

Міністерство освіти і науки України
Національний університет «Києво-Могилянська Академія»
Факультет правничих наук
Кафедра приватного права

Магістерська робота
освітній ступінь – магістр

на тему: **«ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ:
ІСТОРИЧНА РЕТРОСПЕКТИВА ТА НАПЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ»**



Виконав:

студент 6-го року навчання,
спеціальності 081 «Право»
Влайко Андрій Михайлович

Керівник:

Посполітак В.В.,
кандидат юридичних наук, доцент

Рецензент:

Магістерська робота захищена
з оцінкою «_____»

Секретар ЕК _____
«_____» _____ 2020 р.

Київ 2020

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ	3
ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1 ІСТОРИЧНА РЕТРОСПЕКТИВА ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ	9
1.1. Етап зародження – до 1991 року	9
1.2. Етап становлення – 1991-2001.....	10
1.2.1. Стадія формування організованого ринку – 1991-1994.....	10
1.2.2. Стадія розвитку ринку та приватизації – 1995-2001	14
1.3. Етап кризи і трансформації – 2002-2019	19
1.4. Сучасний стан фондового ринку України.....	23
Висновки до розділу 1	32
РОЗДІЛ 2 НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ	34
2.1. Обґрунтування необхідності вдосконалення регулювання.....	34
2.2. Групи проблем фондового ринку	36
2.3. Аспекти до врахування при розробці рішень	39
2.4. Шляхи вирішення проблем.....	46
2.4.1. Підхід до розв’язання проблем.....	46
2.4.2. Шляхи вирішення проблем, пов’язаних з інвесторами	48
2.4.3. Шляхи вирішення проблем, пов’язаних із вмістом ринку	64
2.4.4. Шляхи вирішення інституційних та регуляторних проблем ..	70
Висновки до розділу 2	85
ВИСНОВКИ	87
ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	92

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

IOSCO	- International Organization of Securities Commissions (Міжнародна організація комісій з цінних паперів)
IPO	- Initial Public Offering (первинне публічне розміщення цінних паперів)
ЄС	- Європейський Союз
ІСІ	- Інститут спільного інвестування
НБУ	- Національний банк України
НКЦФР	- Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку
СРО	- Саморегульована організація

ВСТУП

Актуальність дослідження. В сучасних умовах головною умовою існування ринкової економічної системи є справне функціонування підсистем, що забезпечують оптимальний перерозподіл фінансових ресурсів до суб'єктів, здатних найефективніше використовувати такі ресурси. У цьому аспекті фондовий ринок як історично, так і нині відіграє ключову функцію. Фондовий ринок (ринок цінних паперів) – це сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів) [1]. Шляхом залучення широких груп інвесторів на засадах ринкової парадигми та справедливого ціноутворення, він забезпечує як мобілізацію вільних коштів широкого загалу суб'єктів господарських відносин на виробничі цілі, так і перерозподіл власності між такими суб'єктами, що у свою чергу сприяє еволюційним та трансформаційним процесам в економічних системах. Таким чином, розвинений фондовий ринок, що базується на реальній конкуренції, збільшує обсяги суспільного виробництва та забезпечує переливання грошових активів у галузі, які потрібні суспільству [2]. Більш того, фондовий ринок може розвиватися швидше, ніж виробнича сфера: показник капіталізації світових ринків акцій за період з 1980 по 2006 рік збільшився майже у 20 разів а сукупний ВВП за той же період збільшився в 4 рази [3, с.1].

Український фондовий ринок не мав такої ж ролі для економіки України та не показував таких темпів зростання, що, за свідченням дослідників, безпосередньо пов'язано зі специфічними причинами його появи і умовами розвитку. Тим не менше, будучи належним до фондових ринків, що розвиваються, український ринок має значний потенціал для трансформації та подальшого впливу на економіку. При цьому для розробки практичних кроків з його модернізації необхідно врахувати як іноземний досвід розвинених ринків, так і особливості вітчизняного ринку, прослідкувавши його еволюцію у ретроспективі та специфічну кон'юнктуру ринку станом на даний момент.

Аналіз повинен врахувати також і настання нової глобальної кризи у зв'язку із пандемією коронавірусу, що, з одного боку, дестабілізує ситуацію, а з іншого, створює нові можливості для післякризового зростання.

Проблема розвитку українського фондового ринку була у фокусі вивчення значної кількості дослідників, які переконані у наявності значного потенціалу ринку та пропонують заходи для покращення окремих сфер його функціонування. Проте ми вбачаємо необхідність у проведенні комплексного аналізу історичного розвитку правового регулювання фондового ринку України для розуміння джерел його проблем та особливостей, а також у виробленні на цій основі пропозиції системи змін, які могли б сприяти вирішенню даних проблем шляхом модернізації нормативного регулювання з урахуванням визначених особливостей.

Актуальність проблем розвитку регулювання фондового ринку під час сучасних світових трансформаційних процесів та потенційні позитивні ефекти, які розвиток фондового ринку може принести економіці України, обумовили вибір теми, визначення мети й завдань даного дослідження.

Мета та завдання дослідження. Метою дослідження є ретроспективний огляд регулювання фондового ринку України як складової економічної системи, окреслення актуальних проблем та особливостей фондового ринку України та пропозиція потенційних змін у правовому регулюванні, спрямованих на вирішення виявлених проблем з урахуванням національних особливостей, іноземного досвіду та сучасних умов.

У зв'язку з цим ми ставимо перед собою такі завдання:

- 1) дослідити ключові акти органів державної влади, що регулювали фондовий ринок, окреслити значення таких актів у контексті чинних на момент їхнього прийняття соціально-політичних та економічних умов та їхній вплив на подальший розвиток фондового ринку, запропонувати періодизацію розвитку регулювання фондового ринку, виділити історичні особливості фондового ринку України, необхідні для врахування при розробці комплексу заходів з його реформування;

2) дослідити ключові фактори сучасних світових трансформаційних процесів, які необхідно враховувати при розробці комплексу заходів з реформування фондового ринку України;

3) скласти перелік проблем, актуальних для фондового ринку України на даний момент, запропонувати категоризацію таких проблем за ключовими об'єктами, з якими вони пов'язані і на які можна впливати для розв'язання даних проблем;

4) розробити комплекс пропозицій, що повинні бути реалізовані шляхом змін до правового регулювання фондового ринку України, направлених на вирішення ідентифікованих проблем, окреслити альтернативи та обґрунтувати доцільність обраних варіантів потенційних змін.

Наголосимо на тому, що дослідження не має на меті розробки конкретних актів, норм та формулювань, для чого є три причини. По-перше, запропоновані зміни спрацюють лише у комплексі зі змінами в інших, суміжних галузях, які також спершу повинні бути окремо досліджені фахівцями для мінімізації ризиків, пов'язаних із таким реформуванням. По-друге, за чинних кризових та трансформаційних умов запропоновані формулювання можуть швидко втратити актуальність. По-третє, ми вважаємо доцільним не зосереджуватися на юридико-технічних аспектах реформування правового регулювання, а провести високорівневий аналіз усієї структури фондового ринку України, який би враховував економічні та історичні аспекти, дослідити наукові розробки у даній сфері та випрацювати стратегічно направлену концепцію реформування фондового ринку засобами правового регулювання.

Об'єктом дослідження є суспільні відносини, що виникають між учасниками фондового ринку як елементу економічної системи України.

Предметом дослідження є правове регулювання фондового ринку України у ретроспективі, потенційно застосовні моделі різноманітних аспектів нормативної основи функціонування фондового ринку та їхнє теоретичне підґрунтя, а також прогнозований вплив історичних особливостей та сучасних умов функціонування фондового ринку України на доцільність вибору

конкретних моделей вказаних аспектів нормативної основи діяльності фондового ринку України у перспективі.

Методологічна основа дослідження. Методологічною основою дослідження метод *системного аналізу*. Дослідження спирається на системний підхід до вивчення фондового ринку у взаємозв'язку з розвитком усієї системи економічних відносин. Запропоновані зміни також розроблялися у комплексі – враховано як їхній взаємозв'язок та синергію при впровадженні, так і вплив на вибір подальших кроків у контексті умов, які будуть актуальними пізніше, внаслідок впровадження первинних змін.

Історико-еволюційний метод дозволив використати ретроспективне дослідження регулювання фондового ринку України для отримання висновків, важливих для розробки подальших пропозицій із вдосконалення такого регулювання.

Діалектичний метод пізнання, основою якого є пошук істини через раціональну дискусію між різними точками зору та поглядами на проблему, у поєднанні із методом *порівняльного аналізу* використовувався для багатостороннього підходу до пропонованих науковцями рішень та критичної оцінки таких пропозицій.

Метод структурно-функціонального аналізу дав змогу проаналізувати місце та роль окремих складових функціонування фондового ринку в рамках загальної системи та, в подальшому, врахувати зв'язки між такими складовими у розробці потенційних змін.

Застосування *методу статистичного аналізу* дозволило відштовхуватися від фактичних показників фондового ринку для врахування реального ефекту актуальних умов, чинників та системи регулювання фондового ринку України на його результати діяльності.

Метод узагальнення дозволив працювати із універсальними моделями регулювання для зручнішого проектування самої сутності таких моделей на вже наявні специфічні особливості українського фондового ринку без перенесення зайвих та неактуальних рис, якими володіють такі моделі,

реалізовані на практиці в конкретних країнах.

Насамкінець, було використано *логічні методи* переходу від абстрактного до конкретного, аналізу та синтезу, індукції та дедукції для виведення із опрацьованих даних релевантних та обґрунтованих висновків.

Коротка характеристика джерел. Теоретичну основу дослідження складають роботи вітчизняних вчених з питань функціонування та правового регулювання фондового ринку України. Було вивчено та враховано напрацювання таких дослідників як, зокрема, Бусарєва Т.Г., Кіктенко О.В., Ключник В.М., Корнійчук О.П., Краснова І.В., Куліш О.А., Кутузова М.М., Луців Б., Мозговий О.М., Нікончук В.В., Овчаренко С.В., Павлік І., Пірог В., Пожар Т.О., Полєтаєв О.О., Полухович В.І., Редзюк Є., Резнік Н.П., Ройко І.М., Сватюк О.Р., Слободиський С.М., Стадницька О.М., Стефанишин В.В., Стецишин Т., Столяров В.Ф., Столярова В.В., Тимонькіна К.В., Тіверіадська Л.В., Тувакова Н.В., Шаманська О.І., Шарнопольська О.М., Якименко А.М. Нормативним підґрунтям дослідження є закони України, укази президента України, постанови Верховної Ради України і Кабінету міністрів України, нормативні документи інших органів влади. Також використовувалися публікації в інформаційних виданнях та офіційні статистичні дані.

Наукове та практичне значення одержаних результатів. Одержані результати можуть бути використані:

- органами державної влади та іншими суб'єктами, що мають стосунок до створення нормативних актів, в процесі розробки та реалізації державної політики та правового регулювання в сфері функціонування фондового ринку України;
- в рамках проведення наукових досліджень щодо правового регулювання фондового ринку у майбутньому;
- під час викладання навчальних дисциплін студентам правничих та економічних спеціальностей.

РОЗДІЛ 1 ІСТОРИЧНА РЕТРОСПЕКТИВА ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

1.1. Етап зародження – до 1991 року

Початковий етап існування фондового ринку України збігається у часі з періодом виходу України на початку 1990-х років зі складу СРСР.

В.В. Нікончук зазначає, що 1988-1991 роки стали періодом зародження фондового ринку, що дало поштовх загальноорганізаційним діям для його розвитку [4, с. 34]. Прийнятим для цього актом стала Постанова Ради Міністрів СРСР «Про випуск підприємствами і організаціями цінних паперів» від 15 жовтня 1988 р. № 1195 [5]. Необхідність прийняття акту була обґрунтована тим, що в деяких випадках господарська діяльність не може бути забезпечена підприємствами за рахунок власних коштів, тож ряд підприємств виступив з ініціативою випуску акцій, однак цей процес стримувався відсутністю необхідної економічної і правової бази. Відповідно, вказану постанову було прийнято для подальшого поглиблення демократичних засад в управлінні, розвитку ініціативи трудових колективів і кожного працівника, що дозволило б їм фактично проявити себе з господарської позиції у виробництві [5]. Проте В.В. Нікончук підкреслює, що справжньою метою її прийняття було не прагнення до ринковості економіки, а намагання партійної еліти встановити пануюче становище й узаконити передачу майнових прав, що перебували у їхньому управлінні, у спадщину [4, с. 34].

Тим не менше, це ініціювало зародження ринку. Почали з'являтися приватні компанії, що займалися залученням коштів населення під випуск власних цінних паперів. Правовою основою діяльності таких компаній стали два основні акти, прийняті у 1990 році: Положення про акціонерні товариства та товариства з обмеженою відповідальністю та Положення про цінні папери, затверджені постановою Ради Міністрів СРСР від 19 червня 1990 р № 590 [6].

Проте, як зазначає В.М. Ключник, діяльність таких товариств була стихійною й неорганізованою, а вартість самих цінних паперів була штучно підтримуваною. Відповідно, розвиток ринку цінних паперів був хаотичним і безконтрольним, що призвело до значних потрясінь і надовго сформувало у масовій свідомості недовіру до фондових інструментів як до об'єктів інвестування. У наслідку, це загальмувало процес розвитку інституту приватного інвестування в Україні до сьогодні [7, с. 4].

