здійснені депозитаріями цінних паперів у
2007 -2011 роках**

Вид адміністративних операцій	Назва депозитарію	Рік				
		2007	2008	2009	2010	2011
Відкрито рахунків: зберігачів цінних паперів, шт.	МФС -ВДЦП*	225	265	303	379	410
	НДУ	28	59	122	259	296
Відкрито рахунків: емітентів цінних паперів, шт.	МФС -ВДЦП	2518	3062	3261	4 910	6 221
	НДУ	28	55	118	2 217	4 108
Кількість цінних паперів, що обліковувались, млрд. шт.	МФС -ВДЦП	592,41	792,22	1 379,55	2 065,38	2 254,47
	НДУ	0,08	6,07	19,76	119,58	300,79

Джерело: за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [102]

При цьому частка цінних паперів, випуски яких зареєстровані у документарній формі існування, що були знерухомлені та обліковувались на рахунках власників у зберігачів, становила 5,75 % від загальної кількості цінних паперів, що обліковувались на рахунках власників; частка цінних паперів, випуски яких зареєстровані у бездокументарній формі існування – відповідно 94,25 %.

В таблиці 2.9 відображена інформація щодо кількості емітентів, які самостійно ведуть реєстри власників іменних цінних паперів, та реєстраторів, які здійснюють професійну діяльність з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів.

Спостерігається стала тенденція до зменшення кількості емітентів, які самостійно ведуть реєстри власників іменних цінних паперів, а також відбувається зменшення реєстраторів взагалі, що пов'язано з процесом переведення цінних паперів із документарної форми існування в бездокументарну. Станом на кінець 2011 року Комісією було ліцензовано діяльність 188 реєст-

раторів власників іменних цінних паперів. А протягом року відповідну діяльність здійснювали 194 реєстратори, 6 з яких припинили своє функціонування.

Таблиця 2.9.

Кількість емітентів та реєстраторів, які самостійно ведуть реєстри власників іменних цінних паперів,

	Рік				
	2007	2008	2009	2010	2011
Реєстратори	372	379	364	297	188
Емітенти	304	278	247	205	23

Джерело: за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [102]

Основні показники діяльності реєстраторів на ринку цінних паперів України подано у табл. 2.10. Їх аналіз засвідчує, що у розрахунку на 1 реєстратора кількісні показники обслуговування емітентів цінних паперів на фондовому ринку України є відносно стабільними. При скороченні чисельності реєстраторів майже у 3 рази не відбулося суттєвого зростання рівня їх завантаження: якщо у 2010 р. на обслуговування 1 реєстратору припадало в середньому 42 емітенти, то у 2011 р. – 31 (скорочення на 26,0 %), а кількість особових рахунків в середньому в реєстрі одного реєстратора скоротилася з 27351 рахунку до 22608, або на 17,3 %.

Таблиця 2.10

Основні показники діяльності реєстраторів на ринку цінних паперів України за 2010-2011 рр.

Рік	Кількість реєстраторів	Кількість емітентів, яких обслуговують реєстратори	Кількість випусків цінних паперів емітентів, яких обслуговують реєстратори	Кількість особових рахунків власників іменних цінних паперів у реєстрах
2011	194	6 035	6 218	4 385 871
2010	306	12856	13193	8369301

Джерело: за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [102]

Щодо реєстраторів, послугами яких емітенти користувались найчастіше, то найбільшу кількість договорів на ведення реєстрів власників іменних цінних паперів з емітентами у 2011 р., за даними НКЦПФР, уклали реєстратори ПАТ КБ «ПриватБанк» (479 договорів), ПАТ «Промінвестбанк» (336 договорів), ТОВ «Компанія «Базис-реєстр» (192 договори), ПАТ «Укрсоцбанк» (183 договори) та ТОВ «Співдружність» (151 договір).

Досить динамічно розвивається інфраструктура ринку цінних паперів України і в частині інституційних інвесторів та управління їх діяльністю, про що свідчить нарощення загальної вартості активів інститутів спільного інвестування (табл. 2.11). В цілому, протягом періоду, що аналізується, спостерігалась значна динаміка та збільшення активів майже всіх типів фондів. Незначним спадом інтересів інвесторів характеризувались лише відкриті та інтервальні пайові інвестиційні фонди (ПІФ).

Таблиця 2.11

**Вартість активів інститутів спільного інвестування в Україні
у 2008–2011 рр., млн грн**

Вид ІСІ	Рік			
	2008	2009	2010	2011
Корпоративні інвестиційні фонди				
Диверсифіковані	1,79	41,14	42,9	43,11
Недиверсифіковані	16 042,17	18 613,06	28 185,47	36 034,13
Закриті	16 042,17	18 613,06	28 185,47	36 034,13
Інтервальні	1,79	41,14	42,9	43,11
Відкриті	-	-	-	-
Венчурні	12 227,90	13 679,75	21 557,90	27 854,55
Пайові інвестиційні фонди				
Диверсифіковані	553,66	744,23	1 846,82	1 720,42
Недиверсифіковані	49 404,94	62 867,23	78 192,36	94 326,88
Закриті	49 458,29	63 241,67	79 378,37	95 671,13
Інтервальні	191,87	215,12	228,65	145,49
Відкриті	308,43	154,67	432,17	230,68
Венчурні	48 944,70	62 181,16	77 707,46	93 713,37

Джерело: за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [102]

Протягом 2007-2011 рр., загальна вартість активів недержавних пенсійних фондів (НПФ) демонструвала збільшення на 22,12 %, на кінець 2011 року цей показник становив 1,38 млрд. грн. При цьому кількість НПФ лишилась майже незмінною.

Проведене дослідження стану функціонування елементів інфраструктури фондового ринку України в розрізі основних видів професійної діяльності дозволяє зробити висновок, що сформована інфраструктура в цілому задовольняє потребам обслуговування обороту інвестиційних ресурсів, що вже наявні на інвестиційних ринках України. Проте ефективність її функціонування є недостатньою для повноцінного задоволення інвестиційних потреб суспільства, стимулювання притоку іноземного інвестиційного капіталу, мінімізації ризиків та трансакційних витрат учасників ринку.

2.2. Оцінка впливу стану інфраструктури на показники рівня розвитку фондового ринку України

Оцінка загального стану ринку цінних паперів України дозволяє стверджувати, що в цілому динаміка та якість його основних показників є задовільною та вказує на наявність позитивних тенденцій розвитку. Так, зокрема, стабільно достатньо високим є рівень співвідношення обсягів торгів на ринку цінних паперів України та ВВП (рис. 2.5).

Зіставлення коефіцієнта зростання ВВП та обсягів торгів на ринку цінних паперів вказує на те, що у період кризи 2008-2009 рр. ринок цінних паперів України демонстрував позитивну динаміку, в той час як для економіки країни в цілому був характерним спад, а протягом 2010-2011 рр. загальні тенденції розвитку фондового ринку співпадають з тенденціями розвитку економіки держави. Проте швидкість зростання на ринку цінних паперів, починаючи з 2009 р. є вищою, ніж темпи нарощення ВВП, що є наслідком стагна-

ції, яка найгостріше виявилася в реальному секторі економіки, а також вказує на існування природних зв'язків цього ринку з іншими економіками світу через механізм перетоку інвестицій та присутність на ньому спекулятивного капіталу, що не пов'язаний із створення реальної вартості.

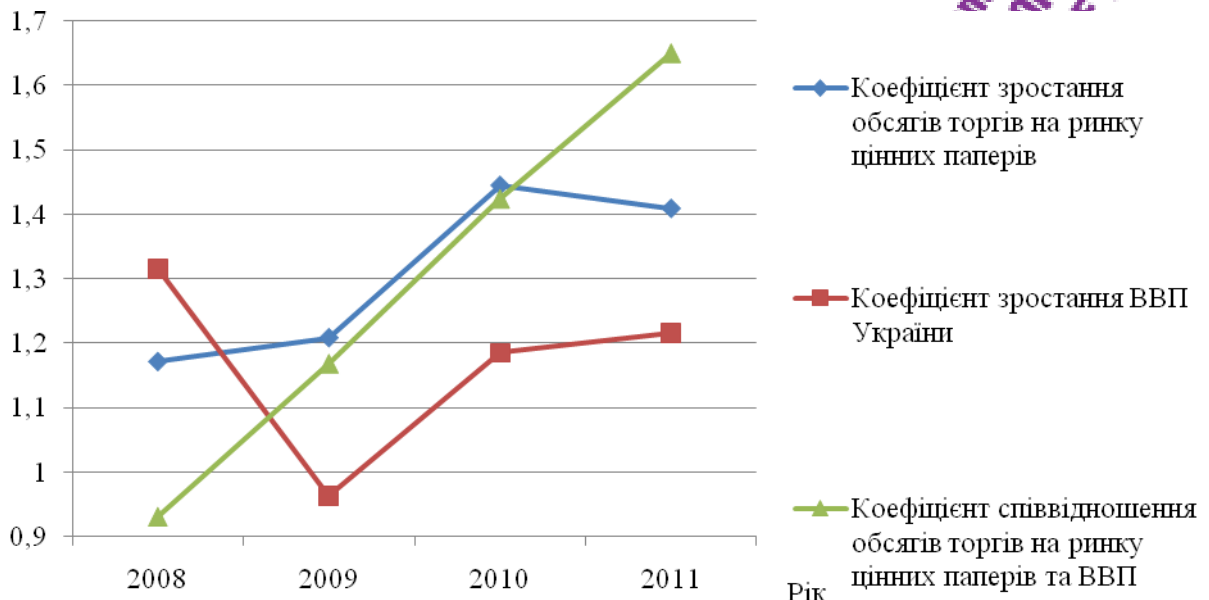


Рис. 2.5. Порівняння обсягів та динаміки ВВП та обсягів торгів на ринку цінних паперів України

Джерело: побудовано за власними розрахунками за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [102, 5]

Так, якщо у 2011 р. обсяг торгів на ринку цінних паперів України зріс на 40,85 % порівняно з 2010 р., та у 2,88 рази, порівняно з 2008 р., то відповідні показники динаміки ВВП країни за аналогічні періоди склали 21,62 % та 1,83 рази.

За даними НКЦПФР у 2011 році обсяг торгів на ринку цінних паперів становив 2 171,1 млрд. грн., перевищивши таким чином обсяг ВВП країни на 854,5 млрд. грн. (рис. 2.6).

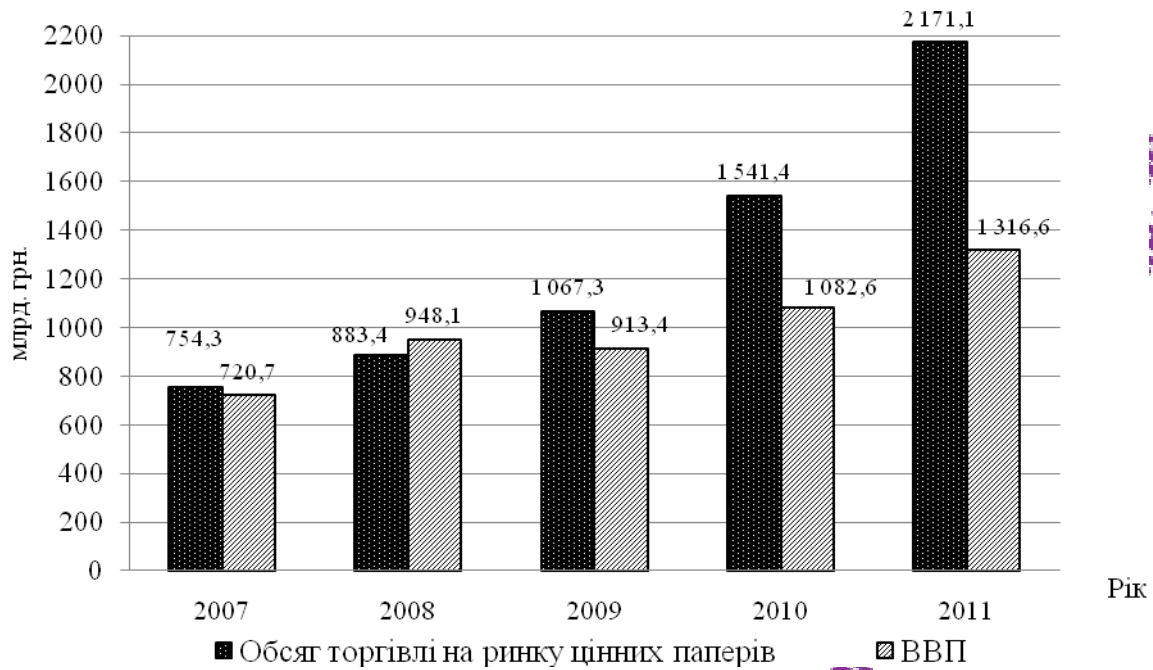


Рис. 2.6. Обсяги торгів на ринку цінних паперів та ВВП України

Джерело: побудовано за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [102, 5]

Динаміка свідчить про нестримне зростання обсягів торгів на ринку цінних паперів. У середньому протягом 2007-2011 рр. обсяги торгів на ринку цінних паперів України зростали на 42,25 % щорічно, що дозволило їх наростити за вказаний період часу на 1416,79 млрд. грн.

Виявлена позитивна динаміка ринку цінних паперів України певною мірою є наслідком ефективної діяльності професійних учасників фондового ринку.

Зауважимо, що вказані зміни в кількості та складі торговців цінними паперами позитивно вплинули на ефективність провадження ними своєї діяльності, підтвердженням цього є зростання середніх обсягів виконаних торговельних контрактів у розрахунку на 1 торговця цінними паперами, що відбувалося протягом 2007-2011 рр. (рис. 2.7). Так, якщо середньорічна чисельність торговців за вказаний період скоротилася з 792 до 748 осіб, то обсяги проведених ними торгів зросли у більш, ніж три рази: з 952,4 млн. грн. у розрахунку на 1 торговця до 2871,0 млн. грн.



Рис. 2.7. Оцінка середнього обсягу контрактів, виконаних одним торговцем на ринку цінних паперів України у 2007-2011 рр.

Джерело: власні розрахунки за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [102]

Одним з факторів, що зумовлює позитивну динаміку об'ємів операцій, що здійснюються на ринку цінних паперів України є поступове зростання загального обсягу випусків емісійних цінних паперів, яке зумовлюється прагненням вітчизняних підприємств збільшити власну капіталізацію і зростанням їх потреби у залученні інвестицій за допомогою цінних паперів. Так, у 2011 році цей показник продемонстрував значне зростання: на 21,44 % відносно попереднього року та у 2,39 рази порівняно з 2007 р., – і станом на 31 грудня 2011 року загальний обсяг усіх зареєстрованих регулятором випусків цінних паперів становив 1014,78 млрд. грн. (табл. 2.12). Проте темпи нарощення обсягів торгівлі на ринку цінних паперів були вищими за темпи збільшення комулятивних обсягів зарієстрованих випусків цінних паперів в Україні, що зумовлило зменшення співвідношення номінальної вартості цінних паперів емітованих в Україні та загального обсягу торгів на ринку цінних паперів, рівень якого у 2011 р. був найнижчим за весь період, що аналізується, та ста-

новив лише 46,74 % при середньорічному його значенні протягом 2007-2011 рр. 58,38 %.

Таблиця 2.12

Показники впливу емісійної діяльності на формування обсягів торгів на ринку цінних паперів України за 2007-2011 рр.

Показник	Рік				
	2007	2008	2009	2010	2011
Обсяг торгівлі на ринку цінних паперів, млрд. грн.	754,31	883,39	1067,26	1541,38	2171,1
Кумулятивні обсяги зареєстрованих випусків цінних паперів, млрд. грн.	424,33	577,38	740,06	835,61	1014,78
Обсяги зареєстрованих за рік випусків цінних паперів, млрд. грн.	133,25	153,05	162,68	95,55	179,17
Співвідношення номінальної вартості цінних паперів емітованих в Україні та загального обсягу торгів на ринку цінних паперів, %	56,25	65,36	69,34	54,21	46,74
Співвідношення номінальної вартості цінних паперів нової емісії та загального обсягу торгів на ринку цінних паперів України, %	17,67	17,33	15,24	6,20	8,25

Джерело: побудовано за даними комісії з цінних паперів та фондового ринку [102]

Також недостатньо високим на ринку цінних паперів є граничний рівень номінальної вартості цінних паперів нової емісії у загальному обсязі торгів на ринку, що визначається виходячи з припущення про реалізацію всіх цінних паперів нової емісії в році її реєстрації. У 2011 р. він становив лише 8,25 %, що на 2,05 % вище, ніж у 2010 р., але у 2,1 рази менше, ніж у 2007 р. В середньому на рік співвідношення номінальної вартості цінних паперів нової емісії та загального обсягу торгів на ринку цінних паперів України за період, що аналізується, становило 12,94 %.

Кількість лістингових цінних паперів є досить важливим показником для характеристики стану вітчизняного фондового ринку та впливу на нього біржової торгівельної інфраструктури. Протягом періоду, що аналізується, як загальна кількість цінних паперів в обігу, так і кількість цінних паперів, що перебувають у котирувальному списку за I-им та II-им рівнями лістингу, збі-

льшувалася, цьому передувала і зміна вимог лістингу до цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку. На сьогодні фондові біржі мають вимоги лістингу практично однакові для всіх фондових бірж. В додатку Г наведені вимоги лістингу на ПФТС. Станом на початок 2012 р. до біржових списків організаторів торгівлі було включено 2 196 цінних паперів.

Кількість цінних паперів, які внесено до біржових реєстрів організаторів торгівлі, становила 512. У біржовому реєстрі за I рівнем лістингу знаходилось 128 цінних паперів (з урахуванням перебування у біржовому реєстрі декількох організаторів торгівлі – 194 цінних папери), за II рівнем лістингу – 296 цінних паперів (з урахуванням перебування у біржовому реєстрі декількох організаторів торгівлі – 318 цінних паперів). Цінні папери емітентів, що не відповідають вимогам лістингу, заносяться до біржових списків як позалістингові цінні папери; така категорія на кінець 2011 року становила найбільшу кількість цінних паперів емітентів, які допущено до обігу на організаторах торгівлі (таблиця 2.13).

Таблиця 2.13

Кількість цінних паперів, які включено до біржових списків організаторів торгівлі у 2007-2011 роках, шт.

Категорія цінних паперів у лістингу	Рік				
	2007	2008	2009	2010	2011
I рівень	18	15	16	146	194
II рівень	159	252	274	247	316
Позалістингові	1812	1900	1182	1127	1684
Разом	1989	2167	1472	1520	2194

Джерело: побудовано за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [102]

Як видно з табл. 2.13, лістингова діяльність організаторів торгів на фондовому ринку має стійку тенденцію до розширення: перелік цінних паперів, що торгуються на біржах поступово розширюється, в тому числі зростає кількість надійних цінних паперів I та II рівнів, що сприяє зниженню ризиковості інвестиційної діяльності на ринку та підвищенню його інвестиційної

привабливості. В цілому ж, необхідно звернути увагу, що в Україні спостерігається збільшення кількості цінних паперів у біржових списках організаторів торгівлі: майже в 1,5 рази за підсумками 2011 р. та у 2,9 рази порівняно з 2007 р.

Найбільшу кількість цінних паперів, які включено до біржових списків організаторів торгівлі у 2011 р., становили акції (56,54 % від загальної кількості цінних паперів, які включено до біржових списків організаторів торгівлі на кінець 2011 року) та облігації підприємств (21,09 %). У 2011 році спостерігалось також незначне збільшення похідних цінних паперів (з 2,84 % у 2010 році до 6,38 % у 2011 році)

Зауважимо, що цінні папери, що перебувають у котирувальному списку за I рівнем лістингу, у 2010-11 рр. були сконцентровані у біржових реєстрах лише чотирьох із десяти фондових бірж, що тако ж сприяло зниженню ризиковості проведення операцій на фондовому ринку учасників, що працюють на цих фондових площадках (таблиця 2.14).

Таблиця 2.14

Розподіл цінних паперів, які знаходились у біржовому реєстрі за I рівнем лістингу на організаторах торгівлі в Україні у 2010-2011 рр.