1.2. Етап становлення – 1991-2001

1.2.1. Стадія формування організованого ринку – 1991-1994

Відповідно до інформаційно-аналітичних матеріалів НБУ, цей етап характеризувався політикою державного невтручання та відсутністю єдиної концепції формування ринку – ринок розвивався сам по собі. Через низький рівень розвитку правової бази, учасники ринку самостійно створювали інститути та механізми для торгівлі цінними паперами [8, с. 45].

Все ж, з набуттям незалежності, в Україні почала формуватися власна нормативна база, направлена на врегулювання фондового ринку. У 1991 році було прийнято два ключові закони: Закон України «Про цінні папери і фондову біржу» [9] та Закон України «Про господарські товариства» [10], який містив у собі й главу про акціонерні товариства. Цією базою Україна керувалася до середини 2000-х років, тому можна впевнено стверджувати, що вона багато в чому визначила процеси на фондовому ринку протягом усього першого десятиліття незалежності.

На думку І.М. Ройка, у Законі «Про цінні папери і фондову біржу» були відображені перші теоретичні уявлення щодо системи фондового ринку України та його біржового сегменту. Було визначено, що фондова біржа – організаційно оформлений, постійно діючий ринок, на якому здійснюється

торгівля цінними паперами, а в вимогах до Правил фондової біржі були сформульовані основні принципи біржової торгівлі. Крім того, вперше визначено поняття цінного папера, емітента цінних паперів, надано першу класифікацію цінних паперів в Україні, визначено поняття та види акцій, облігацій та інших цінних паперів, які в той час могли бути в обігу. Встановлювалися засади ліцензування професійної діяльності на ринку цінних паперів та корпоративного управління в акціонерних товариствах, а саме обов'язкове розкриття регулярної та особливої інформації про емітента [11, с. 59].

Цінні папери розглядались як біржовий товар: *«Аналізуючи вимоги, яким повинен відповідати біржовий товар, легко переконатися в тому, що цінні папери є класичним біржовим товаром. До основних характеристик цінних паперів варто зарахувати їх масовість, стандартність і взаємозамінність»* [11, с. 60]. Фондова біржа ж, за тогочасними теоретичними уявленнями, була спроможна забезпечити концентрацію попиту і пропозиції цінних паперів, що давало можливість встановити ціни на них, які реально відбивають економічну ситуацію. Окрім того, її розглядали як одного із регуляторів фінансового ринку [11, с. 60].

Вважається, що Закон «Про цінні папери і фондову біржу» став відправною точкою у становленні і формуванні фондового ринку України, адже він сприяв появі на ринку основних видів фінансових інструментів та інституційних учасників ринку цінних паперів [12, с. 142].

Законом України «Про господарські товариства» вперше визначались поняття акціонерного товариства, мінімальний розмір статутного капіталу, види акціонерних товариств, а також процедура випуску акціонерним товариством цінних паперів, розповсюдження та підписки на акції, викупу власних акцій товариством, визначались основні засади корпоративного управління [11, с. 61].

Додатковим фактором розвитку фондового ринку став Декрет Кабінету Міністрів України «Про довірчі товариства», прийнятий у 1993 році, який

вводив поняття довірчого товариства, яке здійснює представницьку діяльність відповідно до договору, укладеного з довірителями майна щодо реалізації їхніх прав як власників [13]. Кроком у тому ж напрямку став Указ Президента України «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії», прийнятий у 1994 році, яким було задано правову базу для товариств, які здійснюють виключну діяльність у галузі спільного інвестування [14]. Виходячи з їхньої сутності, бачимо, що ці два акти були направлені на консолідацію інтелектуальних, організаційних та фінансових ресурсів до фондового ринку з метою його активізації.

Положення «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії», затверджене Указом Президента, вперше визначало наступні поняття:

- інвестиційний фонд – юридична особа, заснована у формі закритого акціонерного товариства, що здійснює виключну діяльність у галузі спільного інвестування;

- інвестиційна компанія – торговець цінними паперами, який, окрім провадження інших видів діяльності, може залучати кошти для здійснення спільного інвестування шляхом емісії цінних паперів та їх розміщення.

Вперше було визначено різновиди інвестиційних фондів в Україні, а саме: відкритий та закритий.

Значення даних актів полягає у тому, що існування професійних суб'єктів, що здійснювали б виключну діяльність на фондовому ринку, дозволила б підвищити ефективність його функціонування і направити на рейки розвитку. Окрім того, названі акти стали базою для подальшої сертифікатної приватизації що відбулася в кінці 1990-х років.

Також, Президентом України у 1994 р. було прийнято Указ про облік прав власності на іменні цінні папери та депозитарну діяльність, де йшлося про реєстр власників іменних цінних паперів та депозитарну діяльність в цілому, що дозволило упорядкувати відносини на фондовому ринку, який стрімко розвивався [15].

У цей період почали функціонувати Українська фондова біржа з

Центральним депозитарієм цінних паперів, системою їх електронного (безготівкового) обігу, мережею філій та брокерських контор по всій території країни. Так само існував і позабіржовий ринок цінних паперів [16]. Єдиним органом, в компетенції якого було нормативно правове забезпечення, реєстрація та облік цінних паперів, було Міністерство фінансів України. Цінні папери почали випускатися недержавними інститутами, а паралельно виникали і терпіли крах фінансові піраміди [17].

Як бачимо, було здійснено кроки до розвитку фондового ринку: кандидат економічних наук Т.Г. Бусарєва підкреслює, що інтенсивне створення акціонерних товариств, випуск цінних паперів та активізація учасників ринку на початку 1990-х років стали можливими саме завдяки розробці корпоративного законодавства. Однак наявні на початку 1991 р. прогнози, що передбачали лавиноподібне зростання пропозиції цінних паперів та їх інтенсивний перепродаж, не виправдалися, що пояснюється невідповідністю учасників ринку та невідпрацьованістю порядку операцій з цінними паперами. Окрім того, поява фондових бірж сприяла створенню ринку фондових цінностей, однак в той період наповнення ринку здійснювалося в основному за рахунок комерційних банків та фінансових інструментів, зокрема, сек'юритизації ощадних сертифікатів. Натомість, розвитку фондового ринку повинна була передувати широка приватизація державної власності, що дозволило б масово створювати акціонерні товариства і наповнити ринок цінних паперів акціями та облігаціями новостворених товариств [18, с. 21].

Дослідники підкреслюють, що незважаючи на те, що було дано законодавчий «старт» розвитку фондового ринку України щодо діяльності акціонерних товариств та випуску і обігу цінних паперів, описана стадія характеризується вкрай низькими темпами розвитку фондового ринку, що пов'язано з повільними темпами приватизації, повною відсутністю необхідної інфраструктури, недостатньою правовою урегульованістю питань, пов'язаних з його функціонуванням [19, с. 3].

Усвідомлюючи наявність ряду проблем, зокрема, кризового становища

економіки, відставання законодавчої бази від реалій суспільного життя, недостатнє державне регулювання ринку, психологічну невідповідність населення до операцій з цінними паперами, уряд шукає шляхи вирішення кризової ситуації, і в 1994 р. розробляє Концепцію функціонування і розвитку фондового ринку в Україні, де закріплює для майбутнього фондового ринку України принципи цілісності, централізації, прозорості, застосування системи електронного обігу цінних паперів [16]. За рік Верховна Рада України також приймає Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України, де визначає принципи соціальної справедливості, надійності захисту інвесторів, урегульованості, контрольованості, ефективності, правової упорядкованості, прозорості, відкритості та конкурентності [20]. Вперше у Концепції на законодавчому рівні було розділено ринок цінних паперів на біржовий та позабіржовий і визначено принципи та мету існування кожного з них.

Відповідно до Концепції, система біржового ринку цінних паперів передбачала його моноцентричність, що забезпечувалася функціонуванням єдиної біржової системи під егідою Національної фондової біржі, систем Національного депозитарію та клірингу (розрахунків) по цінних паперах. Разом з тим Концепція допускала створення нових фондових бірж в Україні, виходячи з потреб розвитку ринку цінних паперів в Україні [11, с. 63].

1.2.2. Стадія розвитку ринку та приватизації – 1995-2001

Наступна фаза розвитку фондового ринку України полягала у впровадженні запланованих принципів та заходів, затверджених концепціями. Цей етап характеризується більш активною і конструктивною участю держави [8, с.47].

Зазначають також, що були наявні і перепони, створені кризовими явищами та самим процесом приватизації. Закон «Про приватизаційні папери», забороняв вільний обіг, продаж або інше відчуження приватизаційних паперів, що обмежувало участь в приватизації професійних учасників ринку цінних

паперів [21, с. 167].

Тим не менше, були спроби залучити до процесу приватизації і учасників фондового ринку. Так, відповідно до Указу Президента України «Про участь Української фондової біржі в приватизаційних процесах» від 1995 року, було узгоджено розміщення через Українську фондову біржу та її філії шляхом аукціонного продажу частини акцій відкритих акціонерних товариств, які створені на базі об'єктів, віднесених Державною програмою приватизації на 1994 рік до груп В і Г. Допуск акцій до обігу на Українській фондовій біржі здійснювався безоплатно [22].

Необхідно було також встановити централізований та спеціалізований контроль над фондовим ринком. В першу чергу, у 1995 році було вперше створено державний орган регулювання ринку цінних паперів – Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку, яка була покликана забезпечувати реалізацію єдиної державної політики щодо цінних паперів і функціонування фондового ринку в Україні та координацію діяльності міністерств, інших центральних органів державної виконавчої влади у цій сфері [23]. До цього регулятором фондового ринку було Міністерство фінансів, і облік перебував у хаотичному стані: реєстрація випусків акцій відбувалася лише за звернення емітента, і навіть після такої реєстрації реально акції чи облігації не розміщували. Комісія провела значну роботу з упорядкування фондового ринку в цьому аспекті, а також із написання нормативної бази щодо розкриття регулярної та особливої інформації.

Логічним продовженням концепцій функціонування та розвитку фондового ринку України та базою діяльності новоствореного регулятора став Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 1996 року [24]. Він визначив правові засади здійснення державного регулювання ринку цінних паперів та державного контролю за випуском і обігом цінних паперів та їх похідних в Україні. В Законі було вперше визначено сутність державного регулювання ринку цінних паперів, яка полягає у здійсненні державою комплексних заходів щодо упорядкування, контролю, нагляду за

ринком цінних паперів та їх похідних та запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері [11, с. 63].

Окрім створення регулятора та регуляторної бази, увагу звернули також і на питання обліку. Нова редакція Указу «Про облік прав власності на іменні цінні папери та депозитарну діяльність» від 1996 року, а потім і Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 1998 року впорядкували аспект обліку цінних паперів, без чого справне функціонування фондового ринку було б неможливим [25]. До прийняття вказаних актів акції обліковувалися у «Книзі реєстрації акцій» відповідно до Закону України «Про цінні папери і фондову біржу». Була створена організована депозитарна система із дворівневою структурою: нижній рівень – зберігачі та реєстратори, верхній рівень – Національний депозитарій України. На законодавчому рівні було унормовано діяльність та функції учасників депозитарної системи; було визначено форму випуску цінних паперів, а саме документарну та бездокументарну [11, с. 64]. Окрім того, передбачено можливість створення необмеженої кількості депозитаріїв; виникли перші «незалежні реєстратори», виникла Професійна асоціація учасників ринків цінних паперів та деривативів як асоціація «незалежних реєстраторів», куди ввійшли також зберігачі та Міжрегіональний фондовий союз.

Варто звернути увагу і на формування в кінці 1995 року Асоціації професійних учасників фондового ринку України «Позабіржова Фондова Торгівельна Система», яка у 1998 році змінила назву на «Перша фондова торгівельна система» [17].

Фондовий ринок діяв і ставав динамічнішим. З'явилися рейтингові таблиці та своєрідні українські «блакитні фішки» – акції найбільших та найнадійніших компаній, що одержували стабільні доходи і так само стабільно виплачували дивіденди [17]. Крім того, випускали облігації державної ощадної позики, що дозволило переорієнтувати населення з купівлі готівкового долара США на покупку даний інструмент, допомагаючи посилити довіру до ринку цінних

паперів в цілому [18, с. 22].

Тим не менше, у 1998 році економіка пережила кризу, і для стимулювання відновлення ринку цінних паперів, Указом Президента України було затверджено основні напрями розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році [26]. Вперше на законодавчому рівні наголошувалось на необхідності стимулювання створення і функціонування саморегульованих організацій, що об'єднують професійних учасників ринку цінних паперів [11, с. 64]. Для забезпечення реалізації положень Указу було прийнято Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 2001 року [27]. Інвестиційні фонди, створені Указом Президента від 1994 року, мали основною метою участь у приватизації. В реаліях 2001 року їх не можна було ні закрити, ні використовувати, тож вони залишилися у «мертвому стані». Відповідно, новий закон був прийнятий не для заміни наявних ІСІ, а для створення нових паралельних інституцій зі своєю метою, відповідною сучасним потребам. Законом було врегульовано правові та організаційні основи створення і діяльності суб'єктів спільного інвестування, особливості управління їх активами, вперше встановлено вимоги до складу, структури та зберігання активів, особливості розміщення та обігу цінних паперів ІСІ та обсяг розкриття інформація ІСІ. Вперше визначено поняття компанії з управління активами інститутів спільного інвестування. ІСІ класифікувались, залежно від порядку здійснення їхньої діяльності, на відкриті, інтервальні, закриті; а за терміном існування – строкові, безстрокові. Вперше були визначення поняття та особливості діяльності корпоративних та пайових інвестиційних фондів [11, с. 65].