Станом на кінець року

Організатор торгівлі	Акції	Облігації внутрішніх державних позик України	Облігації місцевих позик	Усього
2011 рік				
ПФТС	5	112	-	117
УБ	10	41	1	52
Перспектива	-	24	-	24
КМФБ	1	-	-	1
Усього	16	177	1	194
2010 рік				
ПФТС	11	88	-	99
УБ	9	38	-	47
Усього	16	177	1	194

Джерело: побудовано за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [102]

Оскільки головним завданням, яке повинен виконувати ринок цінних паперів, є, насамперед, забезпечення умов для залучення інвестицій, то важливим показником впливу інфраструктури на рівень розвитку фондового ринку є обсяг залучених інвестицій в економіку України через інструменти фондового ринку. Як видно з даних табл. 2.14, зростання обсягів діяльності на ринку цінних паперів супроводжується збільшенням залучених через нього в економіку країни інвестицій. У 2011 р. обсяг інвестицій, що збули залучені через інструменти фондового ринку, сягнув 173,38 млрд грн, що більше майже у 2 рази, ніж у 2007 та 2010 рр. Це свідчить про збільшення ролі фондового ринку у фінансуванні інвестиційних потреб розвитку держави.

Проте, темпи нарощення обсягів інвестицій, залучених на ринку цінних паперів, значно відставали від швидкості зростання самого ринку. Якщо протягом 2007-2011 рр. обсяг торгівлі на ринку зріс у 2,88 рази, то залучення інвестицій збільшилося лише у 1,86 рази (таблиця 2.15). Ця різниця в інтенсивності динаміки зростання зазначених показників зумовила зниження відносного показника рівня розвитку ринку цінних паперів – рівня ефективності ринку цінних паперів щодо залучення інвестицій. Найвищий рівень цей показник демонстрував у 2008 р., коли із кожної 100 грн. загального обсягу проведених на ринку торгів 14,62 грн. мали характер залучення нових інвестицій. У 2011 р. цей показник становить лише 7,99 %, що на 4,37 % нижче, ніж у 2007 р.

Також вагомим показником впливу стану інфраструктури на рівень розвитку ринку цінних паперів є частка біржового ринку, оскільки цей папаметр безпосередньо впливає на надійність та привабливість участі учасників ринку в проведенні операцій з цінними паперами через властиві організованому ринку переваги в частині впорядкування торгівельного процесу та зниження ризиків.

Як видно з табл. 2.15, не зважаючи на нечисельний склад суб'єктів біржової інфраструктури в Україні, частка біржового ринку в загальному обсязі торгів на ринку цінних паперів демонструє тенденцію до зростання. Якщо

у кризовому 2009 р. питома вага біржових торгів становила лише 4,5 %, а основний масив операцій здійснювався на позабіржовому ринку, то станом на кінець 2011 р. вона зросла до 13,16 %. Разом з тим, враховуючи практику функціонування розвинутих фондових ринків, можна стверджувати, що цей показник рівня розвитку ринку цінних паперів України залишається досить низьким.

Таблиця 2.15

Кількість цінних паперів, які включено до біржових списків організаторів торгівлі у 2007-2011 роках, шт.

Категорія цінних паперів у лістингу	Рік				
	2007	2008	2009	2010	2011
Обсяг торгівлі на ринку цінних паперів	754,31	883,39	1067,26	1541,38	2171,1
Обсяг залучених інвестицій через інструменти фондового ринку	93,21	129,15	137,1	92,91	173,38
Рівень ефективності ринку цінних паперів щодо залучення інвестицій, %	12,36	14,62	12,85	6,03	7,99
Обсяг біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі	35,15	37,76	36,01	131,29	235,44
Частка біржового ринку в загальному обсязі торгів на ринку цінних паперів, %	6,49	5,5	4,5	10,74	13,16
Співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП, %	5,39	9,02	12,64	15,87	13,66

Джерело: побудовано за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [102].

Про високу активність біржового сегменту ринку цінних паперів України, крім абсолютних та відносних показників обсягу біржової торгівлі цінними паперами, свідчать також показники капіталізації лістингових компаній. Так, капіталізація лістингових компаній фондового ринку станом на початок 2012 р. становила 179,86 млрд. грн., що на 91,9 млрд. грн. або 4,72 % більше порівняно попереднім роком. Збільшення капіталізації свідчить про підвищення вартісної оцінки компаній, акції яких пройшли процедуру лістингу та занесені до біржового реєстру організаторів торгівлі, а також є непря-

ним свідченням позитивного впливу процедури лістингування, що реалізується інфраструктурними суб'єктами ринку, на фінансовий стан суб'єктів господарювання та їх ринкову вартість.

Такий показник, як співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП, станом на кінець 2011 року становив 13,66 %, що на 2,21 % нижче, ніж у 2010 р., але майже у 4,5 рази більше, ніж у 2007 р. У Помірне зростання рівня капіталізації, насамперед, пов'язано із збільшенням кількості цінних паперів емітентів, які пройшли процедуру лістингу. А його скорочення у 2011 р. зумовлено тим, що зростання ВВП країни випереджало зростання капіталізації лістингових компаній.

Важливою умовою успішного функціонування фондового ринку є посилення дієвості саморегулювання, упорядкованості на фондовому ринку, дисциплінованості учасників ринку цінних паперів та захист прав учасників ринку цінних паперів через формування особливих суб'єктів інфраструктури ринку цінних паперів – саморегулювальних організацій (СРО).

На кінець 2011 року в Україні здійснювали діяльність три СРО, а саме:

- Асоціація «Українські фондові торговці», яка об'єднує юридичних осіб, що здійснюють професійну діяльність з торгівлі цінними паперами (756 членів);
- Українська асоціація інвестиційного бізнесу, яка об'єднує юридичних осіб, що здійснюють професійну діяльність з управління активами інституційних інвесторів (341 член);
- Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв, яка об'єднує юридичних осіб, що здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку, а саме депозитарну діяльність (627 членів).

Скорочення кількості СРО, що відбувалося протягом 2007-2011 рр. (табл. 2.16), пов'язане з прагненням поліпшити якість їх роботи, усунувши розпорошеність однакових функцій та завдань між чисельними об'єднаннями, що функціонують в одній сфері та високого рівня концентрації

ції інтересів учасників ринку в існуючих СРО за рахунок підвищення престижності в них діючих суб'єктів ринку.

Таблиця 2.16

СРО фондового ринку України та кількість їх членів

Назва СРО	Кількість членів СРО				
	2007 рік	2008 рік	2009 рік	2010 рік	2011 рік
1. Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв	585	608	800	785	627
2. Асоціація «Перша фондова торговельна система»	278	322	-	-	-
3. Українська асоціація інвестиційного бізнесу	334	410	389	339	341
4. ВАТ «Київська міжнародна фондова біржа»	257	275	-	-	-
5. ЗАТ «Українська фондова біржа»	100	98	-	-	-
6. ЗАТ «Фондова біржа «Індекс»	81	106	-	-	-
7. ЗАТ «Українська міжбанківська валютна біржа»	48	50	-	-	-
8. ЗАТ «Українська міжнародна фондова біржа»	21	28	-	-	-
9. Асоціація учасників фондового ринку України	227	197	-	-	-
10. Асоціація «Регіональний фондовий союз»	67	137	-	-	-
11. ЗАТ «Придніпровська фондова біржа»	100	-	-	-	-
12. Асоціація «Українські фондові торговці»	-	-	667	763	756
Всього	2098	2231	1856	1887	1724

Джерело: складено за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [102]

Разом з тим, слід відмітити, що скорочення кількості членів СРО на ринку цінних паперів України не є свідченням втрати їх зацікавленості у функціонуванні відповідної інфраструктури, а лише є наслідком скорочення кількості учасників ринку в цілому, які потенційно можуть бути членами таких організацій.

Незважаючи на зменшення кількості СРО в Україні, ініціатором повноцінного саморегулювання повинна стати держава. Якщо вона не вважатиме за потрібне і не оцінить можливості, що при цьому виникають і в неї са-

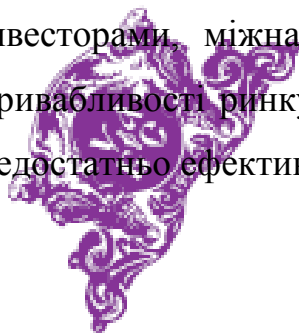
мої, то, швидше за все, СРО як інститут будуть існувати як лобістська організація, або доведеться в остаточному підсумку від цього інституту відмовитися.

Ми погоджуємося з думкою про те, що якщо національне законодавство закріплює обов'язкове членство в СРО, то таке членство перетворюється лише в додатковий бар'єр для отримання ліцензії на здійснення професійної діяльності, а СРО – в організацію, яка не представляє інтереси учасників, а виступає додатковим інструментом контролю регулятором професійних учасників.

Крім того, істотним для формування відношення до СРО як до самостійного рівня регулювання з власною компетенцією представляється закріплення в нормативній базі положення про необхідність дотримання учасниками ринку стандартів професійної діяльності СРО незалежно від членства в них після схвалення таких стандартів відповідним державним органом.

Таким чином, саморегулювання є тим засобом, який зсередини сприяє розвитку фондового ринку. Активно діюча система саморегулювання створює додаткові механізми для розвитку суб'єктів ринку шляхом введення єдиних правил і стандартів діяльності, а також комплексного вирішення проблемних питань із врахуванням точки зору учасників ринку.

Дослідження показників рівня розвитку ринку цінних паперів, що визначаються виключно впливом сформованої ринкової інфраструктури, дозволило виявити, що з позиції стимулювання підвищення загального рівня розвитку ринку, в частині основних критеріїв, що вивчаються потенційними інвесторами, міжнародними рейтинговими організаціями при визначенні привабливості ринку для інвесторів інфраструктура ринку цінних паперів є недостатньо ефективною.



2.3. Обґрунтування напрямів розвитку інфраструктури фондового ринку України з врахуванням міжнародної практики та впливу світової фінансової системи

Основною тенденцією розвитку сучасного фондового ринку є посилення інтеграційних процесів та щільна взаємодія країн у соціально-економічній сфері, що супроводжується взаємопроникненням різних економік під впливом інтенсивного розвитку комунікацій, наявності загальносвітових проблем і інших факторів глобалізації. Глобалізація як загальний процес формування спільного світового інтегрованого соціально-економічного та фінансово-інформаційного простору, призводить до зміни місця, ролі та функцій окремих складових фінансової системи національних економік, зокрема, фондових ринків.

З урахуванням динамічної активізації сучасних процесів глобалізації світових ринків цінних паперів важливим напрямом становлення фондових ринків із слабкорозвинутою інфраструктурою, до кола яких належить фондовий ринок України, на нашу думку, може бути консолідація національної фондової інфраструктури з іноземними. Дослідження зазначених питань здійснюються переважно зарубіжними вченими, а саме: С. Шмуклером та Е. Веспероні [171], С. Чаплинским та Л. Ремчендом [150], Д. Миллером та Дж. Патенпьюрекелом [162], А. М. Едемом та Дж. Твинибоа [144], – у площині виявлення залежності темпів зниження витрат на емісію цінних паперів від рівня інтегрованості національних ринків цінних паперів. Окремим проблемам інтеграції фондових ринків у пострадянському просторі, зокрема за участю України, присвячені праці М. Головнина [22], Н. Думної [26], О. Мозгового [72], Б. Рубцова [109], Я. Міркіна [69] та ін. Серед вчених, які зробили внесок у вивчення проблем та перспектив розвитку фондового ринку України в умовах глобалізації, можна виділити А. Гальчинського [19], Р. Войтовича [16], О. Корнійчука [49], О. Озаріну [81], Г. Черкаську [127].

Проте практичні питання ефективного провадження такого інтеграційного процесу на фондовому ринку України, розробки комплексу заходів щодо формування дієвих механізмів взаємодії елементів інфраструктури в єдиній системі міжнародних мегаутворень, якими є консолідовані фондові ринки, ще залишаються недостатньо дослідженими.

Глобалізація фінансових ринків полягає в посиленні їхньої ролі в процесі руху фінансових ресурсів між країнами, що супроводжується зростанням міжнародної мережі фінансових організацій та виникненням якісних змін в їхній структурі управління та філософії менеджменту [16].

Як свідчить світова практика та вітчизняний досвід, ігнорування проблем тої чи іншої групи учасників фондового ринку здатне провокувати численні конфлікти, знижуючи ефективність фондового ринку, зменшуючи його вплив на інвестиційні процеси в економіці. В. Овчинников [80], розглядаючи поняття інфраструктури фондового ринку, зауважують на винятковій ролі її як глобального інструменту захисту прав інвесторів від криз, пов'язаних із ризиком зниженням цін на фінансові інструменти, що зумовлює необхідність функціонального поєднання в її складі прямої чи опосередкованої присутності всіх учасників інвестиційного процесу. При цьому елементи інфраструктури покликані забезпечувати максимальну ефективність та своєчасність виконання угод на ринку. Ефективна інфраструктура – це запорука зниження трансакційних витрат, зростання інвестиційної привабливості фінансових інструментів, оптимізація менеджменту професійних учасників ринку.

Таким чином, подальший розвиток інвестування в економіці України, завершення ринкових реформ неможливі без створення ефективно працюючого фондового ринку як конкурентоспроможного механізму залучення інтелектуального, інформаційного та фінансового ресурсів для стимулювання економічного зростання в країні та досягнення високих стандартів життя населення. Підтвердженням цього є досвід розвинутих країн, в яких фондові ринки забезпечують майже 70 – 75 % потреб у фінансовому ресурсі, тоді як банки – лише близько 25 % [49]. Зауважимо, що проведений аналіз, результа-

таи якого були викладені в попередніх розділах роботи, вказує на те, що в Україні фондові ринки досі залишаються низькоефективними, що спричинено, зокрема, недостатнім розвитком інфраструктури ринку як базового оптимізаційного механізму забезпечення ефективного його функціонування, непрозорістю проведення торгів цінними паперами на організованих ринках та незначними обсягами фондових операцій у порівнянні з інвестиційними потребами країни, фінансовим потенціалом ринків-конкурентів.

Сучасні глобальні ринки капіталів характеризуються розмаїттям фінансових інструментів та значною кількістю учасників з особливими, часом зовсім протилежними інтересами. Зростання кількості та обсягів угод посилює вимоги щодо швидкості та точності проведення операцій, що об'єктивно призводить до трансформації внутрішньої будови інфраструктури фондового ринку, виділення її в самостійну підгалузь фінансового господарства.

В умовах сучасних глобалізаційних процесів подальший розвиток фондових ринків виявляється, насамперед, у регіоналізації світового фінансового простору на основі створення єдиних регіональних мереж та виділення певних умовних фінансових центрів концентрування проведення операцій з цінними паперами.

Як видно з табл. 2.17, регіональний ринок Європи, Африки та Близького Сходу має меншу капіталізацію (12942 млрд. дол. США на кінець 2011 р.), ніж інші регіональні ринки, що виокремлюються за часовою ознакою. Крім того, загальна динаміка обсягів торгів на даному регіональному сегменті світового фондового ринку є порівняно гіршою: в цілому за останні три роки в регіоні спостерігається зниження капіталізації на 9,0%, в той час як інші регіональні ринки демонструють її зростання.

Формування цілісної та ефективної інфраструктури фондового ринку України було значно ускладнено відсутністю єдиної концепції розвитку, незгодженістю в управлінні з боку державних установ, недосконалістю нормативно-правового регулювання. Це призвело до того, що окремі сектори ринку, елементи інфраструктури розвивалися нерівномірно, а сформована на поточ-

ний момент модель інфраструктури національного фондового ринку відрізняється значною децентралізацією, низьким рівнем внутрішньої інтегрованості. Отже, значно ускладнюються можливості щодо ефективної інтеграції інфраструктури національного фондового ринку України до складу вже існуючих фондових мегаутворень, що працюють на теренах пострадянського простору. Зауважимо, що на даний час у відповідній геозоні чітко відокремлюються три умовних фондових центри з певними регіонами – сферами впливу, в межах яких може відбуватися процес міжнародного об'єднання інфраструктур фондових ринків за участю України – NASDAQ OMX, Wiener Börse та ММВБ.

Таблиця 2.17

**Регіональна та загальна капіталізація глобальних груп
ринків цінних паперів у 2009-2011 рр.**

Регіон	Млрд. дол. США за рік			Темп зростання, %		
	2009	2010	2011	2010	2011	2011 до 2009
Америка	18 923	22 173	19789	17,2	-10,8	4,6
Азійсько-Тихоокеанський	14 594	17 435	14670	19,5	-15,9	0,5
Європа, Африка, Близький Схід	14 225	15 277	12942	7,4	-15,3	-9,0
В цілому	47 753	54 884	47401	14,9	-13,6	-0,7

Джерело: побудовано автором за даними World Federation Of Exchanges [143]

Холдинг NASDAQ OMX є фондовим центром найбільшого фінансового регіону на території колишнього СРСР та країн Скандинавії, модель інтеграційної взаємодії елементів національних фондових інфраструктур якого передбачає збереження їх автономії. Як видно з табл. 2.18, він демонструє стабільно високі показники щорічної капіталізації (в середньому 3658 млрд. дол. США у 2009-2011 рр.) та найкращу динаміку обсягів операцій з цінними паперами серед найбільших національних фондових центрів світу (зростання на 18,7% протягом 2009-2011 рр.). Враховуючи істотну фінансову ємність та міцність такого міжнародного фондового мегаутворення, паритетне приєднання низько ефективної

інфраструктури фондового ринку України до нього, на нашу думку, є недостатньо перспективним.

Таблиця 2.18

**Капіталізація найбільших національних фондових центрів
у 2009-2011 рр.**

Фондовий центр	Млрд. дол. США за рік			Темп зростання, %		
	2009	2010	2011	2010	2011	2011 до 2009
NYSE Euronext (US)	11838	13394	11796	13,1	-11,9	-0,4
NASDAQ OMX (US)	3239	3889	3845	20,1	-1,1	18,7
Tokyo Stock Exchange Group	3306	3828	3325	15,8	-13,1	0,6
London Stock Exchange Group	3454	3613	3266	4,6	-9,6	-5,4
NYSE Euronext (Europe)	2869	2930	2447	2,1	-16,5	-14,7
Shanghai Stock Exchange	2705	2716	2357	0,4	-13,2	-12,9
Hong Kong Exchanges	2305	2711	2258	17,6	-16,7	-2,0
TMX Group	1677	2170	1912	29,4	-11,9	14,0
BM&FBOVESPA	1337	1546	1229	15,6	-20,5	-8,1

Джерело: побудовано автором за даними World Federation Of Exchanges [143]

Реалізація євроінтеграційних завдань України може бути досягнута за рахунок інтенсифікації процесів співробітництва окремих об'єктів інфраструктури національного фондового ринку з відповідними організаціями, що інтегруються навколо Wiener Börse (Венської фондової біржі), яка вже контролює фондові біржі Чехії, Словенії, Угорщини та інших країн Центральної та Східної Європи. Проте слід зазначити, що даний фондовий центр не характеризується високою ефективністю, оскільки за підсумками 2011 р. Wiener Börse увійшла до кола бірж, на яких спостерігалось зниження капіталізації за рік більш, ніж на 30% [143].

Більш вірогідний варіант реалізації глобалізаційних процесів на фондовому ринку України передбачає поступове інтегрування його інфраструктури в межах новоутвореного фондового регіону, центром якого є ММВБ. Стратегією розвитку фінансового ринку Росії на період до 2020 р. передбачено створення у Москві міжнародного фінансового центру – вертикально та горизонтально інтегрованого конгломерату на базі консолідації російської, української та казахсь-

кої біржової та розрахункової інфраструктур з розширенням його впливу на фондові ринки країн СНД та ЄврАзЕС.

Базовою передумовою для ефективної взаємодії цих країн у фінансовій сфері є подібність умов функціонування та загальний недостатньо високий рівень розвитку фондових ринків.

В даний час рівень розвитку фондових ринків в країнах колишнього СРСР, що є потенційними учасниками процесу об'єднання інфраструктур національних фондових ринків, істотно різняться (табл. 2.19). Але, це не суперечить, на нашу думку, ефективній консолідації ринкових інфраструктур, оскільки в таких умовах країни, що мають кращі результати у розвитку фондового ринку та його інфраструктури (Росія та Казахстан) можуть виступити у якості джерела трансферу інноваційних фінансових технологій, сприяючи розвитку фондових ринків інших країн в межах даного інфраструктурного мегаутворення.

Таблиця 2.19

Обсяг торгів на фондових біржах країн СНД у 2011 р., млн. дол. США

Країна (національна фондова біржа)	Акції та інвестиційні паї	Корпоративні облигації	Регіональні облигації	Державні цінні папери	Всього
Росія (ММВБ и РТС)	1105331,2	818936,5	292 115,0	1 000 564,0	3216946,7
Казахстан (KASE)	1 902,7	1 395,6	217,5	4 930,2	8446,0
Беларусь (БВФБ)	92,91	1 123,6	671,3	5 921,5	7809,1
Узбекистан (РФБ «Тошкент»)	39,3	н/т	н/т	н/д	39,3
Кыргызстан (КФБ)	9,8	0,9	0,0	н/т	10,7
Україна (ПФТС)	552,4	282,5	17,8	6 863,0	7715,7

Джерело: побудовано автором за даними [15]

Крім низького рівня розвитку, істотними передумовами, що сприяють ефективній інтеграції інфраструктур фондових ринків країн даної групи є також низка спільних проблем, що вимагають поєднання зусиль щодо їх вирі-

шення, таких як відтік фінансової активності закордон, необхідність формування ринку фінансових деривативів, високий рівень концентрації ринку, головний обсяг ліквідності на якому забезпечує лише обмежена кількість «голубих фішек». Так, наприклад, за даними Міжнародної асоціації бірж СНД на ММВБ станом на 31.12.2011 р. на 5% компаній припадало 90,8% обсягу торгів та 64,3% ринкової капіталізації, а на ПФТС – 56,7% та 60,9% відповідно.

Стійкий розвиток фінансового ринку триває в Республіці Казахстан, Російській Федерація і Україні.

Показники капіталізації ринку акцій держав – країн учасниць СНД (табл. 2.20) вказують на те, що для них є характерним істотне зниження капіталізації підприємств, а, відповідно, й фондового ринку та національної економіки в цілому. Це дозволяє суттєво і швидко збагачуватись окремим вітчизняним та закордонним інвесторам на шкоду національним інтересам [49, 25].

Таблиця 2.20

Капіталізація ринку акцій країн СНД у 2010-2011 рр.

Країна	Капіталізація ринку акцій			
	млн. дол. США		У % до ВВП	
	2010 р.	2011 р.	2010 р.	2011 р.
Азербайджанська Республіка	–	553,1	–	1,3
Республіка Армения	141,0	144,0	1,5	1,5
Республіка Беларусь	1500,0	3700	3,2	6,8
Республіка Казахстан	68500,0	81680,0	53,24	62,4
Киргизська Республіка	1328,0	–	29,8	–
Республіка Молдова	362	419,6	–	7,1
Російська Федерація	760000,0	645300,0	59,0	46,0
Республіка Таджикистан	430,0	636,0	8,4	3,4
Україна	17 153,0	32 149,4	1,2	1,4

Джерело: побудовано автором за даними [15]

Як видно з даних табл. 2.20, у 2010 р. найвищий рівень капіталізації ринку акцій, що знаходяться в обігу на організованому ринку, спостерігався в країнах СНД, які є найбільш інтегрованими до міжнародної фінансової системи (Російська Федерація, Казахстан) та, відповідно, які швидше відреагу-

вали на відновлення глобального економічного зростання в процесі подолання наслідків фінансової кризи попередніх років.

При цьому протягом 2011 р. внутрішня капіталізація ринку акцій Російської Федерації в залежності від валюти розрахунків зросла на 25-26% та за порядком величин зрівнялася з показниками докризових 2006-2007 рр. Проте у порівнянні з ВВП капіталізація залишилася низькою та становила у 2011 р. 46%, що на 13% нижче рівня попереднього року та значно відстає від результатів 2007-2008 рр., коли вона практично дорівнювала ВВП країни. Таке зростання було зумовлено не лише позитивною динамікою ринку акцій, а й допущенням до біржових торгів нового великого емітента – «ТНК-ВР Холдинг».

Зростання капіталізації також продемонстрував ринок казахстану. Станом на початок 2012 р. обсяг торгів на АО «Казахстанська фондова біржа» (KASE) за усіма секторами ринку склав 14 636,8 млрд. тенге, що еквівалентно 99 233,13 млн. дол. США) та зріс відносно попереднього року на 9,1%. Загальна капіталізація KASE для ринку недержавних цінних паперів становила 12 048 402 млн. тенге або 62,4% ВВП.

Серед інших країн-учасниць СНД можна також відзначити зростання у 2011 р. ринку корпоративних цінних паперів Азербайджанської республіки, що відбувалося випереджаючими темпами порівняно з динамікою зростання національної економіки та фінансового сектору. При цьому визначальним фактором цього стало провадження заходів щодо розвитку інфраструктури фондового ринку країни, оскільки в цілому у 2011 р. 95,5% угод з акціями було в Азербайджанській Республіці було здійснено на організованому ринку, що на 4,5 п.п. більше, ніж аналогічний показник попереднього року.

На фінансових ринках України, Республіки Армения, Киргизької Республіки, Республіки Молдова та Республіки Таджикистан капіталізація національних ринків акцій в цілому зросла, а у Республіці Беларусь спостерігалось зростання капіталізації більше, ніж у 2 рази.

Відносно невисоке значення співвідношення рівня капіталізації і обсягу торгів до ВВП (від 30 до 60 %) обумовлює значний потенціал подальшого розвитку фінансових ринків держав – учасників СНД за умови підвищення їх конкурентоспроможності в порівнянні з ринками розвинених країн.

Зіставлення обсягів та кількості зареєстрованих регулятором фондового ринку випусків цінних паперів у розрізі країн-учасниць СНД подано в табл. 2.21. Найбільше зростання за кількістю цінних паперів спостерігається на фондовому ринку України (майже у 7 разів порівняно з показником 2010 р.). Одночасно на фінансових ринках деяких країн – учасниць СНД, а саме Armenii, Казахстану та Молдови, навпаки, існує тенденція до скорочення цього показника.

Таблиця 2.21

Обсяг та кількість зареєстрованих регуляторами фондових ринків країн СНД випусків цінних паперів у 2010-11 рр.

Країна	Кількість випусків		Обсяг фактично розміщених цінних паперів за ціною розміщення, млн. дол. США	
	2010 р.	2011 р.	2010 р.	2011 р.
Азербайджанська Республіка	282	330	1310	1410
Республіка Армения	21	19	94,9	105,500
Республіка Беларусь	4579	4973	17100	24300
Республіка Казахстан	2773	2712	35480	45820
Киргизська Республіка	96	–	171	–
Республіка Молдова	133	84	52,300	70,541
Російська Федерація	511	543	85806,020	59228,37
Республіка Таджикистан	55	51	430	636
Україна	795	5407	21017	11029

Джерело: побудовано автором за даними [15]

Проте зростання кількості випусків в Україні у 2011 р. не супроводжувалося нарощенням залучених з їх допомогою інвестицій, оскільки фондовий ринок країни демонстрував одне з найбільших серед країн СНД знижень обсягу фактично розміщених цінних паперів в оцінках за ціною розміщення – до 50 % рівня попереднього року. Також недостатньо ефективним були випуски цінних бумаг з позиції залучення інвестицій у Російській Федерації, де

обсяг фактично розміщених цінних паперів скоротився до 30 % рівня попереднього року). На 30 – 40 % зріс обсяг фактично розміщених цінних паперів в оцінках за ціною розміщення в Республіці Беларусь, Республіці Казахстан и Республіці Молдова, що вказує на вищу ефективність національних фондових ринків цих країн у 2011 р.

Зауважимо, що найвищий показник співвідношення обсягів торгів на первинному та вторинному ринках фінансових інструментів до ВВП країни серед жержав СНД має Російська Федерація, що, на нашу думку, пов'язано з інтенсивним розвитком сегменту похідних цінних паперів на національному фондовому ринку цієї країни. В більшості країнах – учасницях СНД ринок похідних фінансових інструментів практично є нерозвинутим, що зумовлюється як відсутністю відповідного нормативно-правового регулювання, так і відсутністю платоспроможного попиту на зазначені фінансові інструменти та їх пропозиції, за формування яких відповідає, насамперед, відповідна інфраструктура фондового ринку. Незважаючи на вдосконалення законодавства деяких країн у сфері фінансових інструментів, включаючи похідні, обсяги торгівлі ними істотно відстають від аналогічних показників розвинених країн.

Оцінка кількісних параметрів суб'єктного складу інфраструктури фондових ринків країн з врахуванням наявної статистичної бази може бути проведена на основі зіставлення кількості інституційних інвесторів, вартості їх активів та загальної кількості професійних учасників національних фондових ринків.

Порівняння даних щодо кількості інституційних інвесторів та вартості їх активів (табл. 2.22) дозволяє зробити висновок, що ринки країн СНД мають різні тенденції щодо впливу кількісного складу інституційних інвесторів на якісний показник їх діяльності, що свідчить про різні інтеграційні можливості відповідних національних ринків в процесі глобалізації.

Кількість інституційних інвесторів та розмір їх активів на фондових ринках країн СНД у 2010-11 рр.

Країна	Коефіцієнт еластичності вартості активів до зміни кількості інвесторів	Кількість інституційних інвесторів		Розмір активів, тис. дол. США	
		2010 р.	2011 р.	2010 р.	2011 р.
Республіка Армения	12,40394	69	70	3795814	4478177
Республіка Беларусь	4,655328	74	72	24400000	21330000
Республіка Казахстан	-0,67068	462	418	95970000	102100000
Киргизська Республіка	–	9	–	981	–
Російська Федерація	1,632211	1876	2186	51441100	65315540
Республіка Таджикистан	0,33889	18	2	44 364	31 000
Україна	4,079663	1274	1362	10691823	13704755

Джерело: побудовано автором за даними [15]

Так, якщо на фондовому ринку Казахстану вияляється висока ефективність інституційних інвесторів і скорочення їх кількості протягом 2011 р. майже на 10 % супроводжується зростанням вартості активів таких інвесторів на 6,4 % порівняно з 2010 р., то для Республіки Беларусь скорочення лише на 2 % кількості інвесторів призвело до зниженням обсягів їх активів на 12,4 %. Фондовий ринок Російської Федерації демонстрував у 2011 р. позитивну залежність між кількісними та якісними показниками діяльності інституційних інвесторів, оскільки зростання їх кількості супроводжувалося ростом вартості активів, а темпи нарощення вартості активів інституційних інвесторів у 1,63 рази перевищували темпи зростання їх кількісного складу. Збільшення розміри інвестиційних активів інституційних інвесторів розглядається нами як чинник збільшення інвестицій в національній економіці та забезпечення зростання національних фондових ринків, оскільки такі активи характеризуються нижчим рівнем ризику, пов'язаного з інвестуванням фінансових ресурсів у строкові фінансові інструменти.

Зауважимо, що аналогічна позитивна динаміка була притаманною і фондовому ринку України, при цьому еластичність реагування зміни вартості активів на зміну кількості інституційних інвесторів становила 4,08: при зростанні кількості на 1% вартість активів збільшувалася на 4,08 %. Кращий показник реагування ринку на зміну кількості суб'єктів відповідного сегменту інфраструктури фондового ринку спостерігалися лише в Республіці Армения (коефіцієнт еластичності – співвідношення між темпом приросту кількості та темпом приросту вартості активів у 2011 р. склав 4,66.

В цілому на тлі відносної стабілізації кількості учасників фінансових ринків і інституційних інвесторів розвивається тенденція зростання приватних інвестицій у фінансовий ринок і вихід на нього фізичних осіб.

Що стосується загальної кількості професійних учасників національних фондових ринків країн СНД, то в Республіці Беларусь, Казахстані, Російській Федерації, Таджикистані та в Україні спостерігається спільна тенденція до її скорочення, що вказує на намагання національних регуляторів фондових ринків впорядкувати діяльність учасників ринку цінних паперів, оптимізувати їх кількісний стан з метою покращення ефективності функціонування інфраструктури ринку. Скорочення кількості професійних учасників ринку цінних паперів є наслідком підвищення вимог до власного капіталу та посилення наглядової політики національних регуляторів.

У сфері державного регулювання контролю і нагляду на фінансових ринках держав – учасників СНД простежується тенденція до мегарегулювання, тобто до об'єднання нагляду у сфері банківської, страхової і інвестиційної діяльності.

Таким чином, узагальнюючи результати аналізу щодо стану фінансових ринків країн-учасниць СНД, можна зазначити, що в цілому спостерігається низький рівень їх розвитку, про що свідчить невисокі показники співвідношення рівня капіталізації та обсягів торгів до ВВП, що означає наявність значного потенціалу для подальшого розвитку національних ринків за умови створення умов для забезпечення їх конкурентоспроможності порівня-

но з іноземними ринками розвинутих країн. В цілому досліджені тенденції розвитку фінансових ринків країн – учасників СНД в 2011 році свідчать про уповільнення зростання і одночасно стабілізацію основних макроекономічних індикаторів цих ринків. При цьому для ринків цінних паперів відкриваються нові перспективи зростання активності за рахунок вдосконалення інфраструктури ринку; зниження адміністративних бар'єрів і спрощення процедур державної реєстрації випусків цінних паперів, забезпечення прозорості ринкових операцій і поведінки учасників ринку, створення рівноправних умов для діяльності фінансових організацій, підвищення фінансової грамотності населення тощо.

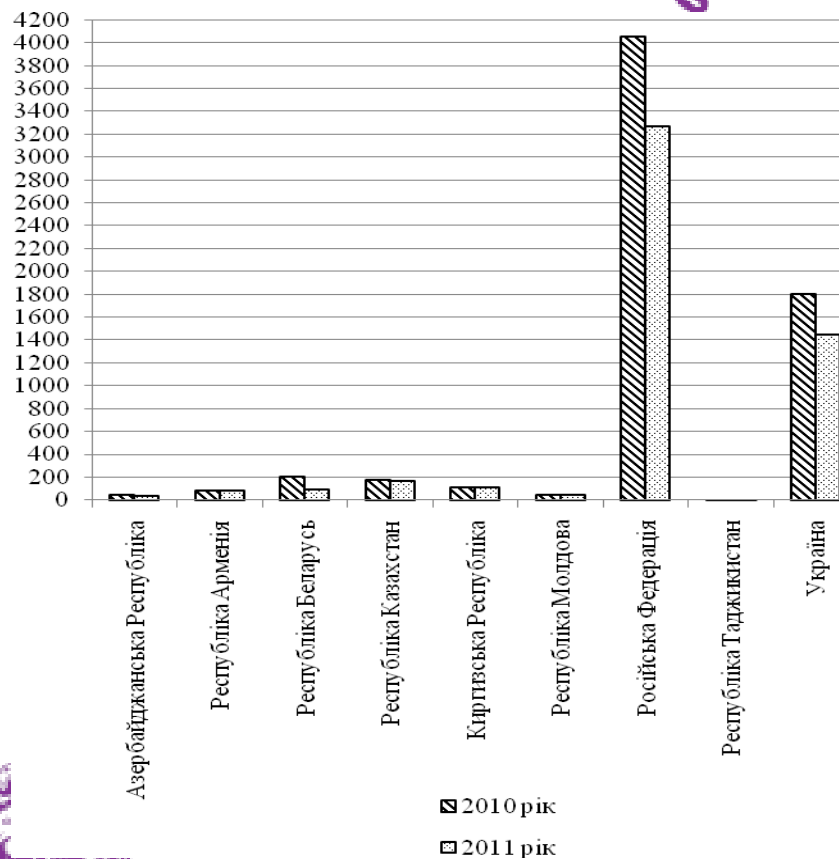


Рис. 2. 8. Динаміка кількості організацій, що здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку у розрізі країн –учасниць СНД у 2010-11 рр.

Джерело: побудовано автором за даними [15]

Сучасний стан та тенденції розвитку фондового ринку Україні ілюструють процес поступової інтеграції України у міжнародну фінансову систему та потребують практичних рекомендацій щодо підвищення ефективності функціонування вітчизняного ринку цінних паперів на міжнародній арені, підвищення його конкурентоспроможності, в тому числі за рахунок вдосконалення та оптимізації інфраструктури ринку.

Висновки до розділу 2

1. Загальна динаміка кількісних показників щодо діяльності професійних учасників на ринку цінних паперів України свідчить про відносну стабілізацію складу та результатів діяльності суб'єктів його інфраструктури. Це є ознакою завершення формування кількісного складу інфраструктури ринку цінних паперів України відповідно до потреб обслуговування потоків інвестиційних ресурсів, опосередкованих такими фінансовими інструментами, що виникають в економіці країни з врахуванням сучасних макроекономічних показників її функціонування.

2. Проведене дослідження стану функціонування елементів інфраструктури фондового ринку України в розрізі основних видів професійної діяльності дозволяє зробити висновок, що сформована інфраструктура в цілому задовольняє потребам обслуговування обороту інвестиційних ресурсів, що вже наявні на інвестиційних ринках України. Проте ефективність її функціонування є недостатньою для повноцінного задоволення інвестиційних потреб суспільства, стимулювання притоку іноземного інвестиційного капіталу, мінімізації ризиків та трансакційних витрат учасників ринку.

3. Незначне скорочення обсягів ліцензування професійної діяльності на фондовому ринку України відбулося у зв'язку з приведенням діяльності професійних учасників до оновлених ліцензійних вимог, введення в дію яких

сприяло підвищенню рівня надійності інфраструктури ринку та зростанню основних показників її ефективності. Крім того, на сучасний кількісний склад суб'єктів інфраструктури та на формування напрямів її подальшого розвитку суттєво впливає дематеріалізація фондового ринку, яка вимагає формування якісно нової депозитарної системи в країні.

4. Закономірною характеристикою фондового ринку України є здійснення фінансових операцій переважно на вторинному ринку. Основною тенденцією на організаційно оформленому ринку цінних паперів України є консолідація торгівлі, яка є свідченням доцільності проведення заходів щодо оптимізації кількості фондових бірж в країні на основі посилення ліцензійних умов.

5. Одним з напрямів розширення інструментів фондового ринку України стала активізація роботи строкового ринку, зростання якого свідчить використання інвесторами можливостей хеджування ризиків за допомогою цих фінансових інструментів та сприяє в цілому підвищенню загального рівня безпеки ринку цінних паперів України.

6. Тенденція до значного зменшення кількості реєстраторів, а також до істотного збільшення кількості зберігачів є, насамперед, наслідком набрання чинності змінами до законодавства щодо існування акцій виключно в бездокументарній формі. Крім того, кількість зберігачів зросла також і внаслідок змін до законодавства щодо можливості отримання реєстраторами ліцензії зберігача без отримання ліцензії на провадження діяльності з торгівлі цінними паперами.

7. Оцінка загального стану ринку цінних паперів України дозволяє стверджувати, що в цілому динаміка та якість його основних показників є задовільною та вказує на наявність позитивних тенденцій розвитку. Швидкість зростання на ринку цінних паперів є вищою, ніж темпи нарощення ВВП, що є наслідком стагнації, яка найгостріше виявилася в реальному секторі економіки, а також вказує на існування природних зв'язків цього ринку з іншими економіками світу через механізм перетоку інвестицій та присутність на

ньому спекулятивного капіталу, що не пов'язаний із створення реальної вартості. Одним з факторів, що зумовлює позитивну динаміку об'ємів операцій, що здійснюються на ринку цінних паперів України є поступове зростання загального обсягу випусків емісійних цінних паперів, яке зумовлюється прагненням вітчизняних підприємств збільшити власну капіталізацію і зростанням їх потреби у залученні інвестицій за допомогою цінних паперів. Недостатньо високим на ринку цінних паперів є граничний рівень номінальної вартості цінних паперів нової емісії у загальному обсязі торгів на ринку, що визначається виходячи з припущення про реалізацію всіх цінних паперів нової емісії в році її реєстрації.

8. Лістингова діяльність організаторів торгів на фондовому ринку має стійку тенденцію до розширення: перелік цінних паперів, що торгуються на біржах поступово розширюється, в тому числі зростає кількість надійних цінних паперів I та II рівнів, що сприяє зниженню ризиковості інвестиційної діяльності на ринку та підвищенню його інвестиційної привабливості.

9. Дослідження показників рівня розвитку ринку цінних паперів, що визначаються виключно впливом сформованої ринкової інфраструктури, дозволило виявити, що з позиції стимулювання підвищення загального рівня розвитку ринку в частині основних критеріїв, що вивчаються потенційними інвесторами, міжнародними рейтинговими організаціями при визначенні привабливості ринку для інвесторів інфраструктура ринку цінних паперів є недостатньо ефективною (низькими є рівень ефективності ринку цінних паперів щодо залучення інвестицій, частка біржового ринку в загальному обсязі торгів та співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП).