Завдяки впровадженню заходами та економічним змінам, фондовий ринок в Україні розвивався. Виник вторинний ринок купівлі-продажу компенсаційних сертифікатів і тіньовий ринок приватизаційних майнових сертифікатів (ваучерів), які продемонстрували можливість дієвості ринкового механізму ціноутворення. Нові інструменти, завдяки їхній низькій ризиковості, залучили значну кількість фізичних осіб до процесу приватизації та, як наслідок, до

фондового ринку. Створювалися псевдобіржі – центри сертифікатних аукціонів, активізували діяльність фінансові посередники [7, с. 5].

І хоч більшість науковців оцінює масову приватизацію як таку, що не мала економічного сенсу, бо в неї не було закладено механізму виявлення ефективного власника, вона мала значення для формування інвестиційної свідомості та розвитку культури інвестування і сприяла розбудові інфраструктури фондового ринку України [7, с. 5]. Тим не менше, приватизацію можна розглядати як втрачену можливість для фондового ринку, адже, за свідченням НБУ, методи приватизації не передбачали обов'язковості використання фондового ринку, тож він не отримав з боку держави достатньо стимулів для розвитку [8, с. 45]. Зазначається також, що основною помилкою було перенасичення ринку дрібними пакетами цінних паперів інвестиційно привабливих підприємств під час світової фінансової кризи, що призвело до нерационального розпорошення власності, втрати інтересу до ринку з боку стратегічних покупців і впливу портфельних інвесторів [28, с. 143].

В цілому, увесь описаний етап характеризується спробою розширити фондовий ринок, залучивши до нього більше учасників та ресурсів і створивши для цього необхідну інфраструктуру, виходячи з історичних обставин, в яких цей ринок формувався. Була зроблена спроба перевести значну частину населення в клас власників (акціонерів) та зняти навантаження з бюджету завдяки появі великої кількості акціонерних товариств, *«які в конкурентній боротьбі між собою повинні були б покращувати якість своєї продукції і наситити ринок необхідними товарами»* [18, с. 21]. Дії органів державної влади були спрямовані на врегулювання і підтримку новоствореної системи відносин. Внаслідок цього розширився перелік цінних паперів, змінилася структура ринку, додалися нові учасники (інвестиційні фонди, фінансові компанії, комерційні банки, пенсійні фонди). Проте фондовий ринок України на той момент ще не став інструментом з мобілізації капіталів, необхідним для реорганізації економіки [18, с. 22].

1.3. Етап кризи і трансформації – 2002-2019

Друге десятиліття незалежності почалося для фондового ринку невтішно. Попередня політика не виправдала покладених на неї сподівань – державне нормативне регулювання не відповідало темпам розвитку ринкових відносин, що мало наслідком банкрутство фінансово-інвестиційних структур, які до цього активно акумулювали інструменти фондового ринку для накопичення капіталу. Окрім того, більшість вкладників, залучених до цих структур, а також різноманітних фінансових пірамід, втратили свої заощадження. Більшість акціонерів були лише формальними, пасивними учасниками ринку. На ринку з'явилася значна кількість нових підприємств, проте їхні акції були неліквідними [18, с. 22]. У цей період відбулася публікація перших фондових індексів, формувався ринок корпоративних облігацій та українських єврооблігацій. Також, завершилося формування соціально-економічних інститутів ринку облігацій [17].

На кінець 2000 року Стратегічна група з питань розвитку фондового ринку України констатувала, що на сучасному етапі український фондовий ринок не є ефективним і характеризується низькою ринковою капіталізацією, недостатньою прозорістю та ліквідністю. Основний обсяг угод з цінними паперами укладається поза межами організованого ринку [11, с. 65].

Для врегулювання ситуації був прийнятий Указ Президента України «Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України на 2001– 2005 роки». Ним передбачалося перетворення торговців цінними паперами у повнофункціональні, фінансово стійкі інститути, що надаватимуть широкий перелік фінансових послуг; спрощення процедури ввезення та вивезення капіталу при здійсненні інвестиційної діяльності на фондовому ринку; запровадження міжнародних стандартів розкриття інформації: міжнародних стандартів бухгалтерського обліку Комітету з міжнародних стандартів бухгалтерського обліку (IASB) та міжнародних стандартів розкриття

інформації IOSCO; створення незалежних інформаційних та рейтингових агенцій, що здійснюють розкриття інформації про фондовий ринок; налагодження тісного співробітництва в рамках IOSCO та інших міжнародних організацій для створення позитивного іміджу українського фондового ринку. Вперше було поставлено питання про конкурентоспроможність фондового ринку України та протекціонізму національних інститутів інфраструктури фондового ринку. Фактично визнавалась та закріплювалась поліцентричність біржової та обліково-розрахункової систем фондового ринку України [29].

У 2004 році було прийнято два ключові для законодавства України акти: Цивільний кодекс України (глава 14 якого регулювала питання цінних паперів) [30] та Господарський кодекс України (глава 17 та параграф 3 глави 35 також встановлювали своє регулювання) [31]. Хоч ці документи були створені не учасниками фондового ринку України і не з метою його подальшого врегулювання і розвитку, проте наявність у них положень, які стосувалися фондового ринку, безумовно вплинула на його подальше функціонування.

Виходячи з того, що ці два системні акти встановили базу широкого кола правовідносин, безпосередньо пов'язаних із фондовим ринком, і що ця база повинна була існувати тривалий час, почалося суттєве оновлення нормативного регулювання фондового ринку. Примітно, що основним інструментом регулювання став саме закон, на противагу палітрі актів різних органів, які намагалися врегулювати різні аспекти фондового ринку протягом 1990-х років. Динаміка розвитку ринку також підштовхувала до подальшої роботи над нормативним регулюванням: обсяги угод на ринку за 10 місяців 2005 року перевищили обсяги всього 2004 р. на 3,5 млрд. грн. і становили 10,5 млрд. грн [12, с. 139]. Пізніше, у 2006—2007 роках у групі Frontier Market (куди входять також Латвія, Болгарія, Румунія, Литва, Естонія, Словенія та Хорватія) Україна посідала перше місце за рівнем капіталізації і рівнем зростання місцевого індексу [32, с. 119].

У 2006 році було прийнято Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок», який замінив Закон України «Про цінні папери і фондову біржу» [1].

Вперше було дано законодавче визначення поняття фондового ринку, визначалась нова класифікація цінних паперів, які можуть бути в цивільному обороті, їх види; було встановлено такі основні види професійної діяльності на фондовому ринку як: діяльність з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарна діяльність, клірингова діяльність; було посилено вимоги до розкриття інформації [11, с. 68].

Закон України «Про акціонерні товариства» від 2008 року скасував чинність Закону України «Про господарські товариства» в частині, що стосувалася акціонерних товариств, і впровадив нове прогресивне регулювання цієї фундаментальної для фондового ринку організаційно-правової форми. Закон визначив порядок створення, діяльності, припинення акціонерних товариств, їх правовий статус, права та обов'язки акціонерів [33]. Вперше врегульовано такі поняття як голосуюча акція, значний правочин, контрольний пакет акцій, обов'язковий викуп акцій, акціонер товариства, кворум загальних зборів акціонерів; виділено публічні та приватні акціонерні товариства, акціонерне товариство з одним акціонером; врегульовано порядок виплати дивідендів [11, с. 69].

У 2011 році було утворено новий державний орган, що здійснює регулювання фондового ринку України – Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку. Положення про неї було затверджене Указом Президента України «Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку». Положенням затверджені основні завдання та близько 200 повноважень Комісії [34].

Консолідацію депозитарної системи України забезпечив Закон України «Про депозитарну систему України» від 2012 року [35]. Він ознаменував початок реформи депозитарної системи України, визначив правові засади її функціонування, встановив порядок реєстрації та підтвердження прав на емісійні цінні папери та прав за ними у системі депозитарного обліку цінних паперів, а також порядок проведення розрахунків за правочинами щодо емісійних цінних паперів [11, с. 69]. Законом було визначено поняття

депозитарної системи, види депозитарної діяльності, створено центральний депозитарій, а діяльність зберігачів та реєстраторів була об'єднана в професійну діяльність на ринку цінних паперів – депозитарну діяльність депозитарної установи. Також вперше був створений розрахунковий центр (у формі банку) з обслуговування договорів на фінансових ринках, який забезпечував здійснення грошових розрахунків за правочинами щодо цінних паперів, укладеними на фондових біржах та поза фондовою біржою, якщо проводяться розрахунки за принципом «поставка цінних паперів проти оплати». Було встановлено існування лише одного в Україні розрахункового центру [11, с. 70]. Що також критично важливо, було забезпечено можливість виходу українських цінних паперів на міжнародні ринки – до прийняття Закону цього технологічно не могло відбутися.

Закон України «Про інститути спільного інвестування» від 2012 року модифікував регулювання діяльності ІСІ [35]. Було вдосконалено класифікацію інститутів спільного інвестування, введено поняття та особливості діяльності спеціалізованого та кваліфікаційного інститутів спільного інвестування, їхню класифікацію, введено поняття «біржовий інститут спільного інвестування» та умови і особливості його створення та функціонування [11, с. 198].

Варто згадати також, що у 2008-2009 роках відбулася система криза, яка викрила усі негативні явища та слабкі місця на фондовому ринку України. Вартість фінансових активів впала до низьких значень, що підштовхнуло інвесторів до виведення коштів з економіки [17]. Дохідність за перший квартал на ПФТС склала -18,29% [37, с. 83]. Пізніше, одним із заходів Уряду, направлених на вихід із кризового становища, стало затвердження Концепції розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2009-2013 роки [38].

Окрім того, 2011 році дослідники констатували, що фондові біржі України перебувають ще на стадії становлення та розвитку через недостатню інтеграцію у світову біржову систему, що не сприяє підвищенню ринкової капіталізації, активізації торгів цінними паперами та наближенню до міжнародних стандартів

[39, с. 76]. Тож у 2012 році було схвалено проект Концепції доступу іноземних емітентів на вітчизняний фондовий ринок. Відповідно до неї, у тому ж році НКЦПФР було ухвалено Рішення «Про затвердження Положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України» [40]. Ним було затверджено умови, порядку допуску цінних іноземних емітентів до обігу на території України; на практиці Положення було реалізоване тільки на початку 2015 року з допуском акцій ПАТ «Миронівський хлібопродукт» та ПАТ «Укрпродукт» для торгів на Українській біржі [11, с. 70].

Насамкінець, існує думка, що Програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року, затверджена Постановою Правління Національного банку України від 2015 року, розпочала новий, сучасний етап розвитку фондового ринку України. Реалізація цієї програми передбачає заходи НКЦПФР, спрямовані на консолідацію біржової системи, зниження системних ризиків її діяльності, підвищення рівня прозорості діяльності учасників ринку цінних паперів. На виконання програми, НКЦПФР затвердила «Зміни до Положення про функціонування фондових бірж» та «Положення щодо пруденційних нормативів професійної діяльності на фондовому ринку та вимог до системи управління ризиками» [11, с. 71].

Таким чином, протягом описаного етапу відбулося суттєве оновлення законодавства щодо регулювання фондового ринку України з орієнтацією на сучасні стандарти та висновки науковців щодо його стану і бажаних напрямків вдосконалення.

1.4. Сучасний стан фондового ринку України

Попри систематичну і ґрунтовну роботу з упорядкування фондового ринку, сучасний етап розвитку ринку цінних паперів характеризують внутрішньою політичною нестабільністю, бюджетною кризою, проблемами зі збором податків, надмірними надіями на іноземні інвестиції, що тягне за собою падіння

курсу гривні, збільшення прибутковості державних боргових зобов'язань, втрати державного бюджету, загрозу економічної катастрофи [18, с. 22]. Т.Г. Бусарева зазначає, що одним з недоліків ринку є його аморфність, оскільки на ньому немає посередників в особах брокерських фірм із міцною репутацією або інвестиційних банків, тому ринок поки носить неповноцінний характер. На ринку цінних паперів, продовжує діяти не мобілізаційний, а спекулятивний аспект; розвитку ринку заважають потенційні несплати та інші ризики, що робить проблематичним довготривалі вкладення в цінні папери як вітчизняного, так і іноземного капіталу [18, с. 23].

Для розуміння напрямків подальшого вдосконалення фондового ринку необхідно оцінити його фактичний сучасний стан та тенденції, що проявляються на даному історичному етапі в контексті зовнішніх чинників.

Для аналізу фактичного сучасного стану звернімося до офіційних джерел. У 2019 році НКЦПФР видала Річний звіт за 2018 рік, що містив широкий перелік статистичних даних щодо фондового ринку України за 2018 та попередні роки [41]. Нижче наведемо показники, які, на нашу думку, ілюструють найцікавіші аспекти сучасного фондового ринку та тренди його розвитку, а також прокоментуємо їхнє значення.