10. З урахуванням динамічної активізації сучасних процесів глобалізації світових ринків цінних паперів важливим напрямом становлення фондових ринків із слабкорозвинутою інфраструктурою, до кола яких належить фондовий ринок України, на нашу думку, може бути консолідація національної фондової інфраструктури з іноземними. Враховуючи подібність тенденцій та проблем соціально-економічного розвитку, становлення національних

фінансових та економічних систем для України основним напрямом такої консолідації має стати взаємодія з фондовими ринками країн – учасниць СНД. На фондових ринках країн СНД в цілому спостерігається низький рівень їх розвитку. Низький рівень їх капіталізації відносно ВВП дозволяє зробити висновок про наявність значного потенціалу для подальшого розвитку національних ринків за умови створення умов для забезпечення їх конкурентоспроможності порівняно з іноземними ринками розвинутих країн, в тому числі за рахунок вдосконалення та оптимізації інфраструктури ринку.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковані автором в роботах [51, 53].



Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ ІНФРАСТРУКТУРИ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ В КОНТЕКСТІ СТРАТЕГІЧНИХ НАПРЯМІВ РОЗВИТКУ СВІТОВОЇ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

3.1. Визначення концептуальних засад та моделі розвитку інфраструктури фондового ринку України

Досягнення стійкого економічного зростання, що є одним з базових стратегічних завдань розвитку національних економік, об'єктивно вимагає наявності адекватної фінансової системи, здатної ефективно трансформувати тимчасово вільні кошти організацій та населення в інвестиції. Важливим сегментом фінансового ринку сучасних ринкових економік, що покликаний сприяти оптимальному та ефективному розподілу фінансових ресурсів між позичальниками, кредиторами та інвесторами, є фондовий ринок.

Підвищення вимог інвесторів до точності та своєчасності здійснення розрахунків, захисту прав власності при проведенні операцій з цінними паперами в умовах постійного розширення обсягів інвестування, спектру послуг, що надаються фінансовими посередниками, ускладнення технологій забезпечення процесів купівлі-продажу, обороту та зберігання цінних паперів, зумовлює посилення наукового інтересу до дослідження питань формування дієвої інфраструктури фондового ринку.

При цьому необхідно враховувати економіка України об'єктивно потребу нарощення ємності національного фондового ринку за рахунок притоку іноземного інвестиційного капіталу, що можливе лише за умови зниження трансакційних витрат, підвищення конкурентоспроможності біржових структур, активізації взаємодії всіх елементів інфраструктури, в тому числі консолідації її торгівельних та розрахункових складових.

Уряди провідних країн Європи приділяють значну увагу виробленню стратегії розбудови конкурентоспроможних моделей розвитку інфраструктури фондових ринків в умовах глобалізації. Саме за рахунок таких дій обсяги вторинних за своєю суттю та економічною природою світових фінансових ринків відчутно перевищують ринки реальних товарів і послуг, поступово формуючи своєрідну автономну підсистему у структурі світової економіки. Для оцінки європейських ринків цінних паперів та опрацювання рекомендацій щодо їх інтеграції Радою Міністрів ЄС з питань економіки та фінансів у липні 2000 р. було створено Комітет Радників із регулювання ринків цінних паперів [81].

В Україні поки що відсутня належна увага з боку державних органів та наукових кол до розробки й реалізації Стратегії розвитку фондового ринку України, його конкурентоспроможної моделі та програми дій стосовно інтеграції до світових фондових ринків.

З точки зору геополітики та геоекономіки, Україна належить до одного з геополітичних центрів Європи і здатна інтегрувати намагання держав Балто-Чорноморської смуги, Східної Європи, Кавказу та Середньої Азії до співпраці. Реалізація цього вибору передбачає, серед іншого, розбудову високоефективного фондового ринку, інтегрованого з фондовими ринками вищеназваних країн, інших держав ЄС і регіональних об'єднань на Американському та Азійському континентах.

У країнах Європейського Союзу при створенні інтегрованого ринку цінних паперів були визначені такі пріоритети: введення для держав-членів єдиного поняття ринку та однакових умов ліцензування; прийняття Міжнародних стандартів бухгалтерського обліку; вдосконалення вимог щодо включення до лістингу; запровадження єдиного проспекту емісій та обов'язкової системи їх реєстрації; введення нових правил інвестування для інвестиційних і пенсійних фондів.

З метою реалізації названих пріоритетів Комітет Радників із регулювання ринків цінних паперів обґрунтував необхідність проведення регулято-

рної реформи, яка передбачала застосування чотирьохрівневого підходу та створення двох комітетів для сприяння роботі Європейської Комісії – Європейського Комітету з цінних паперів (ESC) і Комітету європейських регуляторів з цінних паперів (CESR). Вони були сформовані у 2001 р. як дорадчі органи, діяльність яких у наступні роки дозволила удосконалити європейську нормативно-правову базу з питань регулювання діяльності професійних учасників фондових ринків та прискоренню процесу інтеграційного розвитку ринку фінансових послуг на цій основі.

Для оптимальної інтеграції фондового ринку України на базі її національних інтересів до міжнародних фондових ринків, і насамперед країн ЄС та СНД, необхідно на першому етапі розробити довгострокову конкурентоспроможну модель та стратегію розвитку фондового ринку. На нашу думку, діяльність фондового ринку України на основі централізованої моделі та інформаційно-технічного забезпечення, що відповідає європейським стандартам, дасть змогу прискорити процес органічної адаптації українського ринку цінних паперів до міжнародних вимог, створити умови діяльності, наближені до західних, що, безсумнівно, стане привабливим фактором для іноземних і вітчизняних інвесторів.

Розробка такої моделі має передбачати попереднє вивчення, систематизацію та оцінку рівня впливу факторів, що визначають розвиток національних фондових ринків в умовах їх інтеграції та консолідації. Загальна система таких факторів, побудована на основі узагальнення поглядів різних авторів, подана у табл. 3-1.

На другому етапі доцільно приступити до розробки та реалізації спільно з представниками Європейського Комітету з цінних паперів (ESC) та Комітету європейських регуляторів із цінних паперів (CESR) Плану дій щодо інтеграції фондового ринку України до фондових ринків країн ЄС. Зокрема він має передбачати запровадження світового досвіду інформаційного та контрольного супроводження діяльності фондового ринку, раціонального роз-

поділу регулятивних функцій між державними органами і недержавними організаціями.

Таблиця 3.1

Система факторів, що впливають на розвиток національних фондових ринків в умовах їх інтеграції та консолідації

Фактори, що стимулюють інтеграцію та консолідацію фондових ринків	Фактори, що стримують інтеграцію та консолідацію фондових ринків
Наявність вільного руху капіталу між країнами	Політичні (спроби захисту національних ринків або товарів на користь місцевих постачальників)
Лібералізація та дерегулювання фінансових ринків	Культурні (різні підходи до корпоративного управління, конкурентної політики, поширення інформації)
Посилення конкуренції за доступ до капіталу і пошук нових можливостей	Правові (розбіжності в законодавчих системах, процедурах банкрутства, ефективності судових процесів)
Розвиток інформаційних технологій та фінансові інновації	Економічні (зростання фіктивного капіталу, відмінності в механізмах утримання податків, встановленні зборів, ставках оподаткування для акцій порівняно з державними облігаціями)

Джерело: складено автором

Для вдосконалення інфраструктури фондового ринку України виходячи з міжнародних стандартів, слід привести номінальну капіталізацію ринку акцій України до 80 % ВВП (нині близько 30 %), ринкову капіталізацію до 60 % (нині близько 20 %), обсяг угод на організованих ринках до 30 % ВВП (нині кілька відсотків).

Окрім того, на нашу думку, для вирішення основних проблем розвитку фондового ринку України доцільно здійснити ряд заходів стосовно:

- забезпечення прозорості ринку цінних паперів, що відкриває для всіх його учасників рівний доступ до значних обсягів достовірної інформації про цінні папери та їх емітентів;
- формування цілісного ринку, що вимагає функціонування національної фондової біржі як єдиного місця котирування цінних паперів, єдиного центрального депозитарію і єдиного клірингового банку;

– ефективного державного нормативно-правового регулювання цілісної системи обігу цінних паперів.

При цьому важливо на нормативно-правовому рівні передбачити здійснення дооцінки всього майна компаній з урахуванням його реальної вартості (фактичного обсягу і ринкової ціни), що дозволить вивести підприємства на новий рівень котирування їх акцій.

Для підвищення капіталізації національного фондового ринку необхідно освоєння нових видів цінних паперів, деривативів, корпоративних і муніципальних облігацій, створення дієвої системи захисту інвесторів, забезпечення прав міноритарних акціонерів, збільшення реального доходу звичайних інвесторів від цінних паперів, покращення показника ризик-дохід, зростання обсягів залученого венчурного капіталу, посилення конкуренції, створення недискримінаційних умов входження на ринок та участі в торгах для іноземних акціонерів.

Фондовий ринок України повинен розвиватися шляхом концентрації та централізації торгівлі українськими корпоративними цінними паперами й усіма іншими фондовими інструментами. До того ж обсяги організованої торгівлі мають істотно перевищувати неорганізований та позабіржовий обіг цінних паперів. Для цього необхідно налагодити функціонування міжбіржових і міжсистемних мереж фондової торгівлі, які створюються на добровільних засадах організаторами торгівлі цінними паперами, виходячи з економічної доцільності та конкурентоспроможності запроваджених інновацій і технологій.

Неорганізований позабіржовий фондовий ринок повинен розвиватися на основі розширення можливостей використання Інтернету для проведення операцій із цінними паперами, обслуговування їх первинного і в разі потреби – вторинного обігу.

Ефективна робота депозитаріїв та зберігачів сьогодні неможлива без оперативного створення і динамічного розвитку депозитарної інфраструктури, яка б працювала в автоматизованому режимі. Характер завдань та обсяги

інформаційних потоків наразі потребують розробки спеціалізованого програмного забезпечення, яке б відповідало вимогам українського фондового ринку.

З врахуванням змін, що відбулись на законодавчому рівні України в частині прийняття Закону України «Про депозитарну систему України» в липні 2012 року, а також вимоги, щодо вступу його в дію через рік в 2013 році, протягом цього терміну повинна суттєво змінитись система не лише учасників депозитарної системи, а і суб'єкти інфраструктури фондового ринку в цілому.

Очевидно, що в новому законодавстві розширений та уточнений перелік учасників, а саме відсутні такі суб'єкти як реєстратори та зберігачі, функції яких передано до повноважень депозитарних установ, замість Національного депозитарію, буде функціонувати Центральний депозитарій. Цілком новим учасником депозитарної системи є розрахунковий центр.

Розрахунковий центр повинен бути створений публічне акціонерне товариство, та набуває статусу Розрахункового центру з дня реєстрації Правил Розрахункового центру в Національному банку України. .

Акціонерами Розрахункового центру можуть бути Національний банк України, професійні учасники фондового ринку, а також міжнародні депозитарно-клірингові установи. Статутний капітал Розрахункового центру має становити не менш як 100 мільйонів гривень, при цьому частка Національного банку України повинна становити не менш як 25 відсотків плюс одна акція.

Виключною компетенцією Розрахункового центру є проведення грошових розрахунків за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, вчинених на фондовій біржі та поза фондовою біржею, якщо проводяться розрахунки за принципом "поставка цінних паперів проти оплати".

Розрахунковий центр відкриває та веде грошові рахунки учасників фондового ринку.

Розрахунковий центр забезпечує виплату доходу за цінними паперами, номінальної вартості при погашенні цінних паперів та при здійсненні емітентом інших корпоративних операцій, у тому числі за тими цінними паперами, що розміщені та обертаються за межами України.

Національний банк України може підтримати ліквідність Розрахункового центру у порядку, визначеному Національним банком України.

Розрахунковий центр для забезпечення здійснення розрахунків повинен отримати ліцензію на здійснення окремих банківських операцій та генеральну валютну ліцензію у порядку, визначеному Національним банком України.

Зміни відбулись також і у визначенні державних регуляторів, що відповідають за функціонування та регулювання депозитарної системи, а саме до Національної комісії по цінним паперам та фондового ринку долучився Національний банк України, в обов'язки якого входить регулювання діяльності розрахункового центру.

В сучасних умовах одним з напрямів розвитку інфраструктури фондового ринку України згідно з її національними інтересами є інтеграція фондових ринків СНД, яку за пропозиціями Російської Федерації передбачається здійснювати на базі Міжнародної асоціації бірж, створеної у 2000 р., та валютних ринків шляхом об'єднання електронних торгових систем зазначених країн. Відповідне вироблення узгоджених підходів і координація спільної діяльності по формуванню і розвитку ефективної системи фінансового ринку держав – учасників СНД є базовими функціональними завданнями спеціалізованого органу регуляторної інфраструктури фондових ринків – Ради керівників державних органів по регулюванню ринків цінних паперів держав – учасників СНД.

На нашу думку, основними напрямками розвитку інфраструктури фондових ринків держав – учасників СНД з метою формування інтегрованого торгового простору на ринку цінних паперів повинні стати:

– забезпечення взаємного допуску професійних учасників ринку, включаючи взаємне визнання національними регуляторами ринків цінних

паперів держав – учасників СНД ліцензій на здійснення професійною і інших видів діяльності, до торгів на біржах держав – учасників СНД і впровадження віддаленого доступу інвесторів до торгів на біржах цих країн;

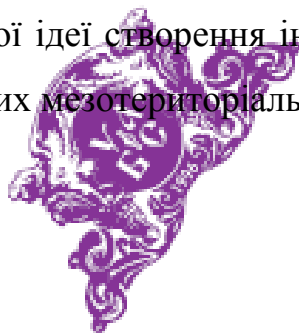
- забезпечення допуску цінних паперів до обігу на біржах держав – учасників СНД;
- стандартизація технологій клірингу, управління ризиками, продуктової лінійки;
- створення інтегрованого депозитарного простору (усунення в національних законодавствах перешкод і обмежень на відкриття рахунків депозитарних іноземних номінальних утримувачів);
- визнання концепції іноземного номінального утримувача в системі депозитарного обліку прав власності на іноземні цінні папери;
- продовження реалізації заходів, спрямованих на створення міжнародних (регіональних) фінансових центрів в державах – учасниках СНД;
- створення інтегрованого інформаційного простору фінансових ринків;
- гармонізація національного законодавства на базі міжнародних рекомендацій по регулюванню, контролю і нагляду на фінансовому ринку.

На нашу думку, об'єднання біржової та депозитарної інфраструктур фондового ринку України з наступним їх злиттям із фондовим конгломератом, що створюється у фондовому регіоні, центром якого є ММВБ, надасть можливість забезпечити вищий рівень прозорості фінансово-економічних процесів на організованому та неорганізованому ринках цінних паперів за рахунок відмови від розмежування торгівельної та облікової функцій. Разом з тим існує думка [48], що практика об'єднання торгівельних та розрахунково-клірингових інфраструктур у країнах пострадянського простору не може бути повноцінно реалізована через високий рівень політичних ризиків, корупційності, використанням інсайдерської інформації та неефективним формуванням ринкових цін.

Отже, посилення взаємодії інфраструктурних організацій на фондовому ринку може сприяти поглибленню участі національних економік в різних моделях регіональної економічної інтеграції, формуванню транскордонної фінансової інфраструктури, більш ефективному провадженню процесу трансформації заощаджень у інвестиції, розширенню фінансової ємності національних фондових ринків за рахунок переливу капіталів. При цьому в наслідок розширення ринків очікуваним є зниження емісійних витрат, а також зниження інвестиційних ризиків шляхом поглиблення диверсифікації фінансових портфелів.

Діяльність фондового ринку України на основі централізованої моделі та інформаційно-технічного забезпечення, що відповідає європейським стандартам, дасть змогу прискорити процес органічної адаптації українського ринку цінних паперів до міжнародних вимог, створити умови діяльності, наближені до західних, що, безсумнівно, стане привабливим фактором для іноземних і вітчизняних інвесторів.

Отже, сучасна довгострокова конкурентна модель розвитку інфраструктури фондового ринку України має концептально поєднувати такі механізми її реалізації, як: вдосконалення нормативної бази, покращення відносин між реєстраторами та депозитаріями і зберігачами; встановлення умов податкового стимулювання розвитку інфраструктури фондового ринку, розширення кола прямих учасників фондового ринку і небанківських фінансових установ, освоєння нових видів цінних паперів, деривативів, корпоративних і муніципальних облигацій, впровадження новітніх технологій, – навколо провідної ідеї створення інтегрованого торговельного простору в межах стратегічних мезотериторіальних утворень.



3.2. Стратегічні та тактичні критерії та умови досягнення оптимальності розвитку фондового ринку України

Функціонування фондового ринку являє собою систему економічних відносин, при яких обмін фінансовими активами здійснюється, як правило, не безпосередньо між власниками цінних паперів та інвесторами, а через посередників – торговців цінними паперами, сукупність яких формує базис ринкової інфраструктури. Враховуючи, що первинно поняття «інфраструктура» використовується для визначення «системних утворень, що охоплюють зв'язки між господарюючими агентами та переміщення всіх видів ресурсів між ними» [128], пошук умов оптимальності інфраструктури фондового ринку доцільно здійснювати в площині визначення оптимальної кількості професійних учасників ринку – торговців цінними паперами та кількості рівнів інфраструктури, тобто посередницьких зв'язків за критерієм максимальної її ефективності.

При цьому під ефективністю інфраструктури нами розуміється співвідношення економії на трансакційних витратах, що виникає в торгівельній системі фондового ринку внаслідок посередницької діяльності торговців цінними паперами, та доходами цих посередників, що виступають в якості витрат формування та використання інфраструктурних послуг.

Для визначення такої ефективності та обчислення показників ефективності інфраструктури фондового ринку скористаємося моделюванням процесу формування ринкової інфраструктури, базові математичні положення якого без врахування специфіки ринку цінних паперів були викладені в роботах В. Чернова та Ю. Ейсснера [128].

Ними, зокрема, рекомендується здійснювати побудову математичної інформаційної моделі інфраструктури виходячи з таких передумов:

– ресурсом в системі посередницької торгівельної інфраструктури фондового ринку є інформація щодо обсягів та вартості попиту і пропозиції цінних паперів;

– специфікованим засобом передачі такої інформації є угода, при цьому в процесі моделювання передбачається стандартний розмір запиту при укладанні угоди, що дозволяє встановити фіксований розмір витрат на отримання інформації від посередника учасником ринку у розрахунку на одну угоду. Припустимо, що витрати на контакт однакові по всіх нарах власник цінних паперів-інвестор дорівнюють умовній одиниці (для обрахунку відносного показника ефективності інфраструктури важливими є обсяги доходів та витрат та застосування однакових одиниць їх виміру), тобто $q = 1$;

– запас ресурсу в ланках інфраструктури не накопичується;

– усі елементи моделі переслідують свої цілі за критерієм максимізації власного прибутку (або мінімізації своїх витрат);

– при встановленні контактів відсутня система апіорних пріоритетів. Кожен елемент системи вибирає дії через посередника лише в тому випадку, якщо прибуток даного елемента при цьому виявляється вищим, ніж при діях без посередника;

– ланки інфраструктури (торговці цінними паперами), що належать одному рівню інфраструктури, є однорідними і можуть дублювати один одного;

– черговий рівень інфраструктури виникає за умови, що витрати на угоди при його введенні не перевищують витрат на контакти без нього;

– кожен елемент має можливість безпосередньо контактувати з усіма елементами сусідніх рівнів інфраструктури; контакти, опосередковані та неопосередковані, встановлюються між всіма рівнями;

– кожен елемент з безлічі постачальників – власників цінних паперів (M) має можливість встановлювати контакт з кожним елементом з безлічі споживачів ринкової продукції – інвесторів (N), і навпаки.

Для процесу моделювання скористаємося такими умовними позначеннями, поданими у табл. 3.2.

Прийняті умовні позначення

Умовне позначення	Зміст
M	множина постачальників цінних паперів на фондовий ринок з метою їх продажу
m	кількість постачальників цінних паперів на фондовий ринок з метою їх продажу (кількість особових рахунків власників іменних цінних паперів у реєстрах)
N	множина інвесторів – покупців цінних паперів на фондовому ринку
n	Кількість інвесторів – покупців цінних паперів на фондовому ринку (загальна кількість інституційних інвесторів)
i	номер рівня в інфраструктурі фондового ринку
W_i	множина елементів i -го рівня інфраструктури
w_i	кількість елементів i -го рівня інфраструктури (кількість професійних торговців цінними паперами, що працюють на i -ому рівні інфраструктури)
q	витрати на отримання інформації від посередника (торговця цінними паперами) учасником ринку у розрахунку на одну угоду

Джерело: складено автором

Створювана інформаційна модель інфраструктури фондового ринку – це модель посередницької діяльності, в якій співпраця і конкуренція є природним видом взаємин між учасниками, що функціонують в даній системі. Співробітництво розглядається як необхідна умова контактів і переговорів між власниками цінних паперів та інвесторами з приводу торговельної угоди купівлі-продажу цінних паперів і є універсальними економічними відносинами в економічній системі фондового ринку, тоді як конкуренція має підпорядкований такому співробітництву другорядний характер. Тобто, елемент інфраструктури, який співробітничав, але не конкурує, зменшує витрати на контакт і зв'язки, якщо він співпрацює мінімум з двома власниками цінних паперів (постачальниками товару на фондовий ринок) і двома інвесторами (споживачами товару на фондовому ринку). Два елементи інфраструктури перебувають у стані конкуренції, якщо вони мають спільний канал зв'язку з постачальниками та споживачами.

Встановлені вище передумови моделювання інформаційної моделі інфраструктури фондового ринку обумовлюють, що витрати на отримання інформації щодо угоди з купівлі-продажу цінних паперів в системі фондового ринку, яка функціонує в умовах відсутності відповідної торгівельної інфраструктури (прямий обмін без участі посередників) є сумою витрат на контакти і зв'язки та загального прибутку посередників, від послуг яких відмовилися учасники торгівельної операції.

Загальні витрати на встановлення контактів між покупцями та продавцями цінних паперів на фондовому ринку можуть бути визначені за формулою:

$$C_{m,n} = q \times K = q[m \times n] \quad (3.1)$$

де q – витрати на отримання інформації від посередника (торговця цінними паперами) учасником ринку у розрахунку на одну угоду;

K – максимальна загальна кількість контактів, що може потенційно утворитися між продавцями та покупцями цінних паперів, яка дорівнює добутку кількості власників цінних паперів (m) та інвесторів (n).

Економія на трансакційних витратах в системі фондового ринку, що виникає за умови участі одного посередника, становитиме:

$$C_{m,1,n} = m + n \quad (3.2)$$

Максимальний прибуток, що може бути отриманий торгівельними посередниками в результаті їх діяльності на фондовому ринку, визначатиметься різницею між загальними витратами на встановлення контактів між покупцями та продавцями цінних паперів на фондовому ринку та максимальною економією трансакційних витрат:

$$P_{m,1,n} = (m \times n) - (m + n) \quad (3.3)$$

З формули (3.3) можна зробити висновок, що виникнення торговельної інфраструктури на фондовому ринку є доцільним лише, якщо кількість як потенційних продавців, так і потенційних покупців цінних паперів є більше двох. Саме в цих умовах прибуток посередника-торговця цінними паперами буде невід'ємною величиною.

Збільшення кількості посередників при однорівневій організації ринкової інфраструктури буде зумовлювати при інших незмінних умовах рівномірний розподіл максимального загального прибутку посередників між ними. Тобто при цьому прибуток кожного торговця цінними паперами ставитиме величину:

$$P_{m,w_1,n} = \frac{(m \times n)}{w_1} - (m + n) \geq 0 \quad (3.4)$$

Нерівність (3.4) передбачає, що процес введення нових торговельних посередників до складу інфраструктури фондового ринку буде відбуватися до тих пір, поки їх діяльність залишатиметься прибутковою.

З цієї нерівності походить, що гранична максимальна кількість посередників на кожному рівні інфраструктури може бути визначена за формулою:

$$w_i = \frac{(m \times n)}{m + n} \quad (3.5)$$

Розрахунок рівня ефективності інфраструктури фондового ринку при однорівневій організації інфраструктури пропонується проводити за формулою:

$$E_{m,w_1,n} = \frac{m+n}{P_{m,w_1,n}} \quad (3.6)$$

Проведемо оцінку ефективності функціонування фондового ринку України за умови відсутності посередницьких зв'язків між торговцями цінними паперами, тобто для однорівневої організації торгівельної інфраструктури (табл. 3.3).

Таблиця 3.3

**Оцінка ефективності функціонування фондового ринку України
за умови однорівневої організації торгівельної інфраструктури
у 2010-11 рр.**

Показник	2010 рік	2011 рік
Кількість особових рахунків власників іменних цінних паперів у реєстрах, осіб	8369301	4 385 871
Кількість інституційних інвесторів (інвестиційні фонди та недержавні пенсійні фонди), осіб	371	370
Кількість торговців цінними паперами, осіб	763	733
Загальні витрати на виконання угод, млн. грн.	3 105,011	1 622,772
Економія на витрат при однорівневій інфраструктурі ринку, млн. грош. одн.	8,370	4,386
Прибуток посередників при однорівневій інфраструктурі, млн. грош. одн.	3 096,641	1 618,386
Максимальна кількість посередників при однорівневій організації торгівлі, осіб	370	369
Необхідне скорочення кількості посередників в процесі концентрації фондового ринку, осіб	393	364
Рівень ефективності інфраструктури при однорівневій організації, %	0,270	0,271

Джерело: власні розрахунки

Як видно з поданих в табл. 3.3 результатів розрахунків, в Україні фактична кількість торговців цінними паперами майже в 2 рази перевищує граничну максимальну їх кількість, що є доцільною при використанні однорівневої організації інфраструктури ринку (коли між продавцем і покупцем цінних паперів існує лише один посередник). Необхідне скорочення кількості професійних торговців на ринку цінних паперів країни за умови обрання стратегії концентрації для подальшого розвитку інфраструктури становило відповідно 393 осіб у 2010 р. та 364 особи у 2011 р. При цьому рівень ефективності інфраструктури при однорівневій організації інфраструктури фондового ринку України протягом 2010-2011 рр. залишався відносно стабільним і

становив 0,27 %, тобто на 1 грошову одиницю прибутків торговців, які в загальній сумі являють собою умовний еквівалент витрат на формування та утримання інфраструктури, припадало лише 0,27 коп. ефекту у вигляді економії трансакційних витрат.

Той факт, що загальна кількість торговців на фондовому ринку України значно перевищує граничну величину для однорівневої моделі формування інфраструктури ринку вказує на те, що в Україні використовуються торгівельні схеми, які передбачають посередницькі зв'язки між посередниками. Така модель відповідає стратегії розвитку фондового ринку на конкурентних засадах і зумовлює збільшення кількості професійних торговців, порівняно з однорівневою організацією.

Кожен додатковий рівень інфраструктури (посередницькі зв'язки між посередниками) формується на описаних вище загальних умовах щодо прибутковості діяльності всіх торговців, що функціонують на всіх виділених рівнях торгівельної інфраструктури. Максимально допустима кількість рівнів інфраструктури досягається при рівності кількості продавців та покупців цінних паперів на фондовому ринку і складає в цьому випадку четверту частину від їх загальної кількості [128].

При цьому посередники, які працюють на зв'язках між посередниками і власниками цінних паперів – постачальниками товарів на фондовий ринок отримуватимуть прибуток у розмірі:

$$P_{m,w_2,n} = (m \times w_2) - (m + w_2) \quad (3.7)$$

а загальна максимальна кількість торговців на одному рівні, що забезпечує беззбитковість діяльності для кожного з них, дорівнює:

$$w_2 = \frac{(m \times w_1)}{m + w_1} \quad (3.8)$$

Аналогічно визначатиметься прибуток і гранична кількість посередників, які працюють на зв'язках між посередниками і інвесторами – покупцями товарів на фондовому ринку:

$$P_{m,w_3,n} = (n \times w_3) - (n + w_3) \quad (3.9)$$

$$w_3 = \frac{(n \times w_1)}{n + w_1} \quad (3.10)$$

У свою чергу розрахунок рівня ефективності інфраструктури фондового ринку при дворівневій організації інфраструктури може бути проведений за формулою:

$$E_{m,w_{23},n} = \frac{2m + 2n + w_2 + w_3}{P_{m,w_1,n} + P_{m,w_3,n} + P_{m,w_2,n}} \quad (3.11)$$

Результати оцінювання ефективності інфраструктури фондового ринку України у 2010-2011 рр. за умови дворівневої організації інфраструктури подано в табл. 3.4.

Результати наведених розрахунків вказують на те, що фактична модель формування торгівельної інфраструктури фондового ринку України є дворівневою. При цьому кількість вже існуючих професійних торговців цінними паперами в Україні є наближеною до гранично допустимого показника, який становить 924 особи для 2010 р. та 921 особу для 2011 р. в процесі ліцензування професійної діяльності торговців цінними паперами НКЦПФР необхідно враховувати, що за підсумками 2011 р. їх кількість була нижче граничної величини, при якій зберігається незбитковість діяльності посередників, лише на 188 осіб.

Показовим є те, що збільшення кількості торговців цінними паперами у дворівневій організації призводить до зростання економії трансакційних витрат в системі інфраструктури фондового ринку, порівняно з однорівневою

організацією. Для показників 2011 р. цей ефект зріс з 4,4 млн. грошових одиниць до 8,8, тобто пропорційно збільшенню кількості рівнів інфраструктури.

Таблиця 3.4

**Оцінка ефективності функціонування фондового ринку України
за умови дворівневої організації торгівельної інфраструктури
у 2010-11 рр.**

Показник	2010 рік	2011 рік
Кількість особових рахунків власників іменних цінних паперів у реєстрах, осіб	8369301	4 385 871
Кількість інституційних інвесторів (інвестиційні фонди та недержавні пенсійні фонди), осіб	371	370
Кількість торговців цінними паперами, осіб	763	733
Максимальна кількість посередників, що працюють на контактах між емітентами та посередниками першого рівня	369	368
Прибуток посередника, що працює між емітентом та посередником першого рівня, млн. грн.	3184,518	1603,035
Максимальна кількість посередників, що працюють на контактах між інвесторами та посередниками першого рівня	185	184
Прибуток посередників, що працюють між інвесторами та посередниками першого рівня, млн. грн.	0,068	0,068
Загальна максимальна кількість посередників при дворівневих зв'язках	924	921
Максимально допустимий приріст кількості торговців при стратегії формування ринку на засадах конкуренції	161	188
Сукупний ефект від скорочення витрат при дворівневій організації інфраструктури ринку, млн. грош. одн.	16,740	8,773
Сукупний прибуток посередників при дворівневій інфраструктурі, млн. грош. одн.	6281,227	3221,489
Рівень ефективності інфраструктури при дворівневій організації, %	0,267	0,272

Джерело: власні розрахунки

Разом з тим, порівнюючи ефективність інфраструктури фондового ринку України у 2010 та 2011 рр. можна зробити висновок, що у 2010 р. вона була менш ефективною, хоча в цілому рівень такої ефективності залишається відносно стабільним.

Результати оптимізації кількісного складу торгівельної інфраструктури фондового ринку України у 2010-2011 рр. в порівнянні з фактичною кількістю професійних торговців на ринку подано на рис. 3.1.

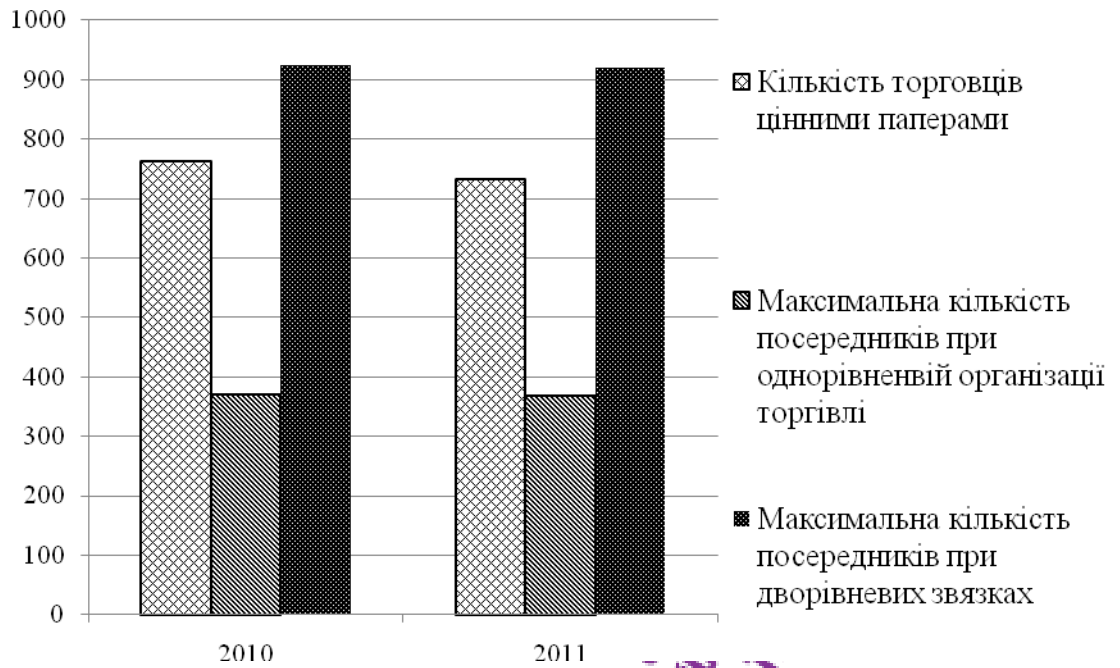


Рис. 3.1. Порівняння граничних оптимальних показників кількісного складу професійних тоговців на ринку цінних паперів України з фактичною кількістю у 2010-11 рр.

Джерело: побудовано за розрахунками автора

Таким чином, запропонований науково-методичний підхід щодо визначення граничної максимальної кількості торговців цінними паперами при різних варіантах організації інфраструктури фондового ринку дозволяє регулятору ринку встановлювати обґрунтовані обмеження щодо кількості ліцензованих професійних учасників ринку з врахуванням вимог оптимальності функціонування ринкової інфраструктури за критерієм максимізації рівня ефективності інфраструктури (максимізації економії трансакційних витрат). Вказані оптимальні кількісні критерії щодо складу торгівельної інфраструктури фондового ринку можуть бути використанні при формуванні стратегічних та тактичних планових показників розвитку ринку цінних паперів.

3.3. Удосконалення інфраструктури фондового ринку в процесі розвитку соціально-відповідального інвестування

Базовою концепцією сучасного суспільного розвитку, що накладає певні вимоги на всі напрями життєдіяльності суспільства, включаючи й фінансову сферу, є концепція стійкого розвитку, яка полягає у забезпеченні гармонійного розвитку суспільства, при якому економічне зростання поєднується із забезпеченням соціальної захищеності і мінімізацією негативної дії на довкілля. Досягнення стійкого розвитку об'єктивно вимагає наявності фінансових механізмів, здатних ефективно спрямувати інвестиційний капітал на фінансування соціально значимих інвестиційних проектів, пов'язаних із подоланням бідності, забезпеченням високих соціальних стандартів життя, розв'язанням глобальних екологічних проблем сучасності.

У фінансовій сфері реалізація даної концепції призвела до виникнення у 70-х рр. XX ст. нового напрямку реалізації інвестиційної діяльності – соціально відповідального інвестування (Sustainable and Responsible Investment, SRI), яке спрямоване не лише на отримання доходів від вкладення капіталу, але і на створення позитивних соціальних змін, зниження негативної дії на довкілля і відповідність релігійним або етичним переконанням. В першу чергу, цей напрям інвестування представлений в розвинених країнах, але поступово знаходить застосування в країнах, що розвиваються, перетворюючись на окремий сегмент ринку цінних паперів зі своїми учасниками і інфраструктурою.

Проблематика поширення SRI та формування ефективних механізмів підтримки та забезпечення поширення інвестування, що відповідає принципам стійкого розвитку на національних та глобальному фінансових ринках, є відносно новим напрямом сучасних наукових досліджень, який почав формуватися з 80-х рр. XX ст. При цьому більшість наявних на цей час досліджень спрямована переважно на висвітлення окремих питань актуалізації ролі, зна-

чення та перспективних напрямів розвитку SRI, а не на формування науково-обґрунтованих теоретико-прикладних засад та механізмів їх реалізації. Значну частину таких досліджень складають публікації зарубіжних інформаційно-аналітичних компаній і некомерційних організацій, що спеціалізуються на провадженні та популяризації SRI, а саме: Форуму соціального інвестування (The Forum for Sustainable and Responsible Investment, US SIF) [166], Європейського форуму стійкого інвестування (The European Sustainable Investment Forum, Eurosif) [167], Асоціації стійкого і відповідального інвестування в Азії (The Association for Sustainable & Responsible Investment in Asia, ASRIA) [146] та ін.

Основні праці в області теоретичного визначення і аналізу інвестування та модернізації теорії і практики сучасних фінансів з урахуванням принципів соціальної відповідальності, зокрема в частині взаємозв'язку корпоративної соціальної відповідальності і фінансових результатів, належать Ботрінг Дж. Р. (Boatright John R.) [148], Керст М. (Kerste M.), Розенбум Н. (Rosenboom N.), Сайкен Б. (Sikken B.) та Веда Дж. (Weda J.) [157]; Кросінські К. (Krosinsky C.), Робінсу Н. (Robins N) та Відерману С. (Viederman S) [160, 161]; Муллерат Р. (Mullerat R.) [163], Стауб-Бісанг М. (Staub-Bisang M.) [169], Страссер К. (Strasser K.) [170], Унерман Дж. (Unerman J.) [172]; Веберу О. (Weber O.), Ремеру С. (Remer S.) [173] та ін. Серед російських учених можна виділити праці Бахтараєвой К., Мошенського С. [75], Міркіна Я. [132], Смірновой К. [165], в яких представлені основні поняття SRI, огляд зарубіжної практики в цій області і аналіз перспектив розвитку цього напрямку інвестування в Росії та країнах колишнього СРСР.

Для вітчизняної наукової школи тема соціально відповідального інвестування є новою і практично невивченою, що, на нашу думку, пов'язано як із новизною концепцій стійкого розвитку і корпоративної соціальної відповідальності для світової наукової думки в цілому і для українського суспільства зокрема, так із нетривалою історією розвитку ринку цінних паперів України, що знаходиться лише на первинних етапах свого формування та становлення.

Відсутність ґрунтовних наукових досліджень щодо змісту соціально відповідального інвестування та його місця в системі соціального інвестування в цілому породжує хибне ототожнення відповідних понять.

Під соціальним інвестуванням більшістю авторів розуміється вкладення засобів в об'єкти соціального середовища, тобто послідовні цілеспрямовані дії з ефективного рішення важливих для більшості людей соціально-значущих проблем. Вони можуть бути спрямовані в будь-який проект, що реалізовується в соціальному середовищі за рахунок інвестованих засобів, та повинні забезпечити певний позитивний ефект як інвесторів, так і соціуму у вигляді сприяння посиленню соціальної орієнтації суспільно-економічної системи в цілому, досягнення екологічної безпеки, стимулювання економічного зростання, забезпечення гарантованого рівня життя.

Типовим для такого підходу є визначення соціально відповідального інвестування (Socially responsible investing, SRI) як інвестиційного процесу, в якому через добровільний і свідомий вибір критеріїв і методів інвестування проявляється відповідальність інвестора за наслідки його інвестицій для суспільства, довкілля і їх стійкого розвитку, а також його особисті погляди і переконання відносно соціально значущих питань і соціокультурних цінностей [132, 165, 156].

Ринок SRI є одним із найдинамічніших сегментів сучасного ринку цінних паперів, що демонструє стійкі темпи зростання навіть в умовах глобальної економічної кризи. Так, за оцінками US SIF [166, 165], на кінець 2010 р. обсяг світових активів, що відносяться до SRI, склав близько 10,9 трлн. дол. США, що на 50% більше, ніж у кінці 2007 р. При цьому значно вищі темпи нарощення SRI демонструють країни ЄС, в яких їх обсяг з 2007 по 2010 р. зріс з 2,7 трил. до 5 трил. євро [156].

Як економічне явище SRI охоплює різні фінансово-економічні процеси і в загальному випадку може бути структуроване за напрямками реалізації та суб'єктною ознакою на:

- інвестиції суб'єктів господарювання, що здійснюються на принципах корпоративної соціальної відповідальності;
- державні інвестиції в соціальну сферу;
- інституціональні соціальні інвестиції, що охоплюють соціально-відповідальне інвестування (asset management), яке здійснюється соціально-відповідальними фондами і іншими організаціями, та професійну діяльність фондів і організацій із надання посередницьких фінансових послуг у сфері соціального інвестування.