У 2018 році, порівняно з 2017 роком, темп приросту обсягів торгів на ринку цінних паперів становив 26% (до 590,59 млрд грн) при зростанні ВВП на 3,2%. Таким чином, співвідношення обсягів торгів на ринку цінних паперів до ВВП становило 19,8% [41, с. 8]. Ці дані дозволяють вести мову про інтерес до операцій на фондовому ринку України.

Індекс фондового ринку також дає можливість оцінити загальну ситуацію на ринку цінних паперів. За 2018 рік індекс Української біржі зріс на 13,92%, ПФТС — на 77,54% [41, с. 8].

При цьому цікаво, що співвідношення торгів за об'єктом змінилося. Основний обсяг торгів у 2018 році — операції з ОВДП — 69%. Обсяг торгівлі акціями впав з 50% у 2016 році до 15% у 2018 році [41, с. 8].

На біржах це співвідношення проявляється ще яскравіше: провідну позицію

продовжують займати державні облігації України — 94,2% від загального обсягу біржових контрактів на організаторах торгівлі у 2018 році. При цьому обсяг торгівлі акціями у 2018 році становив 0,47% [41, с. 8].

НКЦПФР зазначає, що зменшення обсягу торгів акціями відбулося за рахунок продовження роботи з очищення фондового ринку та підвищення прозорості біржового сегменту [41, с. 14]. При цьому ігнорувати масштаб таких змін важко: обсяг торгів на ринку цінних паперів в цілому зменшився з 2127,55 млрд. грн. у 2016 році до 590,58 млрд. грн. у 2018 році [41, с. 14].

Структура обсягу зареєстрованих випусків цінних паперів на фондовому ринку України також зазнала змін. Обсяг випуску акцій з 2017 по 2018 рік змінився з 91,97% до 36,92%. Натомість частка випуску облігацій підприємств виросла з 2,36% до 25,62%, а акцій КІФ — з 3,88% до 27,52%. Проте загальний обсяг випуску цінних паперів значно зменшився — на 82,9% порівняно з 2017 роком [41, с. 12].

Щодо акцій ситуація ще більш яскрава. Упродовж 2014-2018 років Комісією зареєстровано випусків акцій на загальну суму 1 385,06 млрд грн. У 2018 році обсяг випуску акцій сягнув свого мінімуму за останні п'ять років і становив 22,28 млрд грн. При цьому у 2017 році він становив 324,84 млрд. грн. Основними емітентами акцій були банки (7 із 9 найбільших емітентів у 2018 році), що здійснювали емісії з метою докапіталізації [41, с. 12].

Щодо співвідношення біржових та небіржових торгів, видно, що у 2018 році обсяг торгів на біржовому ринку становив 44,17% від загального обсягу торгів на ринку цінних паперів (590,58 млрд грн) [41, с. 12]. Тут спостерігається тренд щодо консолідації. Провідну роль займають три біржі: найбільшу кількість випусків цінних паперів, які перебувають в обігу на фондових біржах, було розміщено на ПФТС — 521 (39,9%), біржі «Перспектива» — 425 (32,6%) та Українській біржі — 332 (25,5%). А щодо торгів — лише дві фондові біржі, «ПФТС» та «Перспектива», відзначалися значними обсягами торгівлі — понад 91,9% вартості біржових контрактів [41, с. 10-11].

Найпривабливішим в структурі біржових торгів у розрізі за видами ринків

був спотовий ринок, частка якого становила 83,6% від загального обсягу біржового ринку [41, с. 11], що свідчить, зокрема, про непевність інвесторів у безпечності укладання форвардних контрактів.

Цікавим є співвідношення випусків акцій, що відповідають та не відповідають лістинговим умовам. У 2018 році кількість позалістингових випусків акцій, допущений до торгівлі на біржі, становила 372, в той час як лістингових – 4 [41, с. 15]. У зв'язку з цим капіталізація емітентів, акції яких внесено до біржового реєстру, впала і з 457,61 млрд. грн до 7,97 млрд. грн, що значною мірою пов'язане зі зменшенням кількості випусків акцій, внесених до біржового реєстру як такі, що відповідають вимогам лістингу [41, с. 16]. Якщо розглядати лістингові умови як своєрідний «знак якості», невідповідність майже всіх випусків таким умовам свідчить про низьку якість фінансових інструментів в Україні, що, безумовно, відштовхує інвесторів.

Ще один цікавий тренд – на сьогодні ринок державних облігацій відіграє одну з ключових ролей саме у формуванні бюджетної політики держави. Державні облігації є інструментом державних запозичень, дозволяючи залучати необхідні фінансові ресурси. Проте більшість із таких облігацій є короткостроковими, а значить, розраховані на швидке залучення і витрачання коштів. Так, ОВДП зі строком погашення до 1 року становили 55,6% обсягу торгів ОВДП за 2018 рік [41, с. 18].

Держпідприємства слідують цьому тренду. Порівняно з 2017 роком обсяг зареєстрованих випусків облігацій підприємств збільшився на 7,1 млрд грн або на 85% [41, с. 20].

Ринок деривативів упродовж останніх трьох років скорочується, що теж вказує на непевність інвесторів у безпечності довгострокового планування та інвестування. У загальній структурі обсягів торгів на ринку цінних паперів частка обсягу торгів деривативами становила 0,46% сукупного обсягу торгів на фондовому ринку [41, с. 24].

Щодо типу контрактів, на біржовому ринку в 2018 році попитом користувалися валютні ф'ючерсні контракти (1,59 млрд грн) та товарні

ф'ючерси (223,7 млн грн) [41, с. 27]. Відповідно, інтерес загострюється на валютних спекуляціях та, меншою мірою, матеріальних активах, які мають нижчий ризик знецінення.

Консолідація інвестицій і залучення дрібніших інвесторів також впливає із позитивної динаміки розвитку корпоративних інвестиційних фондів. Протягом 2018 року Комісія зареєструвала 179 випусків акцій корпоративних інвестиційних фондів на суму 16,6 млрд грн, і цей показник збільшився на 2,9 млрд грн порівняно з 2017 роком [41, с. 27]. Водночас частка обсягу торгів цінними паперами ІСІ на біржовому ринку у загальному обсязі торгів цими інструментами на ринку цінних паперів незначно збільшилася – з 0,15 % у 2017 році до 0,64 % у 2018 році, все-одно залишаючись на вкрай низькому рівні [41, с. 30].

Згідно зі статистичними даними, у 2018 році спостерігається приплив капіталу іноземних інвесторів на фондовий ринок України: позитивне сальдо торговельних операцій за участю нерезидентів у річному підсумку становило 28,32 млрд грн. Проте такий позитивний приплив відбувався лише із країн, що вважаються сприятливими для концентрації капіталу з податкової точки зору: Нідерланди, Віргінські острови, Кіпр, Велика Британія та Кайманові острови [41, с. 44].

Цікаво, що найбільший обсяг номінальної вартості цінних паперів власників-нерезидентів пакетів голосуючих акцій (5 відсотків і більше) акціонерних товариств, станом на кінець 2018 року, зафіксовано серед представників таких країн, як Росія (30,11 %), Кіпр (17,34%) та Люксембург (4,3%). Слід зазначити, що зростання обсягу номінальної вартості значних пакетів акцій, які належать власникам-нерезидентам із Росії, зумовлено докапіталізацією банківського сектору (Сбербанк, банк «ВТБ» тощо) [41, с. 45].

Із наведеної інформації ми можемо зробити наступні висновки:

- обсяг торгів на фондовому ринку зріс, як і оборот капіталу дрібних інвесторів;
- інвестори цікавляться надійнішими інструментами, які принесуть

швидший і більш гарантований прибуток, натомість обсяг стратегічних капіталовкладень залишається низьким і продовжує зменшуватися;

- якість фінансових інструментів, доступних для придбання на фондовому ринку, низька;
- домінуючу роль серед емітентів на фондовому ринку займають банки;
- іноземні інвестиції в Україну через фондовий ринок здійснюються головним чином із офшорних юрисдикцій та так званих «tax havens» (податкові гавані).

Зазначимо, що розглядати вказані дані без контексту не можна. Наприклад, щодо рівня капіталізації О.М. Шарнопольська зазначає, що цей статистичний показник не можна розцінювати як індикатор ступеня розвитку фондового ринку, адже в сформованих умовах він практично ніяк не пов'язаний з ефективністю функціонування реального сектора економіки, а скоріше характеризує особливості процесів перерозподілу власності, ніж ступінь розвитку фондового ринку як інструмента, покликаного обслуговувати нормальне функціонування акціонерного капіталу [42, с. 13]. Варто адекватно оцінювати значення умов розвитку фондового ринку України для оцінки його реального стану.

У цьому аспекті, ключова особливість фондового ринку України і риса його унікальності, на якій ми вже наголошували – він сформувався як інструмент приватизації, а не перерозподілу капіталу, що підкреслює, зокрема, С.В. Захарін [43, с. 8]. З ним погоджується і М.М. Кутузова, додаючи, що внаслідок цього в Україні з'явилося близько 28 млн. власників акцій, а звичайна вартість пакета такого інвестора становила 10 грн. Масова приватизація стала причиною появи в обігу великої кількості неліквідних цінних паперів (35 тис. емісій цінних паперів акціонерних товариств) [44, с. 2]. З одного боку, це повинно було забезпечити участь широких мас у процесах фондового ринку; натомість, ефект був протилежним: сертифікатна приватизація не приносила приватизованим підприємствам жодних додаткових капіталів, що призвело до незацікавленості емітентів у своїх акціонерах [45, с. 45]. Це мало наслідком уникнення

товариствами обов'язку виплачувати дивіденди своїм акціонерам, яких подекуди налічувалися тисячі. Більш того, з погляду традиційного фундаментального аналізу та акціонерної теорії, міноритарні акціонери відіграють роль для корпоративного управління лише тоді, коли їхня думка може впливати на вартість акцій і, отже, вартість капіталу їхньої компанії [44, с. 2]. Фактична неможливість брати участь в управлінні товариством у сукупності із відсутністю фінансового зиску спричинила втрату інтересу і в самих акціонерів.

Більш того, на думку науковців, український фондовий ринок ніколи не виконував і не виконує того завдання, заради якого він існує в усьому світі: перерозподіл фінансових ресурсів на користь тих, хто здатен найбільш ефективно їх використовувати [44, с. 2]. Переформатувати фондовий ринок під його реальне призначення намагалися за допомогою закордонних коштів з «лімітів» великих інвестиційних компаній на emergency markets (ринки, які розвиваються). Однак остання криза відлякала міжнародних гравців, і всі їхні гроші повернулися назад за кордон. Параліч фондових майданчиків, який відбувся внаслідок цього, наочно показав — реального самодостатнього ринку цінних паперів в Україні так і не було створено [44, с. 2].

Цікавою є думка, що справедливим є і зворотний зв'язок: недостатній розвиток фондового ринку в значній мірі вплинув на механізм проведення приватизації [3, с. 9]. Справді, приватизація як така не була неправильним кроком, проте якби фондовий ринок був більш розвинений, її можна було б проводити за допомогою більш досконалих механізмів, що забезпечили б оптимальний розвиток і об'єктів приватизації, і усього ринку.

Нехай і в особливому вигляді, але такий формат фондового ринку на етапі зародження був близький до американської моделі акціонерного капіталу: мільйони приватних дрібних акціонерів, відсутність мажоритаріїв. Саме в ті роки і були написані закони про ринок цінних паперів і всі основні норми для відкритих акціонерних товариств. Через десять років фондовий ринок, що зародився таким особливим чином, кардинально змінився: капітал компаній

консолідувався, повсюдно з'явилися «хазяї». Роль міноритаріїв в управлінні компаніями звелася до нуля. Система фондового ринку України представлена значною кількістю професійних учасників [44, с. 2].

Наслідком усіх перелічених факторів була низька оцінка фондового ринку іноземними спеціалістами.

Зазначають, що протягом більш ніж двадцяти років свого розвитку український фондовий ринок тривалий час не був включений у жоден із чотирьох класів світових фондових ринків: розвинені, ті, що розвиваються, ті, що розвиваються другого рівня та прикордонні [46, с. 88]. На даний момент лише одна із трьох організацій, які проводять класифікацію ринків, внесла Україну до категорії Frontier Markets [47].

Хоч український фондовий ринок характеризується високими темпами зростання (будучи за окремими характеристиками навіть лідером серед ринків, що розвиваються, наприклад, за дохідністю), проте має ряд проблем, що мають комплексний характер та перешкоджають більш ефективному розвитку [46, с. 88]. Перелік таких проблем ми наведемо нижче.