Отже, сутність SRI проявляється в їх подвійній природі як інструменту одночасного задоволення потреб громадського і корпоративного секторів, що вимагає врахування в оцінках їх ефективності як комерційного ефекту для інвесторів (фінансової та нефінансової природи – зниження ризиків, скорочення операційних витрат, зростання доходів, формування позитивного іміджу та репутації), так і позитивного ефекту для суспільства.

Загальносвітові тенденції до виокремлення у складі фондових ринків окремого сегменту, покликаного обслуговувати обіг інвестиційного капіталу соціальної та екологічної спрямованості, а також об'єктивна потреба у врахуванні та відображенні соціально відповідальної активності емітентів цінних паперів у їх ринковій вартості, потребують наукового дослідження та розробки нових механізмів побудови та взаємодії елементів інфраструктури фондового ринку з врахуванням вимог стійкого розвитку. Це зумовлює необхідність визначення напрямів та розробки пропозицій щодо трансформації інфраструктури фондового ринку в контексті посилення соціальної відповідальності інвестування.

Враховуючи особливості фінансової технології реалізації інвестиційного процесу практика SRI дозволила виділити певні типи інвестицій, реалізація яких здійснюється на специфічному сегменті ринку цінних паперів, який організований на принципах соціальної відповідальності та стійкого розвитку (табл. 3.5).

Характеристика типів соціально відповідальних інвестицій

Поняття	Опис	Особливості
Impact Investing	Кошти вкладаються в компанію, підприємство або фонд, діяльність якого може мати позитивний ефект на екологію і соціальне середовище, і, крім того, принести інвестиційний дохід.	Кошти інвесторів зазвичай розміщуються в компаніях, що беруть участь у мікрофінансуванні, фінансовому забезпеченні інфраструктурних проєктів у галузі енергетики, охорони здоров'я, водного господарства, будівництві доступного житла, шкіл. При цьому формування інвестиційного портфеля таких компаній передбачає відсіювання проєктів, що не задовольняють відповідним критеріям приналежності до пріоритетних напрямів інвестування, визначених стратегічними цілями розвитку суспільства
Mission – based investing	Інвестиції з урахуванням визначеної інвестором некомерційної місії	Інвестором визначається провідна ціль (соціальна місія) і чіткий комплекс критеріїв відбору проєктів для інвестування
Triple bottom line investing	Вкладення капіталу з урахуванням трьох чинників – економічного, екологічного і соціального	Перелік чинників, за якими обирається об'єкт інвестування, обмежується лише економічним, екологічним та соціальним напрямками. Інші фактори, наприклад, характер корпоративного управління, політичні чинники, не враховуються
Double bottom line investing	Вкладення капіталу з урахуванням двох чинників – економічного і соціального	При виборі проєктів увага звертається лише на чинники економічного та соціального спрямування
Sustainable investing	Інвестування з урахуванням соціальних, моральних і етичних, економічних та інших чинників	Головним завданням інвесторів є не виключення окремих "неправильних" компаній зі свого інвестиційного портфеля, а інтенсивний пошук лідерів стійкого розвитку за допомогою методів позитивного відсіювання, так званого позитивного скрингу (Positive screening)
Ethical investing	Вкладення капіталу в проєкти, що сприяють збереженню та пропаганді національних традицій	При визначенні стратегії інвестування ключову роль, окрім отримання доходу, відіграють етичні чинники
Eco investing (Green investing)	Вкладення засобів в активи компаній, виробництво продукції яких не завдає шкоди екології або в нові технології, що сприяють поліпшенню екологічної ситуації	Відбір проєктів відбувається лише на підставі факторів екологічності

Джерело: складено на основі [116]

Проведені дослідження дозволяють стверджувати, що особливості провадження SRI в різних країнах світу, насамперед, визначаються національною моделлю фінансової системи (табл. 3.6), а саме місце та роллю в її функціонуванні ринку цінних паперів, а також соціокультурними і релігійними чинниками і особливостями економічної поведінки населення.

Таблиця 3.6

Особливості ринку SRI в країнах з різними моделями фінансової системи

Особливості ринку SRI в країнах		
з фінансовою системою, заснованою на ринку цінних паперів (США, Великобританії)	з фінансовою системою, заснованою на банках (країни ЄС)	з фондовими ринками, що формуються (країни Азії, країни Східної Європи)
<ul style="list-style-type: none"> – висока частка активів, що відносяться до SRI (10-20 % від активів, що знаходяться в управлінні); – домінування інституціональних інвесторів (більше 90% активів, що відносяться до SRI); – диверсифікована структура фінансових інструментів; – розвинена регулятивна і інформаційно-аналітична інфраструктура ринку; – значний рівень прозорості ринку; – широке застосування методу дії, окрім методу відбору; – поширеність негативних етичних критеріїв для населення і позитивних соціальних і екологічних критеріїв – для інституціональних інвесторів. 	<ul style="list-style-type: none"> – частка активів, що відносяться до SRI, складає 1–5% від активів в управлінні і швидко росте; – продуктова структура менш різноманітна, ніж в США і Великобританії; – роль інституціональних інвесторів нижча, ніж в англосакських країнах, але поступово зростає (на них припадає від 50-80% активів, що відносяться до SRI); – інфраструктура розвинена у меншій мірі, ніж у англосакських країнах; – основним є метод відбору; – населення активно використовує етичні негативні критерії, а також соціальні і екологічні критерії (захист довкілля, права людини/трудове законодавство, якість продукції/послуг та ін.). 	<ul style="list-style-type: none"> – SRI в основному обмежено активами інвестиційних фондів (менше 1-2%) і роздібним сегментом; – характерна низька інформованість інвесторів про SRI, нерозвинена інфраструктура; – позитивними тенденціями є наявність організацій, що спеціалізуються в області КСО, стійкого розвитку, корпоративного управління, а також поява фондових індексів SRI; – населення віддає перевагу негативним критеріям, пов'язаним з актуальними для країни соціальними і екологічними проблемами (традиційні для розвинених країн етичні критерії розвинені в значній меншій мірі і використовуються в основному ісламськими фондами); – основні методи – метод відбору і інвестування в співтовариства.

Джерело: складено автором за даними [116, 156, 165, 132]

SRI отримало найбільший розвиток в країнах з фінансовою системою, заснованою на ринку цінних паперів (США, Великобританії). Це пов'язано з тим, що ринок SRI за своїм походженням є сегментом ринку цінних паперів, що відбивається в складі елементів інфраструктури такого ринку, механізмах взаємодії його учасників, продуктивній структурі та інформаційно-аналітичному забезпеченні його функціонування.

Відповідні впливи специфіки функціонування такого сегменту ринку цінних паперів на інфраструктуру ринку відображено на рис. 3.2.

Як видно з рис. 3.2, формування на ринку цінних паперів сегменту ринку SRI призводить до виникнення відповідної спеціалізованої інфраструктури ринку SRI, що формується, насамперед, в частині регулятивних та торгівельних суб'єктів, які разом з орієнтованими на соціальну відповідальність суб'єктами інформаційно-аналітичної інфраструктури створюють сприятливі умови для ефективної реалізації інтересів учасників ринку SRI. Функції з управління або здійснення угод SRI реалізуються звичайними суб'єктами інфраструктури фондового ринку – емітентами, інвесторами та фінансовими посередниками, які в своїй діяльності використовують принципи, критерії та методи соціально-відповідального інвестування.

Отже, специфіка інфраструктури ринку SRI проявляється, насамперед, у формуванні спеціалізованої ринкової інфраструктури, яка враховує відповідні зміни у складі та якісних характеристиках емітентів і посередників на ринку цінних паперів під дією жорстких соціально орієнтованих вимог інвесторів.

До учасників ринку SRI відносяться як фізичні і юридичні особи, що інвестують власні кошти, так і посередники – професійні учасники фондового ринку, що враховують соціальні, етичні, екологічні чинники і практику корпоративного управління емітентів при ухваленні інвестиційних рішень.



Рис. 3.2 Учасники і інфраструктура ринку SRI як сегменту ринку цінних паперів

Джерело: авторська розробка

Інституціональний і роздрібний сегменти ринку SRI значно розрізняються між собою по кількісних і якісних параметрах: домінуючим за обсягами активів є інституціональний сегмент, активи якого у США і країнах ЄС складають близько 8,87 трлн. дол. США [132]. Проте за останні 2 роки виявляється тенденція до зростання частки роздрібних інвесторів, особливо інвесторів з високим рівнем доходу в структурі SRI країн ЄС. Основні види інституційних інвесторів на ринку SRI, діяльність яких передбачається світовою практикою, подано в табл. 3.7. Найбільш популярною формою здійснення SRI фізичними особами є пайові інвестиційні фонди (взаємні фонди). В середині 2010 р. у Європі функціонувало 879 взаємних фондів SRI, в управлінні яких знаходилося близько 75 млрд. євро, а в США – 250 взаємних фондів, в управлінні яких знаходилося близько 316 млрд. дол. США [165, 156].

У рамках SRI ключовою є добровільність участі в інвестуванні, тому важливий перехід від адміністративного підходу до підходу стимулюючому. В зв'язку з цим актуальним є саморегулювання, засноване на добровільному виконанні учасниками ринками вимог і рекомендацій міжнародних і інших організацій по розкриттю нефінансової інформації про свою діяльність. Так, наприклад, в 2006 р. були розроблені Принципи відповідального інвестування (PRI), що визначають загальні умови виконання інвесторами критеріїв ESG- чинник ((Environment, Social, Corporate Government – екологічних, соціальних та критеріїв корпоративного управління), які прийняли 540 організацій в 2009 р. Ряд бірж ввели вимоги про розкриття інформації про ESG чинників в правила лістингу і IPO або Кодекс корпоративного управління (наприклад, Біржа Малайзії, Йоханнесбургская біржа, Австралійська біржа).

Особливістю інфраструктури ринку SRI є формування мережі спеціалізованих інформаційно-аналітичних організацій і агентств (наприклад, EIRIS, ETHIBEL, KLD Research & Analytics та ін.), що здійснюють збір і аналіз інформації про компанії за критеріями SRI, проводять розробку та оприлюднення спеціальних фондових індексів SRI (таких як – Domini Social Index 400, Dow Jones Sustainability US Index та ін. Також важливими учасниками є спеціалі-

зовані асоціації і форуми в області SRI, що виконують інформаційні і дослідницькі функції (США - US SIF, Великобританія - UK Social Investment Forum, Азія - Association for Sustainable and Responsible Investment), а також громадські організації, сприяючі розвитку SRI (Interfaith Center on Corporate Responsibility, Investor Responsibility Research Center та ін.).

Таблиця 3.7

Склад інституційного сегменту SRI ринку цінних паперів

Суб'єкт ринку	Характеристика
Соціально-відповідальні фонди/компанії, що управляють, інвестиційні банки	Соціально-відповідальні взаємні фонди (фонди, що працюють з великим числом вкладників, інвестиції яких, як правило, розподілені серед великої кількості різних підприємств). Індивідуально керовані рахунки (Separately managed account), де склад портфеля коригується з урахуванням інтересів конкретного інвестора і його очікувань від SRI
Ендаумент фонди	Цільові фонди, призначені для використання в некомерційних цілях, як правило, для фінансування некомерційних організацій освіти, медицини, культури тощо. Вони наповнюються переважно за рахунок добродійних пожертвувань. Фонд може інвестувати свої кошти з метою отримання доходу, проте зобов'язаний направляти увесь отриманий дохід на користь тих організацій, для підтримки яких він був створений.
Державні і приватні пенсійні фонди	Не є в чистому вигляді інвестиційними компаніями, але за специфікою діяльності працюють саме на ринку SRI. У багатьох країнах (США, Великобританія, Франція, Австралія та ін.) були введені вимоги щодо обов'язковості участі пенсійних фондів у SRI та розкриттю інформації про обсяги та умови такої участі
Страхові компанії	Якщо вони за своєю специфікою працюють на ринку SRI та враховують ESG-чинники в своїй діяльності
Фінансові інститути розвитку місцевих співтовариств (Community Development Financial Institution - CDFI)	Попирений у США вид приватних фінансових інститутів, що спеціалізуються на видачі персональних і корпоративних кредитів в місцевих співтовариствах. Разом з приватними і інституціональними інвестиціями, подібні установи отримують субсидії з Казначейства США. У США працюють декілька сотень подібних організацій, серед яких центри мікрофінансування, банки розвитку місцевих співтовариств (community development banks), місцеві кредитні установи (community development loan funds), фонди підтримки малих підприємств (microenterprise funds) і венчурні фонди (venture funds). У даному випадку інвестиції спрямовуються безпосередньо в організації, а не на фінансовий ринок, що дозволяє досягти більшого соціального ефекту, оскільки усуваються посередники між фінансовим інститутом та об'єктом інвестування.
Соціально-відповідальні банки	Пропонують інвесторам фінансові продукти і послуги із застосуванням методів SRI (банківські ощадні рахунки, соціально і екологічно-відповідальні іпотечні кредити і ін.).

Джерело: складено автором

SRI на ринку цінних паперів властиві такі ознаки, що визначають його специфіку порівняно з іншими видами інвестування:

- інвестиції спрямовані на досягнення фінансових цілей інвестора, але при цьому також орієнтовані на чинення позитивної дії на суспільство, довкілля, соціальний розвиток;
- у основу SRI закладено критерії соціальної відповідальності, за допомогою яких здійснюється відбір об'єктів інвестування і проявляється відповідальність інвестора за наслідки його інвестицій, а саме соціальні, екологічні, етичні і критерії, пов'язані з корпоративним управлінням;
- для досягнення бажаних результатів і цілей SRI використовуються методи – відбору (screening) і дії (shareholder advocacy);
- формується специфічна інфраструктура ринку SRI, яка реалізує функції інформаційно-аналітичного забезпечення процесу інвестування та надає можливість ефективно диференціювати об'єкти інвестування за озкою їх відповідності критеріям соціальної відповідальності.

У першу чергу, SRI як окремий напрям інвестування представлений на фондових ринках розвинених країн, але поступово він знаходить застосування в країнах, що розвиваються. В Україні SRI практично не представлено, хоча може стати важливим інструментом для вирішення існуючих соціальних, економічних і екологічних проблем. Розвиток SRI в Україні та відповідна трансформація ринкової інфраструктури сприятиме залученню на вітчизняний ринок цінних паперів довгострокових іноземних інвесторів, підвищенню якості корпоративного управління і інформаційної відкритості українських компаній, розвитку практик корпоративної соціальної відповідальності і, як наслідок, підвищенню якості життя населення і поліпшенню екологічної обстановки. У рамках SRI ключовою є добровільність участі в інвестуванні, тому важливий перехід від адміністративного підходу до підходу стимулюючого. В зв'язку з цим актуальним є саморегулювання, засноване на добровільному виконанні учасниками ринками вимог і рекомендацій міжнародних і

інших організацій по розкриттю нефінансової інформації про свою діяльність.

Висновки до розділу 3

1. Економіка України об'єктивно потребує нарощення ємності національного фондового ринку за рахунок притоку іноземного інвестиційного капіталу, що можливе лише за умови зниження трансакційних витрат, підвищення конкурентоспроможності біржових структур, активізації взаємодії всіх елементів інфраструктури, в тому числі консолідації її торговельних та розрахункових складових.

2. Фондовий ринок України повинен розвиватися шляхом концентрації та централізації торгівлі, що у сучасних умовах господарювання може передбачати інтеграцію фондових ринків СНД з метою формування інтегрованого торгового простору на ринку цінних паперів. В роботі визначино, що така інтеграція має передбачати забезпечення взаємного допуску і впровадження віддаленого доступу учасників ринку до торгів на біржах цих країн; стандартизацію технологій клірингу, управління ризиками, продуктової лінійки; створення інтегрованого депозитарного простору і інтегрованого інформаційного простору фінансових ринків, а також гармонізацію національного законодавства на базі міжнародних рекомендацій з регулювання, контролю і нагляду на фінансовому ринку.

3. Діяльність фондового ринку України на основі централізованої моделі, що передбачає об'єднання біржової, депозитарної інфраструктур фондового ринку України та інформаційно-технічного забезпечення, дасть змогу забезпечити вищий рівень прозорості фінансово-економічних процесів на організованому та неорганізованому ринках цінних паперів за рахунок відмови від розмежування торговельної та облікової функцій, прискорити про-

цес органічної адаптації українського ринку цінних паперів до міжнародних вимог.

4. В роботі запропоновано науково-методичний підхід щодо визначення оптимального кількісного складу та рівневого структурування торговельної інфраструктури фондового ринку, який заснований на використанні математичної інформаційної моделі інфраструктури фондового ринку, як системи посередницьких зв'язків з обміну інформацією, утворення яких супроводжується трансакційними витратами.

5. Автором запропоновано методичний підхід до розрахунку показника ефективності інфраструктури фондового ринку як співвідношення економії на трансакційних витратах, що виникає в торговельній системі фондового ринку в наслідок посередницької діяльності торговців цінними паперами, та доходами цих посередників, що виступають у якості витрат формування та використання інфраструктурних послуг. Даний показник може використовуватися в процесі обґрунтування змін кількісного складу професійних торговців на ринку цінних паперів при ліцензуванні їх діяльності регулятором ринку.

Результати наведених розрахунків вказують на те, що фактична модель формування торговельної інфраструктури фондового ринку України є дворівневою. При цьому кількість вже існуючих професійних торговців цінними паперами в Україні є наближеною до гранично допустимого максимального показника, який дозволяє з найвищою ефективністю обслуговувати існуючу в Україні кількість потенційних продавців та покупців цінних паперів.

6. Вивчення сучасних загальносвітових тенденції розвитку фондових ринків дозволило зробити висновок про виокремлення у їх складі нового окремого сегменту – ринку соціально-орієнтованих інвестицій (SRI), покликаного обслуговувати обіг інвестиційного капіталу соціальної та екологічної спрямованості. SRI на ринку цінних паперів властиві такі ознаки, що визначають його специфіку порівняно з іншими видами інвестування:

– інвестиції спрямовані на досягнення фінансових цілей інвестора, але при цьому також орієнтовані на чинення позитивної дії на суспільство, довкілля, соціальний розвиток;

– у основу SRI закладено критерії соціальної відповідальності, за допомогою яких здійснюється відбір об'єктів інвестування і проявляється відповідальність інвестора за наслідки його інвестицій, а саме соціальні, екологічні, етичні і критерії, пов'язані з корпоративним управлінням:

– для досягнення бажаних результатів і цілей SRI використовуються методи – відбору (screening) і дії (shareholder advocacy).

Відповідно до потреб обслуговування ринку SRI як окремого сегменту ринку цінних паперів формується специфічна інфраструктура, яка реалізує функції інформаційно-аналітичного забезпечення процесу інвестування та надає можливість ефективно диференціювати об'єкти інвестування за озкою їх відповідності критеріям соціальної відповідальності.



State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"
Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНЬСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ"
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

ВИСНОВКИ

У дисертації представлено теоретичне узагальнення та запропоновано нове вирішення науково-прикладної задачі, яка полягає в розвитку науково-методичних засад та розробці практичних рекомендацій щодо формування ефективної інфраструктури фондового ринку України.

За результатами дисертаційного дослідження зроблено наступні висновки:

1. У роботі обґрунтовано авторський погляд на місце фондового ринку у складі фінансового ринку, який на відміну від існуючих, передбачає доповнення першого рівня структурування фінансового ринку поряд з ринком грошей та ринком капіталів строковим ринком, який у частині обігу похідних цінних паперів входить до складу ринку цінних паперів. Відповідно, ринок цінних паперів складається з ринку комерційних цінних паперів та фондового ринку, який виникають на основі поєднання ринку боргових цінних паперів (із складу ринку грошей) та ринку акцій (із складу ринку капіталів) з строковим ринком, що працює з форвордними та опціонними контрактами.

2. Проведено дослідження сутності трансакційних витрат, обґрунтовано, що всі витрати ринку цінних паперів є за своєю природою трансакційними, а також виявлено характер та напрям впливу різних форм трансакційних витрат на формування інфраструктури фондового ринку.