Отже, сучасний стан фондового ринку міцно пов'язаний із історією його існування. Низькі темпи його розвитку спричинені неправильним вектором його використання на етапах формування. Слабкий розвиток ринку не дозволив побудувати оптимальну систему розподілу активів і капіталу через такий ринок, а також фокусуватися на створенні самих таких активів та форм капіталу. До того ж, була втрачена довіра потенційних міноритарних інвесторів, які так і не переконалися у тому, що фондовий ринок може бути інструментом набуття капіталу (цікаво, що у 1993 році інвестування в акції займало в рейтингу найпривабливіших об'єктів інвестицій серед населення лише 10 місце, поступаючись освіті дітей та створенню власної бібліотеки) [48, с. 19]. Чинні інвестори є переважно професійними учасниками фондового ринку, проте вбачають користь лише у короткостроковому і надійному інвестуванні у боргові цінні папери. Реального залучення інвестицій з-за кордону через фондовий ринок не відбувається.

Проте навіть за чинних умов науковці та інвестори бачать потенціал в українському фондовому ринку. У 2017 році міжнародне агентство Bloomberg назвало український фондовий ринок найбільш швидкозростаючим в світі. Найбільш прибутковими були визнані акції українських компаній, які виростили за розрахунками агентства на 80%. Причина – відновлення і зростання української економіки [49]. Хоч така оцінка була зроблена у період між кризами – після російської агресії, проте до пандемії коронавірусу, – це показує, що український фондовий ринок має достатньо невикористаної енергії для стрімкого зростання за правильних умов.

Відновлення економіки країни повинно підвищувати інвестиційну привабливість акцій українських емітентів, адже акції українських компаній розміщені не лише всередині країни, але і за кордоном. Наприклад, впевнено зростали котирування акцій залізничного підприємства Ferrexpo, активи якого розташовані в Україні – за 2017 рік котирування зросли на 118% [49].

Український фондовий ринок цілком може стати привабливим місцем для сучасних інвесторів також і у зв'язку з тим, що відбувається теоретичне і практичне переосмислення іноземного інвестування у зв'язку із чинними світовими фінансовими тенденціями (про що детально йтиме мова нижче), зокрема, зі зміною структури міжнародного господарства і посиленою увагою до країн перехідної економіки [43, с. 5]. В таких країнах можуть бути розміщені потужності і ресурси великих емітентів (прикладом може бути згадана вище компанія Ferrexpo), що може дати поштовх розвитку усій економічній системі цих країн. Це, в свою чергу, може посилитися розвитком фондового ринку, який дозволить залучати інвестиції оптимальніше та в більших обсягах. Фахівці вказують, що зараз у світі настає мода на такі країни як Україна [49].

О.М. Мозговий також бачить можливості зростання слабо розвиненого, але потенційно потужного фондового ринку України. Він зазначає, що національний фондовий ринок знаходиться у завершальній стадії становлення, але має реальну перспективу виявити своє призначення в акумуляції та ефективному перерозподілі інвестиційних ресурсів, формування інституту

власників із надійним захистом їх прав та інтересів [52, с. 29].

Зазначимо, що рухи у напрямку модернізації регулювання відбуваються, хоч і повільними темпами. У 2018 році було складено і подано проєкт Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів». Законопроєкт визначає правові засади функціонування ринків капіталу та організованих товарних ринків в Україні, провадження професійної діяльності на зазначених ринках, врегульовує відносини, що виникають під час емісії та обігу цінних паперів, укладення й виконання деривативів та правочинів з ними. Іншими словами, проєкт комплексно підходить до врегулювання питань:

- функціонування ринків похідних цінних паперів та деривативів;
- функціонування ринків капіталу та організованих товарних ринків, а також розбудови їх інфраструктури;
- забезпечення захисту прав власників облігацій, зокрема, шляхом передбачення інституту зборів власників облігацій та колективного представника власників корпоративних облігацій, у відповідності до найкращих світових практик [50].

Проєкт було відкликано, а у жовтні 2019 року подано знову. В грудні 2019 року проєкт було прийнято в першому читанні [51].

Навіть за наявності законодавчих ініціатив, ми вважаємо, що якісна зміна фондового ринку за описаних вище умов та реалізація його потенціалу можлива тільки у разі здійснення кардинальних та системних змін протягом найближчого кризового періоду. Детально такі пропоновані концептуальні зміни будуть описані у наступному розділі.

Висновки до розділу 1

1. Фондовий ринок України, попри свій тридцятирічний розвиток, перебуває в процесі формування. Це обумовлено історичними умовами, в яких

він виник, економічними, політичними та соціальними процесами, що супроводжували його існування. Була проведена клопітка робота з метою його розвитку та підтримання. Періодизація розвитку фондового ринку України відрізняється в окремих науковців, проте нами здійснено власну періодизацію регулювання фондового ринку України. Можна виділити три основні етапи: етап зародження – до 1991 року, етап становлення – 1991-2001 роки, та етап кризи і трансформації – 2002-2019 роки. Встановивши та окресливши характерні риси кожного з етапів, визначивши ключові акти, що були прийняті у відповідні етапи, констатуємо, що увага держави до фондового ринку, а також цілісність та якість регулювання зростала з кожним наступним етапом.

2. Сучасний стан фондового ринку України характеризується рядом проблем, які, попри перебування у фокусі уваги фахівців та законотворця, потребують кардинальних системних змін для їхнього вирішення та реалізації значного потенціалу українського фондового ринку.

РОЗДІЛ 2 НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

2.1. Обґрунтування необхідності вдосконалення регулювання

Розвиток фінансової системи країни є наслідком впливу ряду факторів, і функціонування фондового ринку є лише одним із таких факторів. Чому ж ми наголошуємо на його важливості для розвитку української економіки? Відповідь – тому що з його допомогою можна досягати результатів, недоступних за використання будь-якого іншого елементу економічної системи.

Перш за все, дослідниками доведено необхідність розвитку внутрішніх джерел капіталотворення порівняно з залученням зовнішніх ресурсів як додаткового джерела капіталу [43, с. 4]. Фондовий ринок у розвинутих країнах є потужним засобом залучення інвестиційних ресурсів, що може універсально використовуватися для залучення ресурсів як внутрішнього, так іноземного походження. Кошти, наявні у населення, за своїми обсягами значно перевищують кошти державного, місцевих бюджетів або інших подібних фондів, і замість того, щоб зберігати їх у валюті чи інших активах, населення може запустити їх в рух шляхом участі у фондовому ринку, за високого рівня розвитку якого від цього виграватимуть і суб'єкти, які залучають кошти, і суб'єкти, що їх вкладають.

Щодо залучення зовнішніх ресурсів, саме активна міграція капіталу між країнами визнається найважливішою складовою частиною і формою сучасних міжнародних економічних відносин. Вивезення капіталу вже давно пересилило за своїми економічними ефектами вивезення товарів [43, с. 7]. Фондовий ринок дозволяє активізувати імпорт капіталу та залучити економіку країни до загальносвітових економічних процесів.

Вільний міжнародний імпорт капіталу має позитивні наслідки для країн-

імпортерів, серед яких наводять:

- сприяння економічному зростанню країни – реципієнта капіталу;
- створення нових робочих місць;
- нові технології, ефективний менеджмент, прискорення науково-технічного прогресу;
- поліпшення платіжного балансу країни-реципієнта [43, с. 8].

Позитивні ефекти вільного руху капіталу підтверджуються і негативними наслідками за обмеження такого руху – фіксація вільних коштів обмежує загальний обсяг та структуру інвестиційних ресурсів [3, с. 5].

Вважається, що ступінь розвитку фондового ринку та реальне економічне зростання взаємозалежні – регулюючи потоки фінансових ресурсів, фондовий ринок впливає на процеси у реальному секторі економіки. Це підтверджується тим, що країни, що перебувають на більш високому економічному рівні, мають більш розвинуті фондові ринки. В розвинутих країнах через них проходять значні фінансові потоки: сума щорічних продажів всіх акцій складає в Німеччині 18.7%, Японії – 38.3%, США – 34.4% ВВП [42, с. 9]. Навіть історично розвиток національних економік був прямо пов'язаним із фондовими ринками. Навіть рівень заможності населення пов'язаний із розвитком фондового ринку – в Європі, де інституційні інвестори знаходять підтримку приватних інвесторів, – 2,2 млн мільйонерів із 7 млн у всьому світі [53, с. 5].

Нині інтерес до дослідження ролі фондового ринку в забезпеченні економічного зростання також обумовлюється падінням курсу долара, зниженням процентних ставок по банківських депозитах, зростання фондового ринку з відповідним збільшенням прибутковості інвестиційних фондів, загальних фондів банківського управління та інших інструментів ринку цінних паперів [44, с. 5].

Дослідники констатують: період дешевих грошей у світі добігає кінця, і змагатися за капітал стане складніше. Науковці вірять, що ліберальні економічні реформи ще можуть допомогти Україні запустити ринок і залучити капітал в значних масштабах. Замість цього здійснюються спроби уникнути

соціальних потрясінь, що призводить до абсолютно протилежного — капітал оминає країну, а економічна активність наближається до нуля [46, с. 88].

Як висновок, найближчі роки можуть бути найоптимальнішими для розвитку фондового ринку України для реалізації його потенціалу в рамках сучасної світової кон'юнктури, яка саме шукає свій формат, важливе місце в якому можуть мати країни з перехідною економікою, що вчасно знайдуть свою ідентичність та ресурси для проведення рішучих реформ фондового ринку як одного із ключових факторів залучення ресурсів до національної економіки.

2.2. Групи проблем фондового ринку

Оглянувши сучасний стан фондового ринку України, його особливі риси та визначивши необхідність його вдосконалення, перейдімо до переліку проблем, які необхідно виправити для вдалого реформування фондового ринку.

Умовно розділимо проблеми, що окреслюються науковцями, на категорії:

1) проблеми, пов'язані з інвесторами:

- порушення прав інвесторів, відсутність ефективного захисту прав інвесторів [54, с. 32];
- низький рівень участі населення в діяльності фондового ринку [54, с. 32];
- відсутність прагнення емітентів — акціонерних товариств, що з'явилися після приватизації, — до вільного обігу власних акцій на ринку [55, с. 131];
- незацікавленість потенційних інвесторів придбавати цінні папери через низький рівень корпоративного управління [55, с. 131];
- відсутність відкритого доступу до інформації, недостатня прозорість ринку [54, с. 32];
- недостовірність, несвоєчасність та необґрунтованість інформації про діяльність учасників ринку [56, с. 128];
- високий рівень маніпулювання, асиметричність інформації [45, с. 45];
- монополізація всіх великих пакетів акцій, зменшення кількості акцій, які

обертаються на біржі [49];

- відсутність розвиненої мережі інституційних інвесторів [54, с. 32];
- незнання потенційними інвесторами біржових механізмів [57, с. 25];
- відсутність надійного та стабільного законодавства при значній кількості нормативних актів виконавчих органів [3, с. 9];
- залежність торгівельної активності від присутності на ринку іноземного спекулятивного капіталу [58, с. 121];
- зростання недовіри, як з боку населення, так і з боку зовнішніх інвесторів, до нинішнього уряду, що не в змозі ефективно впливати на ситуацію в економіці та у кредитно-грошовій політиці країни [37, с. 87];
- обмеженість власних капіталів українських інвесторів для ефективного інвестування в закордонні інвестиційні проекти [59, с. 12];

2) проблеми, пов'язані із вмістом ринку:

- низький рівень капіталізації [54, с. 32];
- низька якість фінансових інструментів та їхня низька ліквідність, як наслідок [49];
- високий ступінь ризиків [54, с. 32];
- недостатність фінансових інструментів із високим інвестиційним потенціалом [58, с. 121];
- фактична відсутність ринку похідних та іноземних цінних паперів [56, с. 128];
- незначна інвестиційна роль фондового ринку – лише близько 41% від загального обсягу емісії було здійснено з метою залучення грошових коштів [3, с. 9];
- значне перевищення первинного ринку над вторинним [3, с. 9];
- проведення українськими компаніями IPO на зарубіжних біржових майданчиках [55, с. 131];

3) інституційні та регуляторні проблеми:

- недосконалість нормативно-правового забезпечення з регулювання фондового ринку, недосконала законодавча база [60, с. 151];

- відсутність належної державної підтримки фондового ринку [60, с. 151];
- нестача кваліфікованого персоналу [60, с. 151];
- непостійність якості управління, професіоналізму держслужбовців та наявність конфліктів інтересів у уряді [61, с. 94];
- нівелювання інституційних досягнень у разі політичної або економічної кризи [61, с. 94];
- тривала відсутність фактичного покращення інституційної якості фондового ринку [61, с. 94];
- орієнтація наявної інфраструктури та системи регулювання на великих емітентів, масштаби яких дозволяють іноземним інвесторам працювати з ними [55, с. 131];
- відсутність системної інфраструктури фондового ринку, тобто існування певного набору незв'язаних між собою (ні інформаційно, ні технологічно) інститутів [3, с. 9];
- проблеми регуляції законодавства про клірингову діяльність [56, с. 128];
- неповне запровадження європейських стандартів пруденційного та консолідованого нагляду [56, с. 128];
- обтяжливість формальних бюрократичних процедур, пов'язаних з вивезенням вітчизняного капіталу за межі України, наявність альтернативних (нелегальних) механізмів виведення коштів резидентів [59, с. 12];
- відсутність кореспондентських зв'язків між Національним депозитарієм України (НДУ) та центральними депозитарними установами тих країн, на фондових ринках яких можуть бути придбані цінні папери іноземних емітентів;
- складнощі здійснення переказу за межі України коштів, призначених для придбання цінних паперів іноземних емітентів [59, с. 12];
- змішана (банківська і небанківська) модель ринку цінних паперів і як наслідок – НБУ і небанківські державні органи в ролі регулюючих інстанцій [62, с. 212];
- високий адміністративний тиск [44, с. 3];
- упереджені та необґрунтовані судові рішення [44, с. 3];

– активне втручання держави у біржовий процес, але слабкий нагляд за діяльністю емітентів [55, с. 131].