3. Узагальнення різних функціональних властивостей інфраструктури із врахуванням цільового спрямування ІФР, дозволило виділяємо чотири її основні функції (посередницька, організаційна, технічна, інформаційна), кожна з яких реалізується окремою підсистемою інфраструктури: Ураховуючи функціональний зв'язок підсистем ІФР, запропонована авторська декомпозиція її функцій та завдань.

4. Загальна динаміка кількісних показників щодо діяльності професійних учасників на ринку цінних паперів України свідчить про відносну стабілізацію складу та результатів діяльності суб'єктів його інфраструктури. Це є ознакою завершення формування кількісного складу ІФР України відповідно до потреб обслуговування потоків інвестиційних ресурсів, опосередкованих такими фінансовими інструментами, що виникають в економіці країни з врахуванням сучасних макроекономічних показників її функціонування.

5. Проведене дослідження стану функціонування елементів ІФР України в розрізі основних видів професійної діяльності дозволяє зробити висновок, що сформована інфраструктура в цілому задовольняє потребам обслуговування обороту інвестиційних ресурсів, що вже наявні на інвестиційних ринках України. Проте ефективність її функціонування є недостатньою для повноцінного задоволення інвестиційних потреб суспільства, стимулювання притоку іноземного інвестиційного капіталу, мінімізації ризиків та трансакційних витрат учасників ринку.

6. Оцінка загального стану ринку цінних паперів України дозволяє стверджувати, що в цілому динаміка та якість його основних показників є задовільною та вказує на наявність позитивних тенденцій розвитку. Проте показники ефективності функціонування ІФР України вказують, що вона не є достатньо ефективною (низькою є ефективність ринку цінних паперів щодо залучення інвестицій, частка біржового ринку в загальному обсязі торгів та співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП).

7. З урахуванням динамічної активізації сучасних процесів глобалізації світових ринків цінних паперів важливим напрямом становлення фондових ринків із слаборозвинутою інфраструктурою, до кола яких належить фондовий ринок України, на нашу думку, може бути консолідація національної ІФР з іноземними. Враховуючи подібність тенденцій та проблем соціально-економічного розвитку, становлення національних фінансових та економічних систем для України основним напрямом такої консолідації має стати вза-

емодія з фондовими ринками країн – учасниць СНД. Така інтеграція має передбачати забезпечення взаємного допуску і впровадження віддаленого доступу учасників ринку до торгів на біржах цих країн; стандартизацію технологій клірингу, управління ризиками, продуктової лінійки; створення інтегрованого депозитарного простору і інтегрованого інформаційного простору фінансових ринків, а також гармонізацію національного законодавства на базі міжнародних рекомендацій з регулювання, контролю і нагляду на фінансовому ринку. Діяльність фондового ринку України на основі централізованої моделі, що передбачає об'єднання біржової, депозитарної ІФР України.

8. Запропоновано науково-методичний підхід щодо визначення оптимального кількісного складу та рівневого структурування торгівельної ІФР, а також підхід до розрахунку показника ефективності ІФР як співвідношення економії на трансакційних витратах, що виникає торгівельній системі фондового ринку в наслідок посередницької діяльності торговців цінними паперами, та доходами цих посередників, що виступають у якості витрат формування та використання інфраструктурних послуг. Даний підхід може використовуватися в процесі обґрунтування змін кількісного складу професійних торговців на ринку цінних паперів при ліцензуванні їх діяльності регулятором ринку.

9. Вивчення сучасних загальносвітових тенденції розвитку фондових ринків дозволили зробити висновок про виокремлення у їх складі нового окремого сегменту – ринку соціально-орієнтованих інвестицій (SRI), покликаного обслуговувати обіг інвестиційного капіталу соціальної та екологічної спрямованості. Відповідно до потреб обслуговування ринку SRI як окремого сегменту ринку цінних паперів в Україні має бути сформована специфічна ІФР, яка реалізує функції інформаційно-аналітичного забезпечення процесу інвестування та надає можливість ефективно диференціювати об'єкти інвестування за ознакою їх відповідності критеріям соціальної відповідальності. У

роботі визначено складові елементи та напрями діяльності інфраструктури ринку соціально-орієнтованих інвестицій.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковані автором в роботах [89, 50, 52, 110, 55, 56, 57].



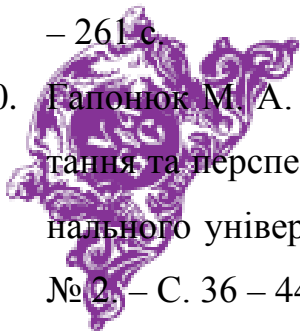
Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг / М. Ю. Алексеев. – М. : Финансы и статистика, 1992. – 352 с.
2. Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. / Б. И. Алехин. – М. : Финансы и статистика, 1991. – 160 с.
3. Алчян А. Производство, стоимость информации и экономическая организация / А. Алчян, Г. Демсец. // Вехи экономической мысли - Том 5: Теория отраслевых рынков - Санкт-Петербург. Экономическая школа, 2003. - С. 280-317.
4. Архиреев С.И. Трансакционные издержки институционализации фондового рынка / С. И. Архиреев, Я. В. Зинченко. – Х. : ХНУ ім. В.Н.Каразіна, 2005. – 248 С.
5. Аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку [Електронний ресурс] / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>. – Назва з екрану.
6. Бердникова Т. Б. Модернизация безопасности национального фондового рынка: проблемы и поиск решения / Т. Б. Бердникова // Проблемный анализ и государственно-управленческое проектирование. – 2010. – №1. – Т. 3. – С. 30–46.
7. Бердникова Т. Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело : учеб. пособ. / Т. Б. Бердникова. - М. : ННФА-М, 2002. - 270 с.
8. Берзон Н. И. Фондовый рынок : учебное пособие для высших учебных заведений экономического профиля. / Н. И. Берзон, Е. А. Буянова, М. А. Кожевников, А. В. Чаленко. – М. : Вита – Пресс, 1998. – 400 с.
9. Белявцев М.І. Інфраструктура товарного ринку / Белявцев Михайло Іванович, Шестопалова Людмила Володимирівна ; М.І. Белявцев, Л.В. Шестопалова ; Донецк. нац. ун-т. - К. : Центр навчальної літератури, 2005. - 416с.

10. Бланк И.А. Основы инвестиционного менеджмента [Текст]: в 2 т. – К.: Эльга-Н, Ника-Центр, 2001. – Т.2. – 512 с.
11. Болдуй, Г. А. Производственная инфраструктура пищевой промышленности [Текст]. – К. : Техника, 1985. – 128с.
12. Большой экономический словарь. 25 000 терминов/ ред. А. Н. Азрилиян. - 6-е изд., доп.. - М.: Ин-т новой экономики, 2004. - 1376 с.
13. Большой энциклопедический словарь: философия, социология, религия, эзотеризм, политэкономия/ ред. С. Ю. Солодовников. - Минск: Минская фабрика цветной печати, 2002. - 1008 с.
14. Бороздин П. Ю. Ценные бумаги и фондовый рынок : учеб. пособ. / П. Ю. Бороздин. - М. : МГОУ, Институт экономики и права, 1994. - 170 с.
15. Бюлетень биржевої статистики [Електронний ресурс] / Міжнародна Асоціація Бирж Стран СНГ. – Режим доступу: <http://mab.micex.ru/papers/249/20111004113023.pdf>.
16. Войтович Р.В. Вплив глобалізації на систему державного управління (теоретико-методологічний аналіз): Монографія / За заг. ред. д-ра філос. наук, проф. В.М.Князева. - К.: Вид-во НАДУ, 2007. - 680 с.
17. Василик О. Д. Теорія фінансів : підручник. / О. Д. Василик. – К. : НІОС, 2003. – 416 с.
18. Волощук, Г. А. Инфраструктура торговли [Текст]. – К : Віща школа, 1989. – 222с.
19. Гальчинський А. П. Економіка знань: виклики глобалізації та Україна / А.П.Гальчинський, С.В. Львовчкін, В.П.Семиноженка. – К. : НІСД, 2004. – 261 с.
20. Гапонюк М. А. Інфраструктура фондового ринку України: проблемні питання та перспективи розвитку / М. А. Гапонюк. // Збірник праць Національного університету державної податкової служби України. – 2010. – № 2. – С. 36 – 44.



21. Головка, А. Інфраструктура ринку: прогноз вітчизняної моделі та факторів, що її визначають [Текст] // Фінансовий ринок України. – 2007. – № 1(39). – С. 8-13.
22. Головнин М. Ю. Перспективы совместного развития инфраструктуры фондовых рынков в странах ЕвразЭС / М. Ю. Головнин // Евразийская экономическая интеграция. – 2009. – №1 (2). – С. 41-48.
23. Директива Совета Европейского Сообщества 82/148/ЕЕС // Матеріали до круглого столу "Нові орієнтири та шляхи подільшого розвитку фондового ринку в Україні". - К.: ДКЦПФР - USAID, 2000. – С. 38-40
24. Долан Э. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика: Пер. с англ. - С.-Пб.: Питер ком, 1994. - 496 с.
25. Дранник Е. В. Вплив глобалізаційних процесів на фондовий ринок України / Е. В. Дранник // Розвиток фінансових методів державного управління національною економікою: зб.наук.праць / ДонДУУ. – Донецьк: ДонДУУ, 2012. – т. XIII. – С. 172 - 179 – (серія —Економіка; вип. 218).
26. Думная Н. Н. Формирование международных интегрированных рынков в условиях глобализации [Электронный ресурс] / Н. Н. Думная, М. А.Петров. — Режим доступа: http://www.mirkin.ru/_docs/_dumnaya/integro.pdf
27. Економічна енциклопедія: у 3 томах / Відп. ред. С.В. Мочерний. – К. : Видавничий центр «Академия», 2001. – Т.3 – 952с.
28. Єпіфанов, А. О. Інфраструктура фондового ринку як інституціолізована форма трансакції [Текст] / А. О. Єпіфанов, Р.В.Коробка // Вісник Української академії банківської справи. - 2012. - №2 (33) . - С. 3-7
29. Желіхівська, А.М. Визначення ефективності функціонування інститутів інфраструктури фондового ринку України/ А. М. Желіхівська //Фондовый рынок. - 2009. - N 40. - С. 12-18.
30. Загорський В. С. Розвиток ринку цінних паперів : монографія / В. С. Загорський. – Х. : ВД «Інжек», 2006. – 192 с.

31. Загородній А. Г. Фінансово-економічний словник / А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк. – К. : Знання, 2007. – 1072 с.
32. Задоя, А.А. Основы экономической теории: учебное пособие/ А. А. Задоя, Ю. Е. Петруня. - М.: Рыбари, 2000. - 479 с.
33. Зимин А. И. Инвестиции : вопросы и ответы / А. И. Зимин. – М. : ИД «Юриспруденция», 2006. – 256 с.
34. Иванов В.М. Финансовый рынок: Конспект лекций./ В.М. Иванов. – К. : МАУП, 1999. – 112 с.
35. Иванов Г.И. Инвестиции: сущность, виды, механизмы функционирования [Текст] / Г.И. Иванов. – Ростов н/Д: Феникс, 2002. – 352 с. (серия «Учебники, учебные пособия»).
36. Инфраструктура и интенсификация экономики [Текст]. – М. : Наука, 1980. – 192 с. – Проблемы советской экономики.
37. Іваницька О.М. Фінансові ринки : навч. посібник. / О.М. Іваницька. – К. : Вид-во УАДУ, 1999. – 96 с.
38. Інфраструктура товарного ринку : теоретичні засади: підручник/ Мін-во освіти і науки України, Донецький нац. ун-т економіки і торгівлі ім. М. Туган-Барановський; ред. О. О. Шубін. - К.: Знання, 2009. - 379 с.
39. Калина А. В. Рынок ценных бумаг (теория и практика) : учеб. пособ. / Калина А. В., Корнеев В. В., Кошечев А. А. - 2-е изд., перераб. и доп. - К. : МАУП, 1999. - 256 с.
40. Карпінський Б.А. Фінансова система : навчальний посібник / Б. А. Карпінський, О.В. Герасименко. – К. : Центр навчальної літератури, 2003. – 184 с.
41. Килячков А.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / А. А. Килячков, Л. А. Чаадаева. – М. : Юристъ, 2000. – 704с.
42. Киселева Т. Исследования социально-экономических и политических процессов. Практикум. / Т. Киселева - Питер. М.: 2006 - 445 с.
43. Клименко В. В. Особливості формування фондового ринку України у контексті фінансової безпеки держави : дис. на здобуття наук. ступеня

канд. економ. наук зі спеціальності 08.01.01 - економічна теорія/
В. В. Клименко ; Київський національний університет імені Тараса Шевченка. – К., 2002. – 210 с.

44. Коваленко, М.Є. Концепція інфраструктури у фінансовому секторі економіки/ М. Є. Коваленко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. –Т. 16. - С.298-306.
45. Колесник В. В. Введение в рынок ценных бумаг / В. В. Колесник. - К. : А.Л.Д., 1995, - 176 с.
46. Колесова И. В. Фондовый рынок и депозитарная система Украины / И. В. Колосова. - К., 2000. - 99 с.
47. Колмыкова Л.И. Фундаментальный анализ финансовых рынков [Текст] / Л.И. Колмыкова. – 2-е изд. – СПб.: Питер, 2006. – 228 с.
48. Кондратьев В. Б. Инфраструктура и экономический рост / В. Б. Кондратьев ; В. Б. Кондратьев // Мировая экономика и международные отношения. - № 11. - 2011. - С. 18-24.
49. Копылова О. В. Перспективы развития инфраструктуры фондового рынка Украины после слияния ПФТС и ММВБ / О. В. Копылова. // Вестник Одесского национального университета. – Т. 17. – Серия «Экономика». – В. 20 – С. 122-130.
50. Корнійчук О. Формування конкурентоспроможного фондового ринку України в контексті європейського досвіду [Електронний ресурс] / О.Корнійчук // Центр вивчення проблем національних інтересів України Київського гуманітарного інституту. – Режим доступу: <http://soskin.info/ea/2005/11-12/20051113.html>. – Назва з екрану.
51. Коробка, Р. В. Напрями удосконалення організації та функціонування фондового ринку України [Текст] / Р. В. Коробка, І. М. Сіроштан // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. пр. / Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". - Суми, 2011. - Вип. 33. - С. 285-292.

52. Коробка Р. В. Розвиток інфраструктури фондового ринку України в умовах глобалізаційних процесів / Р. В. Коробка // Розвиток фінансових методів державного управління національною економікою: зб.наук.праць / ДонДУУ. – Донецьк: ДонДУУ, 2012. – т. XIII. – С. 126 - 134. – (серія —Економіка; вип. 218).
53. Коробка Р.В. Критерії та умови оптимальності розвитку інфраструктури фондового ринку України [Текст] / Р. В. Коробка // Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту. – Серія: економіка і менеджмент. – 2012. - №3(13). – С. 153-161.
54. Коробка, Р. В. Вплив стану інфраструктури на розвиток фондового ринку України [Текст] / Р. В. Коробка // Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія : Економічні науки : Випуск 32 : У трьох частинах. – Черкаси : ЧДТУ, 2012. – Частина III. – С. 176-183.
55. Коробка, Р. В. Вплив глобалізаційних процесів на розвиток інфраструктури фондового ринку України [Текст] / Р. В. Коробка, В. В. Роєнко // Фінансова політика як складова економічного розвитку : збірник тез доповідей Всеукраїнської науково-практичної конференції (18-19 квітня 2012 р.) / Київський національний торговельно-економічний університет. – Київ, 2012. – С. 195-196.
56. Кремень, В. М. Особливості оцінювання рівня фінансової інтегрованості країни [Текст] / В. М. Кремень, Р. В. Коробка // Міжнародна банківська конкуренція : теорія і практика: збірник тез доповідей V Міжнародної науково-практичної конференції (24 - 25 травня 2012 р.) : у 2-х т./ Державний вищий навчальний заклад "УАБС НБУ". - Суми: ДВНЗ "УАБС НБУ", 2012. - Т. 2. - С. 95-96.
57. Коробка, Р. В. Готовність інфраструктури фондового ринку України до впровадження в обіг іноземних цінних паперів [Текст] / Р. В. Коробка, Охріменко І. О. // Економіка та менеджмент : перспективи розвитку 6 матеріали II міжнародної науково-практичної конференції, м. Суми, 22-

24 червня 2012 р. / за аг. ред. О. В. Прокопенко. – Суми : СумДУ, 2012. – С. 68-69

58. Косадій, Р.П. Роль фінансової інфраструктури в розвитку сільського господарства/ Р. П. Косадій //Економіка АПК. - 2006. - N 3. - С.27-34.
59. Котилко, В. В. Производственная инфраструктура [Текст] : Размещение и территориальное планирование. – М. : Наука, 1986. – 80с. – Проблемы советской экономики.
60. Коуз, Рональд. Фирма, рынок и право [Текст] : Пер. с англ. – "Дело ЛТД" при участии изд-ва "Catallaxy". – М. : Дело, 1993. – 192с.
61. Кравченко Ю. Я. Рынок ценных бумаг: Учеб. пособ. (2-е изд.). – К.: Дакор, КНТ, 2006. – 712 с.
62. Кравченко, Ю. Рынок ценных бумаг в вопросах и ответах: учебное пособие/ Ю. Кравченко. - 2-е изд., перераб. и доп. - К.: Ника-Центр, 2005. - 536 с.
63. Криворучко, С. В. Платежно-расчетная инфраструктура российского рынка ценных бумаг [Текст] // Банковское дело. – 2011. – № 11. – С. 42-49.
64. Кузнєцова Н. С. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування / Н. С. Кузнєцова, І. Р. Назарчук. - К. : Юрінком Інтер, 1998. – 528 с.
65. Лансков П. Развитие инфраструктуры финансового рынка и оптимизация его регулирования / П. Лансков. // Рынок ценных бумаг. – 2008. – №9. – С. 14-18.
66. Лапінко З. Я. Завдання і функції інфраструктури ринку цінних паперів / З. Я. Лапінко. // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики : Збірник наукових праць. – Х. : ХІБС УБС НБУ, 2009. – № 2 (7) – Режим доступу : [http://khibs.edu.ua/2\(7\)2009/index.html](http://khibs.edu.ua/2(7)2009/index.html).
67. Лузан, Ю.Я. Удосконалення ринку фінансових послуг як передумова розвитку аграрного виробництва/ Ю. Я. Лузан //Економіка АПК. - 2009. - N 8. - С. 69-75.

68. Львовичкін, С. Фінансова інфраструктура ринкової економіки: концептуальні підходи [Текст] // Економіка України. – К. – 2008. – № 11. – С. 57-71.
69. Лякин А. Н. Рынок ценных бумаг : учеб. пособ. / А. Н. Лякин, А. А. Лапинская; под общ. ред. А. Н. Лякина. - СПб. : Поиск, 2001. - 160 с.
70. Маганов, В. В. Инновационная инфраструктура неоллиберальной экономики [Текст] // Банковские услуги. – Москва. – 2012. – № 1. – С. 12-20.
71. Маркс, К. Капитал. Критика политической экономии. Т.2 : Процесс обращения капитала [Текст]. – М. : Политиздат, 1988. – 654с. – с. 289-315.
72. Матюхин, В. Общероссийская система электронной торговли: технологическая инфраструктура и принципы организации [Текст] // Проблемы теории и практики управления. – Москва. – 2009. – № 12. – С. 8-13.
73. Мельник В. А. Ринок цінних паперів. Довідник керівника підприємства. Спеціальний випуск. – К.: АЛД, ВІРА-Р, 1998. – 560 с.
74. Мендрул О.Г. Ринок цінних паперів: Навчальний посібник / Мендрул О.Г., Шевчук І.А. - К.: КНЕУ, 1998. - 152 с.
75. Милошик В. І. Проблеми визначення трансакційних витрат / В. І. Милошик. // Наукові записки. – 2000. – Т. 18 : Економічні науки. – С. 47-50.
76. Миркин Я. М. Интеграция финансовых рынков СНГ: механизм ускорения [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.mirkin.ru/_docs/articles06-001.pdf.
77. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. / Я.М. Миркин. – М. : Перспектива, 1995. – 550 с.
78. Мишкін Ф.С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків. Пер. з англ. - К.: Основи, 1998. - 963 с.

79. Мозговий О. М. Ринок цінних паперів: регуляторна структуризація в умовах глобалізації / О. М. Мозговий, Д. Г. Лук'яненко // Ринок цінних паперів України. — 2005. — № 9-10. — С. 3-11.
80. Мозговий О. Фондовий ринок / О. Мозговий. - К. : КНЕУ, 1999. — 316 с.
81. Молодкин А. Ю. Об инфраструктуре рынка ценных бумаг Российской Федерации [Электронный ресурс] / А. Ю. Молодкин // Аудит и финансовый анализ. — 2009. — № 1. — Режим доступа: <http://www.auditfin.com/fin/2009/1/Molodkin/Molodkin%20.pdf>. — 01.05.2012. — Название с экрана.
82. Мошенський С. З. Соціально відповідальне інвестування: сутність та перспективи розвитку / С. З. Мошенський ; Житомирський державний технологічний університет. // Проблеми теорії та методології бухгалтерського обліку, контролю і аналізу. — 2011. — Випуск 3 (21). — С. 258 – 265.
83. Недашківський, М.М. Формування ринкової інфраструктури та її вплив на інвестиційний процес/ М. М. Недашківський //Науковий вісник. - 1999. - N 1. - С.97-103.
84. Норт Д. К. Институты и экономический рост: историческое введение / Д. К. Норт. — М. : Thesis, 1993. — Т.1. — Вып.2 — С.69 -91.
85. Носова, С. С. Социалистическая инфраструктура в воспроизводственном процессе [Текст]. — М. : Экономика, 1984. — 160с.
86. Овчинников В. Инфраструктура рынка ценных бумаг: настоящее и будущее / В. Овчинников // Рынок ценных бумаг. - 1996. - №15. - С. 48-51.
87. Овчинников В. В. Путь к совершенству мирового рынка ценных бумаг. — М.: КомпьюЛог, 1998. — 488 с.
88. Озаріна О.В. Розвиток ринку цінних паперів України в умовах фінансової глобалізації / О.В.Озаріна, Ю.А. Бондаренко // Донецький національний університет економіки і торгівлі імені Михайла Туган-Барановського / Інвестиційна діяльність та фондовий // Економічні науки. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.rusnauka.com>.

89. Олейник А. Институциональная экономика / А. Олейник. // Вопросы экономики. –1999. – № 5-6. – с. 151 – 158.
90. Опарін В. М. Фінанси (Загальна теорія) : навч. Посібник / В. М. Опарін. – 2-ге вид., доп. і перероб. – К.: КНЕУ, 2001. – 240 с.
91. Оскольський В.В. Ринок цінних паперів України: проблеми функціонування і розвитку. - К.: КСУ, 1996. - 148 с.
92. Павлов В.І. Цінні папери в Україні [Текст]: навчальний посібник / В. І. Павлов, І.І. Пилипенко, І.В. Кривов'язюк. – Видання 2-ге, доповнене. – К.: Кондор, 2004. – 400 с.
93. Параниця, Н. В. Стан фінансового ринку в Україні та його вплив на розвиток економіки/ Н. В. Параниця //Формування ринкових відносин в Україні. - 2011. - N 10. - С. 41-45.
94. Пасічник В.Г. Інфраструктура товарного ринку / В. Г. Пасічник, О. В. Акіліна ; В.Г. Пасічник, О.В. Акіліна ; Ін-т муніцип. менеджменту та бізнесу. - К. : ЦНЛ, 2005. - 136с.
95. Пасс, К.. Словарь по экономике Collins: : пер. с англ/ К. Пасс, Б. Лоуз, Л. Дэвис. - СПб.: Эконом. школа, 2004. - 752 с. - (Библиотека "Экономической школы").
96. Пахненко, О. М. Фондово-страхова інтеграція у забезпеченні покриття катастрофічних ризиків / О. М. Пахненко, Р. В. Коробка // Нові вектори розвитку страхового ринку України [Текст] / О. В. Козьменко, С. М. Козьменко, Т. А. Васильєва та ін. – Суми: Університетська книга, 2012. – С. 102-118
97. Петруня Ю.Є. Непрофесійні суб'єкти ринку акцій України. - К.: Знання, КОО, 1999. - 262 с.
98. Пластун, О. Л. Біржі як важливе джерело інформації та перспективний інструмент у боротьбі з інформаційною асиметрією [Текст] / О. Л. Пластун, Р. В. Коробка // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей XV Всеукраїнської науково-практичної конференції (8-9 листопада 2012 р.) / Державний вищий на-

вчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2012. – С. 159-161

99. Приватизація, інвестиції та фондовий ринок: правові засади та практика: У 4 т./ Гранцев І. В., Довгий С. О., Коляденко В. А., Литвин В. М., Лозова Т. І. – Т. 4: Цінні папери та фондовий ринок. – К. Укртелеком, 2001. – 725 с.
100. Про визначення операцій, що не відносяться до торгівлі цінними паперами як виду професійної діяльності: рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку з цінних паперів від 29 жовтня 2002 р. № 321 (зі змінами і доповненнями) // Офіційний сайт Верховної Ради України. – www.rada.gov.ua.
101. Про затвердження змін до Положення про реєстрацію фондових бірж та торговельно-інформаційних систем і регулювання їх діяльності: рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку з цінних паперів від 4 вересня 2003 р. № 364 // Офіційний сайт Верховної Ради України. – www.rada.gov.ua.
102. Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів : Закон України від 10 грудня 1997 р. № 710/97-ВР (зі змінами і доповненнями) // Офіційний сайт Верховної Ради України. – www.rada.gov.ua.
103. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV (із змінами та доповненнями) [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. // Законодавство України. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>. – 02.05.2012. – Назва з екрану.
104. Райзберг Б.А. Современный экономический словарь / Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева. – 2-е изд., испр. М. : ИНФРА-М, 1999. – 479 с.

105. Рекуненко, І. І. Інфраструктура ринку: елементи та значення в ринковій економіці [Текст] // Економіка, фінанси, право. – Київ. – 2011. – № 11-12. – С. 14-18.
106. Рекуненко, І.І. Особливості правового регулювання інфраструктури фінансового ринку України в сучасних умовах/ І. І. Рекуненко // Вісник Української академії банківської справи. - 2009. - N 2. - С. 13-17.
107. Рекуненко, І.І. Роль та місце інфраструктури ринку в ринковій економіці/ І. І. Рекуненко, Р. В. Коробка // Вісник Української академії банківської справи. - 2011. - N 2. - С. 20-24.
108. Рекуненко, І.І. Функції інфраструктури фінансового ринку/ І. І. Рекуненко //Актуальні проблеми економіки. - 2011. - N 9. - С. 244-250.
109. Рекуненко, І. І. Інфраструктура фінансового ринку як економічна категорія [Текст] / І. І. Рекуненко, Р. В. Коробка // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей XIV Всеукраїнської науково-практичної конференції (27-28 жовтня 2011 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2011. – Т. 2. – С. 67-68.
110. Рибчук, А. В. Глобальна виробнича інфраструктура в системі світового господарства [Текст] // Актуальні проблеми економіки. – 2004. – №11(41). – С.69-77.
111. Ринкова економіка: основні терміни, поняття і визначення: навчальний економічний словник-довідник : [понад 7000 термінів]. Т. 1: А - Н/ Мінво освіти і науки України; автори-уклад.: Є. Я. Агеев, С. В. Піча. - Львів: Новий Світ-2000, 2011. - 506 с.
112. Річна звітність НКЦПФР [Електронний ресурс] / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступа: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>.

113. Родцевич, С.М. Теоретичні аспекти інфраструктури та її впливу на економічне зростання в перехідній економіці/ С. М. Родцевич //Формування ринкових відносин в Україні. - 2002. - N 4. - С.85-89.
114. Роєнко, В. В. Розміщення коштів страхових компаній на фондовому ринку [Текст] / В. В. Роєнко, Р. В. Коробка // Фінанси України : глобальні та національні імперативи розвитку : матеріали XVI Міжнародної науково-практичної конференції (30-31 березня 2012 р.) / Дніпропетровський національний університет ім. Олесья Гончара. – Дніпропетровськ : Інновація, 2012. – С. 126-127.
115. Романенко О.Р. Фінанси : Підручник. / О. Р. Романенко. – К. : Центр навчальної літератури, 2004. – 312 с.
116. Ромашко О.Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків: Навчальний посібник. - К.: КНЕУ, 2000. - 240 с.
117. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты : учебное пособие / Под ред. В.С. Торкановского. – С.-Пб. : АОЛ "Комплект", 1994. – 421 с.
118. Рынок ценных бумаг: учебник / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2007. – 448 с.
119. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты: Учебное пособие / Под ред. В.С. Торкановского. - СПб.: АО "Комплект", 1994. - 421 с.
120. Рубцов Б. Б. Тенденции развития мировых фондовых рынков. — 2003 г. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.oglibrary.ru/data/demo/7495/7495.html>.
121. Савощенко А.С. Инфраструктура товарного рынка / Савощенко Анатолий Семенович ; А.С. Савощенко ; Київ. нац. екон. ун-т. - К. : КНЕУ, 2005. - 336с.
122. Самуэльсон, П. Э. Экономика. Economics. [Текст] / П. Э. Самуэльсон. – 16-е изд. – Москва : Вильямс, 2005. – 688с.
123. Семенова Е. В. Ценные бумаги в системе финансовых потоков. - М.: Рос. экон. акад., 1998. - с.76

124. Синяков, Р. Фондовая логистика: сущность, инфраструктура и направления развития [Текст] // РИСК: Ресурсы. Информация. Снабжение. Конкуренция. – 2010. – № 4. – С. 19-21.
125. Словарь русского языка/ сост. С. И. Ожегов. - 2-е изд., испр. и доп.: - М.: Гос. изд-во иностр. и нац. словарей, 1952. - 848 с.
126. Словарь современных экономических и правовых терминов/ ред. В. Н. Шимов. - Минск: Амалфея, 2002. - 816 с.
127. Смирнова К. Социально-ответственное инвестирование. Опыт развитых стран : обзор [Электронный ресурс] / К. Смирнова. Режим доступа: <http://cloudwatcher.ru/userfiles/investirovanie.pdf>.
128. Современный экономический словарь. – 2-е изд., испр. М. : ИНФРА-М, 1999. – 479 с.
129. Солодкий М. О. Біржовий ринок. – К. Джерела М, 2002. – 336 с.
130. Тарачев В.А. Российский рынок ценных бумаг и механизмы привлечения инвестиций в народное хозяйство / В.А. Тарачев. – М., 1997. – 287 с.
131. Теорія фінансів: Навчальний посібник / Леоненко П.М., Юхименко П.І., Ільєнко А.А. та ін. ; За загальною ред. О.Д. Василика. – К. : Центр навчальної літератури, 2005. – 480 с.
132. Ткач А. А. Інституціональні основи ринкової інфраструктури : монографія / А. А. Ткач. – К. : Об'єднаний ін-т економіки, 2005. – 295 с.
133. Ткач, А. А. Інфраструктура ринку: транзакційний вимір [Текст] // Академічний огляд. – 2004. – №1. – С.12-15.
134. Тьюлз Р. Фондовый рынок. / Р. Тьюлз, Э. Брэдли, Т. Тьюлз. – 6-е изд. : пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 2000. – 648 с.
135. Уильямсон О. Экономические институты капитализма. Фирмы, рынки и отношенческая контрактация. / О. Уильямсон. – СПб. : Лениздат Sev Press, 1996 – 702 с.
136. Унінець-Ходаківська, В. П.. Ринок фінансових послуг : теорія і практика / В. П. Унінець-Ходаківська; В. П. Унінець - Ходаківська, О. І. Кос-

тюкевич, О. А. Лятамбор. - 2-ге вид., допов. і перероб.. - К.: ЦУЛ, 2009. - 392 с.

137. Участники фондового рынка: функции, организация деятельности / Лысенков Ю.М., Рымарук А.И., Педь И.В., Поважный А.С. - К.: Вісник фондового ринку, 1998. - 288 с.
138. Черкаська Г.І. Вплив фінансової глобалізації на розвиток фондового ринку України / Г.І. Черкаська, О.В. Падух // Донбасівський державний технічний університет, Україна. [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.rusnauka.com>.
139. Чернов В. П. Моделирование процесса формирования рыночной инфраструктуры / В. П. Чернов, Ю. Н. Эйссер. // Известия Санкт-Петербургского ун-та экономики и финансов. - 2002. - № 1. - С. 5-19.
140. Федосов, В. М. Інституційна фінансова інфраструктура України: сучасний стан та проблеми розвитку [Текст] // Фінанси України. - К. - 2008. - № 12. - С. 3-21.
141. Федотов, А. Инфраструктура фондового рынка Украины [Текст] // Рынок ценных бумаг. - 1997. - № 2. - С.48-52.
142. Федько, В. П. Инфраструктура товарного рынка [Текст] : Учеб.пособие для вузов. - Ростов на/Д.: Феникс, 2000. - 511с.
143. Финансовая система: стратегия развития, инвестиции в инновационный рост (финансовые рынки) : аналитический доклад [Электронный ресурс] / Коллектив авторов под руководством д.э.н., проф. Миркина Я. М. ; Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего профессионального образования «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации». - Режим доступа: <http://ores.ru/data/2011/06/27/1233309139/Аналитический%20доклад%203%20этап%20ФАНИ.pdf>.
144. Ходаківська, В.П. Ринок фінансових послуг: теорія і практика / В. П. Ходаківська, В. В. Беляев. - К.: ЦУЛ, 2002. - 616 с.

145. Шапран, В. С. Модель (структура) ринку корпоративних цінних паперів та його інфраструктура [Текст] // Фондовый рынок. – 2002. – №15. – С.18-25.
146. Шарп У. Инвестиции : пер. С англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли. – М. : ИНФРА-М, 2001. – 1028 с.
147. Шелудько В. М. Фінансовий ринок: навч. посіб. / В. М. Шелудько. – 2-ге вид., випр. і доп. – К. : Знання- Прес, 2003. – 535 с.
148. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку : монографія. / І. О. Школьник. – Суми : ВВП "Мрія-1" ЛТД , УАБС НБУ, 2008. – 348 с.
149. Шульга, О. Особливості вдосконалення національної депозитарної системи України/ О. Шульга //Банківська справа. – 2011. – № 6. – С. 48-54.
150. Экономическая теория (политэкономия) [Текст]: учебник / Под общей ред. акад. В.И. Видяпина, акад. Г.П. Журавлевой. – М.: ИНФРА-М, 1997.–560 с.
151. Энджел Л., Бойд Б. Как покупать акции. – М.: Сирин, Паимс, 1998. – 316 с.
152. Эрроу К. Возможности и пределы рынка как механизма распределения ресурсов. / К. Эрроу – THEISIS, 1993, – т. 1. – Вып. 2. – С. 53 – 68.
153. Якубовський М. Інфраструктура – фактор прискорення інноваційного розвитку промисловості / М. Якубовський, В. Щукін // Економіка України. – № 2. – 2007. – С.27-38.
154. 2011 WFE Market Highlights / World Federation Of Exchanges. – Режим доступа : <http://www.world-exchanges.org>.
155. Adam A. M. Foreign Direct Investment (FDI) and Stock market Development: Ghana Evidence / Adam A. M., Tweneboah G. // School of Management, University of Leicester, UK . — 2008. — October. — Paper N 11261. — 13 p.
156. Alexander, Ian. Infrastructure restructuring and regulation : building a base for sustainable growth / Ian Alexander and Antonio Estache. – Washington,

DC : World Bank, Private Sector Development Dept., Private Participation in Infrastructure, and World Bank Institute, Governance Regulation and Finance, 2000. – 27 p.

157. ASrIA Publications [Электронный ресурс] // The Association for Sustainable & Responsible Investment in Asia. – Режим доступа: <http://www.asria.org/publications>. – Назва з екрану.
158. Auerbach R.D. Financial markets and institutions. N.Y., L.: Macmillan, 83.-286 p.
159. Boatright John R. Finance Ethics: Critical Issues in Theory and Practice / John R. Boatright. – John Wiley & Sons, 2010. – 800 с.
160. Campbell T.S. Money and Capital markets. – Glemien (III) ets.: Scott, Foresmen, 1988. - P. 2-3.
161. Chaplinsky S. The Impact of Global Equity Offerings / Chaplinsky S., Ramchand L. // Journal of Finance. – 2000. – Vol. 55. – P. 2767-2789.
162. Cheung S. On the New Institutional Economics. – Contract Economics: Blackwell Publishers, 1992
163. Coase R. H. The Problem of Social Cost [Електронний ресурс] / R. H. Coase. // Journal of Law and Economics. – 1960. – vol. 3. – P. 1-44. – Режим доступу: <http://cas.umkc.edu/econ/economics/faculty/Forstater/420/420papers/Coase1960.pdf>.
164. Commons J. R. Institutional Economics. / J. R. Commons. – Madison: University of Wisconsin Press, 1934. – 921 p.
165. Council Directive coordinating the requirements for the drawing-up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offerer to the public, 89/298/EEC. – Official Journal of the European Communities, 1989. - n. L124. - P. 8-15.
166. Council Directive coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable

- securities, 85/611/EEC. - Official Journal of the European Communities, 1985. - n. L375. - P.3.
167. European SRI Study 2010 [Электронный ресурс] / Eurosif. – Режим доступа:
http://www.eurosif.org/images/stories/pdf/Research/Eurosif_2010_SRI_Study.pdf.
168. Financing Sustainability: Insights for Investors, Corporate Executives, and Policymakers / M. Kerste, N. Rosenboom, B. J. Sikken, J. Weda. – VU Uitgeverij, 2011 - 224 с.
169. Jones G. R., Hill C W. Transaction Costs Analysis of Strategy-Structure Choice. Strategic Management Journal, vol. 9, с 160
170. Henning C.N. et al. Financial markets and the economy. - 3-d ed. - Englewood Clsff (N.J.), Prentice - Hall corp., 1981. - 602 p.
171. Krosinsky C . Evolutions in Sustainable Investing: Strategies, Funds and Thought Leadership / Cary Krosinsky, Nick Robins, Stephen Viederman. – John Wiley & Sons, 2011 - 470 с.
172. Krosinsky C. Sustainable investing. the art of long-term performance / Cary Krosinsky, Nick Robins. – Earthscan, 2008 - 244 с.
173. Miller D. The Costs, Wealth Effects and Determinants of International Capital Raising: Evidence from Public Yankee Bonds, mimeo / Miller D., Puthenpuracal J. // Indiana University and Texas A&M University. — 2000. — 77 p.
174. Mullerat R. International corporate social responsibility: the role of corporations in the economic order of the 21st century / Ramón Mullerat. – Kluwer Law International, 2009 - 510 с.
175. North D. C. Institutions, transaction costs, and economic growth / D. C. North. // Economic Inquiry. – 1987. – v. 25. – №3. – p. 117 – 123.
176. Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States 2011 [Электронный ресурс] / US SIF – The Forum for Sustainable and

Responsible Investment. – Режим доступа:
<http://ussif.org/resources/research/documents/2010TrendsES.pdf>.

177. Research & Tools from US SIF [Электронный ресурс] // US SIF – The Forum for Sustainable and Responsible Investment. – Режим доступа: <http://ussif.org/resources/>. – Назва з екрану.
178. Research [Электронный ресурс] // Eurosif – The European Sustainable Investment Forum. – Режим доступа: <http://www.eurosif.org/research>. – Назва з екрану.
179. Rose P.S. The financial system in the economy. - Business publications, Inc., 1986. - 875 p.
180. Staub-Bisang M. Sustainable Investing for Institutional Investors: Risk, Regulations and Strategies / Mirjam Staub-Bisang. – John Wiley & Sons, 2012 – 832 с.
181. Strasser K. Socially Responsible Investment: How Sustainable are Socially Responsible Investments? / Kerstin Strasser. – GRIN Verlag, 2011 - 28 с.
182. Schmukler S. Globalization and Firms' Financing Choices: Evidence from Emerging Economies / Schmukler S., Vesperoni E. // World bank Policy Research 2011 WFE Market Highlights / World Federation Of Exchanges. – Режим доступа : <http://www.world-exchanges.org>.
183. Unerman J. Sustainability accounting and accountability / Jeffrey Unerman, Jan Bebbington. – Taylor & Francis, 2007 - 362 с.
184. Weber O. Social Banks and the Future of Sustainable Finance / Olaf Weber, Sven Remer. – Taylor & Francis, 2011. – 212 с.
185. Williamson O.E. Transaction Cost Economics.: Handbook of Industrial Organization. Ed. by R. Schmalensee and R.D. Willig. Elsevier Science Publishers B.V., 1989, vol. 1.