Також варто підкреслити наявність системних проблем, пов'язаних із підвалинами політичної економічної системи України, які, тим не менше, прямо впливають на фондовий ринок України:

- олігархічна економіка – власнику 100% підприємства не вигідно працювати з міноритарними акціонерами [49];
- нестабільна політична ситуація [60, с. 151];
- високі темпи рівня доларизації економіки [61, с. 91];
- незавершеність ринкових перетворень [61, с. 91];
- випереджаюче зростання монетарного сектору порівняно з реальним [61, с. 91];
- неефективна структура економіки України [61, с. 91];
- нерозвиненість суспільних інститутів в цілому та інститутів притаманних розвинутим фондовим ринкам зокрема [61, с. 91].

Названі проблеми в комплексі перешкоджають виконанню основного завдання вітчизняного фондового ринку – широкому залученню фінансових ресурсів для інвестування в інноваційні та інші довгострокові економічні проекти. Вирішенню цих проблем можна сприяти засобами нормативно-правового регулювання.

2.3. Аспекти до врахування при розробці рішень

Перш ніж перейти до способів вирішення конкретних проблем, вважаємо за необхідне адресувати три важливих аспекти, необхідних до врахування.

Перший – кризова ситуація, в якій перебувають нині усі країни світу, наслідки, які ця кризова ситуація спричинить, а також способи оптимізації заходів під такі кризові умови.

Для оцінки фактору кризи необхідно проаналізувати наслідки, які

спричиняли попередні кризи для фондових ринків та економіки в цілому.

В часи кризи операції зосереджуються на позабіржовому ринку. Так, у США, протягом 1950–1960 років на позабіржовому ринку зосередилося 99% обороту державних облігацій, 95% обороту корпоративних облігацій і 34% обороту акцій. Крім того, швидкими темпами також зростає роль інституційних інвесторів на ринку акцій [63, с. 15].

Криза також характеризується зміною найпопулярніших фінансових інструментів та способу їхнього використання. У 2008 році на місце корпоративних облігацій приходять державні, які приносять менший дохід, але водночас і менший ризик. Поступово державні облігації витісняють обсяги торгівлі колишніми лідерами, такими як акції та векселі. Так, у 2013 році зростала роль похідних цінних паперів у зв'язку із пошуком інвесторами альтернативних засобів заробітку окрім акцій, стан яких погіршується. У 2014 році облігації набувають нової ролі – інструменту захисту капіталу (на противагу засобу обігу) [60, с. 146].

Насамкінець, інвестори займають вичікувальну позицію, а обсяг операцій зменшується. У 2008 році масштабні збитки фінансових установ разом із негативними макроекономічними показниками викликали кризу ліквідності та відтік грошей з фондових ринків. В цей час приватні інвестори в масовому порядку залишають фондові ринки навіть у розвинених економіках. З цієї причини протягом кризи західні інвестиційні фонди, які самі відчують гострий дефіцит ліквідності, певний час не будуть набувати високоризикових українських цінних паперів, тож проведення подальших великих розпродажів на українських біржах великими і середніми компаніями значних пакетів акцій виглядає малоймовірним – вони навряд чи принесуть прибуток навіть на спекулятивних стратегіях [37, с. 86].

Очікується, що більшість інвестиційних компаній оберуть пасивну тактику і повернуться на український ринок як покупці акцій вже тоді, коли на світові ринки почне повертатися масовий інвестор, а Україна знову стане привабливою для нерезидентів як один з найбільш недооцінених ринків.

Звернімо увагу на те, що перші дві зазначені характеристики кризового стану вже проявляються в Україні, відповідно до інформації, наданої НКЦПФР. Ми переконані, що найближчим часом також проявиться і третя названа ознака, про що свідчить значний спад ділової активності у всьому світі у зв'язку із карантинними заходами.

Неефективна внутрішня політика може тільки погіршити наслідки кризи. Так, на спадну динаміку вітчизняного фондового ринку в 2008 році, крім різко негативного зовнішнього фону, вплинуло наступне:

1) збільшення темпів інфляції, неефективні антиінфляційні заходи, які призвели до кризи ліквідності у банківській сфері;

2) скорочення обсягів кредитування комерційними банками, внаслідок чого підприємства більше не могли розраховувати на залучення фінансування за допомогою кредитування або випуску боргових інструментів;

3) різке зростання курсу гривні до долара, знецінення заощаджень населення та вплив на експортно-орієнтовані галузі промисловості;

4) уповільнення законотворчого процесу щодо функціонування національного фондового ринку у зв'язку з політичними проблемами в країні [37, с. 86].

Варто зазначити, що науковці вважають падіння фондового ринку в кризу наслідком інших процесів: кризи перевиробництва, підвищення цін на нафту, дефіциту платіжного і торговельного балансу, непослідовного проведення грошово-кредитної політики та ін. В тому числі й через це кризи на ринках, що формуються, були більш потужними, ніж на розвинутих [3, с. 6], і нині до цього також треба бути готовими. У 2014 році функціонування фондового ринку відбувалось у надзвичайно складних політичних та макроекономічних умовах – поєднанні політичної, фінансово-економічної та банківської криз, несприятливої кон'юнктури на зовнішніх ринках, зниження внутрішнього споживчого та інвестиційного попиту, розриву міжрегіональних зв'язків, тощо. Як результат – реальний ВВП скоротився на 6,8%, що може спіткати українську економіку та мати глибокі наслідки на функціонуванні фондового ринку і нині

[64, с. 72].

Але важливо розуміти, що післякризове відродження залежить від успішного переходу до нової інноваційно-інвестиційної моделі економічного зростання. Її умовами є укріплення вітчизняної фінансової системи, а особливо таких її складових як фондовий ринок і банківська структура, з допомогою яких забезпечується централізація і розподіл економічних ресурсів, направлених на оновлення і розширення виробництва [44, с. 6]. А оскільки минулі кризи наочно показали слабкість і неможливість фондового ринку самостійно владнати з кризовими ситуаціями, і, відповідно, існувати як саморегулююча система, ключовою є увага до стратегічного плану переформатування фондового ринку, який може стати вагомим фактором виходу України з кризи [44, с. 6]. Більш того, на нашу думку, кризовий період сповільнення ринкової активності – найзручніше вікно можливостей для розробки концепції реформування наявних систем і механізмів. Таке реформування може мати радикальніший характер, адже вже відбувається в період своєрідного «перезавантаження» системи.

Другий аспект до врахування – роль іноземного досвіду у пошуку шляхів оптимізації фондового ринку України. На нашу думку, навіть з урахуванням особливостей розвитку українського фондового ринку, запозичення найкращих надбань іноземних систем є правильним кроком з двох причин: 1) вивчення такого досвіду показує, які шляхи вже спрацювали і можуть спрацювати в Україні, і 2) схожість української системи з іноземними в тих чи інших аспектах забезпечує кращу взаємну інтеграцію цих систем у перспективі.

На міжнародному рівні вже була проведена робота із систематизації найкращих практик. Так, загальновизнаними орієнтирами у створенні національного законодавства є такі міжнародні документи, як Директиви ЄС, резолюції IOSCO; рекомендації Групи Тридцяти [42, с. 9]. Ми також можемо вивчати й досвід конкретних країн, визнаними лідерами серед яких є США, Сполучене Королівство, Німеччина, Японія. Крім того, досвід Польщі може стати найбільш релевантним для України через схожі «стартові» умови та фактичну близькість економічних та фінансових систем. Науковці також

привертають увагу і до досвіду азійських країн, що розвиваються.

Проте таке запозичення повинно бути максимально уважним та вибіркоким. Необхідний баланс між тим, щоб не впустити системних зв'язків запропонованого досвіду, який можна перейняти, та уникнути повного копіювання механізмів та структур без урахування національних особливостей, які можуть приректи ідеї, що є об'єктивно прогресивними, проте неоптимальними для особливого українського фондового ринку, який вже почав формуватися за власними формами і законами.

Отже, науковці погоджуються, що вибіркове (з урахуванням вітчизняного досвіду та специфіки) використання та запровадження позитивного надбання європейського та світового досвіду правового регулювання фондового ринку може стати одним із ключових чинників на шляху переходу України з категорії держав, що мають фінансовий ринок, який перебуває в стадії формування, до категорії держав з розвинутим фінансовим ринком [65, с. 169].

Третій і останній аспект, на якому ми вважаємо за необхідне загострити увагу – світові тенденції, на які треба зважати при подальшій розробці законодавства щодо фондового ринку.

Ряд науковців веде мову про глобалізацію, яка набирає обертів щороку сильніше. Її джерело – у змінах реального сектору економіки. Компанії вже ідентифікуються не за прапором, а за галуззю і місцем у світовій економіці [53, с. 7-8].

Економічна глобалізація як сучасний стан міжнародного господарства провокує переплетіння економік різних країн, що особливо стосується фінансового сектору. Відкриваються нові шляхи руху капіталів, що призводить до формування міжнародних фінансових ринків. Інтеграція відбувається і на рівні капіталів, і на технологічному рівні [66].

Підкреслюють, що інтернаціоналізація характеру капіталу має цікавий і важливий для України наслідок. Вона спричиняє переміщення активів у ті країни і регіони, де потенційне зростання очікується найбільш прискореними темпами. Національні ринки перетворюються на структурні складові світового

фондового ринку, а Україна за правильної політики може стати привабливою зоною зростання у міжнародній системі розподілу капіталу [66].

Розвиток світового фондового ринку має наслідком і переформатування його базових систем. Відбувається, зокрема, перехід фондових бірж до моноцентричної системи і стандартизації алгоритмів дій біржової інфраструктури, підвищення рівня організованості локальних ринків та вдосконалення державного контролю, поява правових нововведень, розширення масштабів IPO, посилення вимог до розкриття інформації емітентами і поглиблення прозорості ринку [66]. Необхідною умовою для цього є гармонізація та уніфікація національних та облікових (депозитарних) систем [67, с. 93]. Хоч цей процес лише на своєму початку, його наслідки з часом перекинуться і на національні фондові ринки, що дозволить інвесторам уникнути ризиків, пов'язаних із національними системами та їхніми девіаціями [66]. Також поступово відбувається відмова від такого напрямку регулювання, як протекціонізм – захист національних учасників фондового ринку за допомогою надання їм різних пільг і обмеження участі іноземних інвесторів [68, с. 12].

Грамотне інкорпорування таких тенденцій в українську систему регулювання дозволить їй швидше і простіше інтегруватися у світовий ринок.

У зв'язку з глобалізацією виникає ряд пов'язаних процесів і тенденцій:

- створення глобальних торговельних та розрахунково-клірингових систем для обслуговування міжнародних ринків капіталу;
- технологізація ринків капіталу через зростаюче використання новітніх інформаційних фінансових технологій;
- універсалізація діяльності фінансових інститутів, які спроможні надавати своїм клієнтам повний спектр фінансових послуг, включаючи послуги на ринках цінних паперів;
- зростання ролі інституційних інвесторів (ІСІ, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній) у здійсненні фінансових інвестицій;
- інтернаціоналізація та регіоналізація регулювання фондових ринків;

– дерегуляція фінансових ринків як засіб протидії їх переміщенню в офшорні зони [59, с. 9].

Якими є правильні кроки для України в даній ситуації? По-перше, необхідно мати свій сильний ринок (з матеріальної та інституційної точки зору), щоб не постраждати від масштабних інтернаціональних процесів взаємопроникнення. До того ж, потрібно бути готовими працювати в умовах потужної конкуренції. Науковці наголошують, що між локальними ринками виникає жорстка конкуренція за інвесторів та емітентів, а перевагу отримують ті, хто за допомогою додаткових послуг і кращого сервісу збільшить ліквідність; фондовий ринок, який не здатний буде цього зробити, має незначні перспективи [66].

Окрім того, фахівці розглядають євроінтеграційний курс України як безальтернативний [46, с. 87]. Зазначають, що найважливішими умовами досягнення збалансованості фондового ринку України є зближення існуючого й майбутнього законодавства України саме із законодавством ЄС (регламентами, директивами, рішеннями, рекомендаціями й висновками) як найближчим сусідом і потенційно ринком найтіснішої взаємодії для України та вжиття заходів для забезпечення відповідності із законодавством ЄС [69, с. 21]. Окрім того, євровалютне фінансування нині є важливим способом розвитку фінансових ринків, і інвестори, розуміючи правила гри і близькість української системи до європейської, матимуть вищий ступінь довіри та впевненість в оптимальності співпраці з українськими суб'єктами фінансового ринку. Варто вказати, що законодавчі ініціативи, які нині перебувають на обговоренні у парламентських колах, справді мають тенденцію до запозичення надбань європейського регулювання.

Таким чином, під час розробки регулювання для оптимізації фондового ринку України необхідно враховувати: 1) вплив та наслідки кризових явищ на економічні процеси та функціонування фондового ринку, а також роль самого фондового ринку для подолання цих явищ, 2) необхідність запозичення іноземного досвіду та правильний підхід до такого запозичення, а також 3)

існування світових тенденцій розвитку фондового ринку, ключовою з яких є глобалізація, та важливість розробки заходів, які враховували б ці тенденції та використовували їх.

2.4. Шляхи вирішення проблем

2.4.1. Підхід до розв'язання проблем

Перейдімо до опису комплексу заходів, які необхідно здійснити для оптимізації регулювання фондового ринку.

Вище ми виокремили чотири категорії проблем фондового ринку України:

- 1) проблеми, пов'язані з інвесторами;
- 2) проблеми, пов'язані із вмістом ринку;
- 3) інституційні та регуляторні проблеми;
- 4) системні проблеми, пов'язані із підвалинами політичної економічної системи України.

Така класифікація відповідає поглядам науковців на класифікацію факторів, що впливають на фондовий ринок. Так, вказують, що всі фактори впливу на фондовий ринок як систему можна розділити на зовнішні (соціально-економічна структура країни) і на внутрішні (структурна організація ринку):

1) зовнішні: економічні цикли в країні, зміни у структурі власності, галузева структура економіки, економічна та фінансова політика держави (податкова, процентна, валютна, монетарна політика, а також ступінь централізації ресурсів у суспільстві (використання державою та центральним банком внутрішніх грошових ресурсів)), рівень заощаджень, відкритість економіки, рівень політичної і соціальної стабільності, забезпечення законодавчого захисту власників, регіональна належність ринку;

2) внутрішні: насиченість цінними паперами, рівень прибутковості та ризику, ліквідність, структура інвесторів та наявність інституційних інвесторів,

розвиток інфраструктури, системи регулювання та інформації; стимулювання вкладень у цінні папери. Таким чином, перші три категорії проблем переважно кореспондують до внутрішніх факторів впливу на фондовий ринок [3, с. 8].

Зазначимо, що системні проблеми, пов'язані із підвалинами політичної економічної системи України кореспондують до зовнішніх факторів, і їхнє вирішення лежить скоріше в політичній та економічній площинах, ніж у правовій, розвиток якої у свою чергу є наслідком політичних та економічних процесів та рішень. У зв'язку з цим ми не вважаємо за доцільне глибоко розглядати такі системні проблеми в рамках даного дослідження, зазначаючи однак, що без їхнього вирішення комплексна модернізація і оптимізація фондового ринку України не є можливою.

Таким чином, досліджувати перспективи вдосконалення в рамках даного дослідження ми будемо лише стосовно перших трьох груп.

Почати необхідно із глибокого вивчення іноземного досвіду, на чому наголошувалося вище, а також із планування. Фахівці наголошують, що для успішного розвитку національного фондового ринку в умовах трансформації економіки України доцільно створити і реалізувати кілька відповідних цільових програм – міжнародну, що регулюватиме важливі макроекономічні пропорції; біржову, орієнтовану на вирішення проблем окремих бірж і торговельно-інформаційних систем; функціональну, спрямовану на реалізацію ключових функцій державного регулювання фондового ринку (інвестиційні, соціально-економічні, науково-технічні, інноваційні тощо) та регіональну, що містить комплекс заходів впливу держави на стан фондового ринку окремих областей і регіонів. Вказані програмами покликані реалізувати чіткі послідовні заходи, орієнтовані на вирішення конкретних питань у контексті реалізації першочергових завдань функціонування фондового ринку [45, с. 43].

У минулому такі документи вже розроблялися, і науковці наголошували на їхньому позитивному значенні для встановлення загального напрямку розвитку ринку, підкріпленого конкретними заходами. Так, надавалося велике значення програмі розвитку фондового ринку на 2011–2015 рр., яку розробила НКЦПФР.

Програма передбачала розв'язання таких проблем, як низька ліквідність ринку, поліпшення інфраструктури, спрощення валютного регулювання [70, с. 129]. Деякі з передбачених заходів вже було успішно впроваджено.

Аналізуючи досвід іноземних країн (США, Німеччини, Франції та Польщі), дослідники вказують, що кожна країна має власний шлях розвитку фондового ринку, проте для усіх країн є те, що в основі підвищення ефективності діяльності їх фондових бірж закладено принцип превалювання національного законодавства, яке враховує національні особливості населення країни. Так, спільним невід'ємним елементом для успішної біржової торгівлі усіх досліджених країн є правильний вибір стратегії економічного зростання і чітке дотримання цієї стратегії. У зв'язку з важливістю такого фактору для успішного розвитку фондових ринків досліджуваних країн, наголошують, що чинний стан розвитку фондових бірж України потребує у першу чергу єдиної національної програми економічного зростання, яка повинна враховувати досвід інших країн, однак за пріоритет мати національний інтерес [71, с. 190].

Ми вважаємо, що у новому такому документі повинні бути окремо чітко адресовані три блоки проблем, актуальних для України, про які згадувалося вище, з відповідними заходами їхнього вирішення. У такому ж порядку ми розглянемо ці проблеми нижче.

2.4.2. Шляхи вирішення проблем, пов'язаних з інвесторами

Перша і головна потреба фондового ринку – залучення інвесторів. Без залучення інвесторів фондовий ринок не зможе працювати, адже їхні кошти – пальне та рушійна сила ринку. Нині ряд перелічених проблем створює складнощі для такого залучення.

Для початку необхідно визначитися в тому, які інвестори потрібні Україні та на яких варто орієнтуватися.

За строками вкладень, існує класифікація інвесторів на такі групи:

- 1) спекулянт;
- 2) короткостроковий інвестор;
- 3) середньостроковий інвестор;
- 4) довгостроковий інвестор [72, с. 233].

Розглянемо ці групи детальніше.

Спекулянти поділяються на скальперів; дей-трейдерів; свінг-трейдерів:

– скальпер не бере на себе ризики, пов'язані з активами, і прагне використовувати різницю між цінами купівлі та продажу для отримання прибутку. Зазвичай протягом одного дня він укладає від однієї до кількох десятків угод;

– дей-трейдер не залишає відкритих позицій на наступний день, а намагається вловити короткострокові коливання курсів протягом дня. В основному кількість угод не перевищує 3-4;

– свінг-трейдер може тримати відкриту позицію від декількох годин до декількох днів. Даний вид учасників ринку цінних паперів є корисним для загального стану ринку, адже дає можливість ринку бути найбільш ліквідним, що в свою чергу є вкрай важливим для його розвитку та щоденної життєдіяльності [72, с. 233].

Короткострокові інвестори працюють в більших часових рамках. Їхнє завдання – виявлення основного напрямку руху паперу в масштабі кількох тижнів і місяців, визначення часу входу з найбільшим співвідношенням потенційного доходу й ризиків і здійснення операції. Вони використовують технічний аналіз – спосіб вивчення ринку в цілому і поведінки котирувань цінних паперів, вихідними даними для якого є ціни і обсяги торгів [72, с. 233].

У середньострокового інвестора процес відрізняється лише в утриманні позицій від декількох тижнів до декількох кварталів з використанням фундаментального аналізу. Основними характеристиками такого аналізу є еластичність попиту і пропозиції, стійкість характеристик ринку, часові аспекти інвестування, класифікація та відбір акцій для інвестування, основні фактори ризику [72, с. 233].

Довгостроковий інвестор вкладає кошти на строк до декількох років. Основою його рішення інвестувати є конкурентоспроможність емітента, тенденції економіки в цілому, політична стабільність держави і багато інших чинників [72, с. 233].

Безумовно, кожен з учасників ринку цінних паперів виконує свою функцію, піднімаючи рівень ліквідності ринку, і є незамінним. Проте відмінність довгострокових інвесторів очевидна – крім отримання власного прибутку та створення цінності для ринку шляхом підтримання його ліквідності, вони надають свої грошові кошти, які використовує емітент у своїх цілях, на більш тривалий період, в результаті чого економіка регіону та сфера діяльності емітента отримують додаткові ресурси [72, с. 233].

Нині на українському ринку переважають дві перші категорії – спекулянти та короткострокові інвестори [72, с. 233].

На нашу ж думку, український ринок потребує гармонійного поєднання довгострокових та короткострокових інвестицій. Схожа ситуація існувала у 2007 році, коли іноземні інвестори в Україні, представлені двома провідними групами – стратегічними та портфельними інвесторами, забезпечували понад 70% обороту ринку цінних паперів і в комплексі позитивно впливали на розвиток економіки України [73, с. 125]. Короткострокові інвестори здатні забезпечити високий поточний рівень ліквідності, в той час як стратегічні інвестори забезпечують вливання достатньої кількості коштів в економіку для стабільного поступального розвитку і закріплення успішних емітентів, які в свою чергу також забезпечуватимуть вигоду від короткострокового інвестування.

Ми вважаємо, що короткострокові інвестори повинні бути масово представлені головним чином дрібними національними інвесторами, а довгострокові – іноземними фінансовими групами та іншими інвесторами такого ж порядку і масштабу.

Щодо короткострокового масового інвестора, ми переконані, що широкі верстви населення, які є такими потенційними інвесторами, колективно мають

достатній обсяг коштів для забезпечення значного масштабу обігу фінансів на фондовому ринку. Що більш вагомо, вони психологічно більше готові до інвестування у фінансові інструменти, ніж 25 років тому, у зв'язку зі значним розвитком ринкової економіки. Привабливість короткострокових інструментів, яку ми спостерігаємо нині відповідно до статистичних даних, робить ймовірнішою і привабливість коротко- та середньострокового інвестування ними на фондовому ринку у низку різних фінансових інструментів. Більш того, розуміння населенням того, що збереження капіталу шляхом використання валютних інструментів та банківських послуг (які є у даний час найпопулярнішими способами вкладення вільних фінансів) не є оптимальним за чинної економіко-політичної ситуації, змушує шукати нові прогресивні способи захисту та примноження капіталу. Науковці пропонують стимулювання портфельного інвестування для заохочення інвестицій дрібних національних інвесторів. Основна увага зосереджується на мінімізації трансакційних витрат на операції з цінними паперами, про що окремо йтиме мова нижче [3, с. 3].

Щодо довгострокового іноземного інвестора, на нашу думку, стимулювання притоку приватного іноземного капіталу в Україну є оптимальним способом капіталізації української економіки на рівні великих емітентів та інвесторів, які найбільше сприяють розвитку і стабільності фондового ринку та економіки України. Всередині держави відповідних коштів може не бути, або ж вони залучаються не на ринкових умовах а напяму. Фокус на іноземних інвестиціях відкриває українським емітентам доступ до значної кількості іноземних ринків капіталу, які у зв'язку із глобалізацією будуть зацікавлені у пошуку майданчику для швидкого післякризового зростання, яким може стати Україна. При цьому ми не погоджуємося із пропозиціями щодо захисту державних інтересів шляхом обмеження доступу нерезидентів до українського ринку, адже це фактично відрубас Україну від іноземного капіталу та глобальних трансформаційних процесів, внаслідок чого Україна може залишитися на узбіччі та не стати рівноправним учасником міжнародних економічних систем.

Фахівці вважають, що розвиток масового інвестування в Україні можливий навіть в умовах олігархічної економіки. Більш того, таке інвестування буде вигідне обом сторонам, адже якщо акціонерами корпорацій великих власників стануть мільйони громадян України, це значною мірою захистить бізнес таких власників і створить додатковий потенціал для лобіювання населенням перед державою вже спільних з олігархами бізнес інтересів.

Важливо, щоб між двома вказаними категоріями інвесторів був встановлений зв'язок і постійна комунікація. Дослідники вважають, що важливо забезпечити належну культуру спілкування між дрібними і великими інвесторами для обміну інформацією та гармонійного співіснування цих двох груп [74, с. 1].

Окрім того, таке спілкування повинно бути встановлене на постійній основі між інвесторами і державою, яка повинна регулярно надавати інформаційні послуги, проводити широкомасштабну роз'яснювальну роботу (особливо серед масового дрібного інвестора), впроваджувати освітні та економічні програми та пояснювати будь-які регуляторні зміни в інвестиційному середовищі, консультуючись також і з самими учасниками фондового ринку щодо доцільності впровадження тих чи інших ініціатив. За свідченням дослідників, прийняття змін до правових актів, як правило, сприймається об'єктами негативно, а інвестор, який вклав кошти, фактично дав зрозуміти, що він прийняв існуючі правила, проте невідомо, чи прийме він нові правила [43, с. 9]. Тож відсутність постійної комунікації на рівні інвестор-держава може на тривалий час підірвати довіру інвесторів до системи регулювання і знизити перспективи їхньої подальшої участі у ринкових процесах.

Насамкінець, підкреслимо важливість доступу українських інвесторів на іноземні фондові ринки [56, с. 127]. На наше переконання, українське законодавство повинно максимально сприяти можливості масового короткострокового інвестора придбавати іноземні фінансові інструменти. Це не лише позитивно впливатиме на культуру інвестування та експертизу українських інвесторів, а також і дозволить успішним короткостроковим

інвесторам повертати кошти до України, застосовуючи капітал також і в рамках національної економіки. Для цього повинні бути створені зручні умови у банківській сфері та забезпечено стимули повернення коштів до України. Ключові цілі, яких допоможе досягти такий підхід – вільний рух капіталу, підтримання ліквідності ринку, довгострокова інтеграція українського та світового фінансових ринків та стабільне збагачення населення, яке має стосунок до фондового ринку, що в свою чергу стимулюватиме залучення нових внутрішніх ресурсів та притік капіталу з-за кордону.

Дослідники підтримують таку стратегію. Зазначають, що доступ українських емітентів до іноземних майданчиків – не менш важливий крок у напрямі стрімкого розвитку ринку цінних паперів. Це пов'язано з тим, що вирішення проблеми забезпечення доступу українських інвесторів до фінансових інструментів іноземних емітентів є одним з елементів реалізації завдання щодо насичення ринку фінансовими інструментами з високими інвестиційними характеристиками, зрозумілими не тільки національним, але й іноземним інвесторам. Внаслідок цього очікується розширення кола емітентів та інвесторів на українському ринку цінних паперів (зокрема, за рахунок міжнародних операторів), суттєве зростання ліквідності, збільшення інструментарію, поява стимулів для інтеграції інфраструктури фондового ринку з міжнародним ринком капіталів та інші драйвери розвитку. Науковці застерігають, що в протилежному випадку, як свідчить еволюція національного ринку цінних паперів, його існування як суто локального (без врахування міжнародної складової) позбавляє ринок перспектив розвитку [75], як і у випадку із недопущенням іноземних інвесторів на вітчизняний ринок.

Виникає питання, як спонукати інвесторів вкладати кошти у фондовий ринок взагалі. У зв'язку з цим науковці виділяють ряд питань, важливих для інвесторів під час оцінки ними стану ринку.

Зокрема, О.Ю. Щекін зазначає, що при прийнятті рішення стосовно інвестицій в українські активи інвестори-нерезиденти визначають економічні характеристики структури фондового ринку за такими параметрами:

- капіталізація ринку як здатність освоїти певні обсяги інвестицій, що, своєю чергою, несе в собі ризики, пов'язані із можливістю маніпуляції цінами окремими гравцями;
- ступінь концентрації інвестиційних інструментів, широка інвестиційна лінійка, що дозволяє інвесторам страхувати ризики та будувати різноманітні інвестиційні стратегії;
- ступінь концентрації учасників: якщо їх забагато, це зменшує ризик залежності ринку від певних інвесторів;
- ліквідність, можливість швидкої реалізації активів без значних грошових втрат;
- ризикованість, наявність специфічних ризиків, великі затрати на їх страхування або взагалі відсутність можливості їх страхувати;
- інформаційна прозорість, стандарти культури корпоративної звітності емітентами й оприлюднення достовірних макроекономічних показників державними органами;
- захист прав інвесторів, наявність зрозумілої та прозорої системи законодавчого державного регулювання і системи саморегулювання, що надає інвесторам упевненість у захисті їхніх прав;
- присутність та частки на ринку іноземних інвесторів, що свідчить про стан довіри інвесторів до конкретного ринку;
- ступінь обмежень для іноземців на здійснення інвестицій, наприклад, на введення або виведення активів із країни, податкове навантаження [66].

С.В. Захарін також вказує, що на мотивацію, обсяги та напрями міжнародного інвестування впливає багато факторів: політико-економічні (політична стабільність, ступінь державного втручання в економічні процеси, ставлення до іноземного інвестора, дотримання дво- та багатосторонніх угод), ресурсні (наявність природних ресурсів, демографічна ситуація, географічне положення, трудовий потенціал), загальноекономічні (темпи економічного росту, співвідношення споживання та заощаджень, ставка відсотка, норма чистого прибутку, рівень та динаміка інфляції, конвертованість валюти, стан

платіжного балансу). На стан міжнародного інвестування впливають і глобальні економічні фактори (стан розвитку світової економіки, міжнародних ринків, стабільність світової валютної системи, рівень інтеграції, розвиток міжнародної інвестиційної інфраструктури) [43, с. 6].

Цей масив важливих для інвесторів факторів можна звести до двох ключових:

- безпека;
- вигода.

З цим погоджують і фахівці. Вважається, що для того, щоб запустити фондовий ринок в країні, потрібно вирішити дві проблеми: створити умови (безпека та інституції) і створити пропозицію на ринку (вигода та наповненість ринку).

Почнімо з безпеки. Перший крок – забезпечення стовідсоткового захисту активів, щоб власники підприємств не боялися виводити їх на ринок, а населення – інвестувати в них [49].

Особлива увага інвесторів до питань безпеки не викликає здивувань, адже в мінливих і кризових умовах найважливіше – зберегти наявний капітал і якнайменше піддаватися ризикам – як організаційним, так і економічним. На практиці це прослідковується зокрема в тому, що для інвесторів в Україні найбільш привабливими є державні цінні папери, оскільки вони є найменш ризиковими [76, с. 17]. Із цього спостереження виводиться припущення, що для залучення більшої кількості іноземних інвесторів важливим є створення для них надійного захисту, а саме створення низки необхідних умов (економічних, соціально-політичних, правових) для реалізації інтересів суб'єктів ринку цінних паперів та забезпечення захисту їхніх майнових прав.

Важливість даної проблеми зростає також, якщо розглядати її з позиції захисту прав людини. Так, проблеми із захистом майнових прав інвесторів можуть потягнути за собою серйозні порушення, що будуть розцінюватися як порушення прав людини, зокрема, права на власність. Більше того, недоліки самої системи захисту майнових прав інвесторів означитимуть невиконання

державою своїх позитивних зобов'язань щодо цього, передбачених міжнародними документами з прав людини і може як тягнути необхідність виплат компенсацій державою за рішеннями Європейського суду з прав людини, так і негативно вплинути на репутацію України на міжнародній арені у зв'язку з такими порушеннями. А враховуючи те, що такі системні недоліки поширюються на значну кількість учасників фондового ринку, інвесторів та інших зацікавлених осіб, масштаб збитків може бути неоціненним.

З економічної точки зору заходи у цій сфері також матимуть трансформаційний вплив. На даний момент іноземні інвестори, що працюють на ринках Східної Європи – переважно інвестори, які шукають підвищеного доходу на вкладені кошти, і вони прямо пов'язують обсяг ризиків із очікуванням високої дохідності за короткий час. Тому, значна частина іноземних інвесторів, що готові вкладати кошти в Україну є спекулянтами, які будуть підвищувати волатильність вітчизняного ринку цінних паперів. Україні вигідно залучити більш стабільних закордонних інвесторів, і саме для цього державна політика повинна бути направлена на підвищення інвестиційної привабливості України, міжнародних кредитних рейтингів України зі спекулятивного рівня до інвестиційного головним чином шляхом забезпечення високого рівня захисту інвестицій в Україні [75]. В літературі часто трапляється позиція, що побудова українського ринку цінних паперів на принципах надійності та прозорості збільшить кількість учасників на ринку, зокрема іноземних, що спричинить значний вплив на зростання виробництва через залучення інвестиційних ресурсів [76, с. 17]. Іншими словами – безпека сприяє стабільності.

Перший крок на шляху до досягнення цього – стабільна нормативно-правова база та послідовна державна політика, які є необхідними передумовами для зростання привабливості фондового ринку [68, с. 9]. Важливо розробити правила гри, проконсультуватися з майбутніми учасниками щодо їхнього змісту максимально публічно, оголосити про ці правила та намагатися не змінювати їх хоча б протягом певного тривалого часу, щоб дати інвесторам

відчуття стабільності та передбачуваності, якого в кризовий час не вистачає як на молодих, так і на давніх та потужних світових ринках.

Окрім повної та стабільної інформації про регулювання та державну політику, інвестори повинні володіти інформацією про стан емітентів. Стандарти розкриття такої інформації у США є загальновизнаними. У фундамент системи американського федерального законодавства про цінні папери покладено підхід, згідно з яким основний акцент робиться на наданні повної документованої інформації, яка стосується компанії, що випускає цінні папери, та цінних паперів, що надходять в обіг. Такий підхід ґрунтується на припущенні, що інвестори зможуть самостійно захистити свої інтереси, якщо їм буде відома відповідна інформація [77].

Проте лише інформації може бути недостатньо. У разі ймовірних порушень забезпеченню дотримання правил гри у структурі державного регулювання фондового ринку сприяє нагляд, який передбачає:

1) подання періодичної фінансової звітності про свою діяльність усіма професійними учасниками фондового ринку;

2) аналіз цієї звітності для встановлення відповідності діяльності учасників фондового ринку вимогам законодавства (зокрема, вимогам майнового та фінансового стану, ліквідності, фінансової забезпеченості тощо), що має сприяти захищеності інвестора на фондовому ринку;

3) аналіз будь-якої інформації та відомостей про події, тенденції та явища на ринку для виявлення ознак порушень законодавства про цінні папери;

4) безпосередній нагляд за діяльністю професійних учасників фондового ринку у процесі здійснення ними операцій із цінними паперами з метою недопущення порушень законодавства шляхом участі представників уповноваженого державного органу в торгових сесіях фондових бірж, позабіржових фондових торгових систем, на загальних зборах акціонерів тощо [78, с. 125].

Контроль, як більш жорсткий та рішучий спосіб моніторингу відсутності порушень передбачає такі заходи:

1) провадження планових та позапланових (цільових – за скаргами та заявами юридичних і фізичних осіб або ініційованих – за поданням відповідних державних органів) перевірок діяльності учасників фондового ринку;

2) з'ясування всіх обставин та відомостей щодо факту виявленого порушення законодавства про цінні папери, збирання та аналіз необхідних матеріалів та інформації, тобто своєрідне розслідування обставин порушення;

3) створення системи «внутрішнього» контролю шляхом упровадження в діяльність усіх професійних учасників ринку цінних паперів та їх об'єднань відповідних процедур самоконтролю [78, с. 125].

На нашу думку, заходи нагляду і контролю повинні з розвитком фондового ринку здійснюватися більш жорстко. Кілька прецедентів некоректної звітності та обману можуть знищити репутацію всього фондового ринку, тож реакція регулятора на підозри на такі діяння повинна бути блискавичною і публічною. Строки розслідування ми пропонуємо встановити якомога меншими з можливістю продовження, а сам процес розслідування та його результати пропонуємо законодавчо закріпити як обов'язкові до опублікування. Головна мета – інвестори повинні розуміти, що у разі потенційних порушень у сфері звітності регулятор вчинить усі необхідні дії для захисту їхніх прав. Окрім того, пропонуємо тимчасово запровадити механізм вибіркового перевірок на розсуд регулятора для можливості проведення аналізу бухгалтерської звітності емітентів навіть без фактів потенційного порушення для превенції можливих зловживань. Тим не менше, регулятор повинен надавати усю необхідну консультативну допомогу добросовісним емітентам, які повинні максимально ділитися фінансовою інформацією зі своїми інвесторами. Можливо, доцільним буде створення інформаційного ресурсу, де тільки в інвесторів буде доступ до тих фінансових документів компанії, доступу до яких більше ні в кого немає. Впровадження електронних систем для поширення інформації серед інвесторів (аналог системи EDGAR у США) – також важливий крок на шляху до прозорості ринку. Вважаємо також, що регуляторів варто проводити інформаційні заходи і щодо корпоративного управління, адже часом відсутність

стратегії розвитку та слабкий операційний менеджмент може відштовхувати потенційних емітентів. Роль маркетингу повинна бути переглянута, а держава повинна брати активну участь у просуванні емітентів та фондового ринку в цілому, надаючи для цього необхідні інструменти. Додатково ми бачимо необхідність культивувати більш прогресивну політику комунікації емітентів із інвесторами для їхньої роботи на партнерських засадах навіть в межах спекулятивного ринку. Насамкінець, ми пропонуємо передбачити можливість для інвесторів напряму звертатися до регулятора за консультаціями та захистом своїх прав у випадку зловживань, для повідомлення про факти можливих порушень та ініціювання відповідних розслідувань.

При цьому вважаємо доцільним диференціювати вимоги до розкриття інформації та реєстрації цінних паперів у відповідності до принципу пропорційності. Так, наприклад, у США не потребують реєстрації:

- цінні папери федерального уряду, штатів та муніципалітетів;
- цінні папери, що випускаються на строк не більше 270 діб;
- публічна емісія на суму не більше 5 млн доларів США;
- цінні папери некомерційних організацій;
- цінні папери, що продаються всередині штату.

Тим не менше, законом рівноцінно забороняються фальсифікація при здійсненні торгівлі цінними паперами та шахрайські дії при торгівлі як зареєстрованими акціями, так і тими, що не підлягають реєстрації [77].

Щодо кримінально-правової охорони, зазначимо, що правовідносини, які виникають на фондовому ринку, не характеризується розширеним встановленням відповідальності безпосередньо професійних учасників фондового ринку – у світі переважно існують норми, що не виокремлюють їх як спеціального суб'єкта. Проте статистичні відомості, наприклад, Федерального бюро розслідувань США, свідчать про те, що окремі злочини вчиняють саме професійні учасники фондового ринку, зокрема їхні службові особи [79, с. 282]. У зв'язку з цим ми також вважаємо доцільним на початковому етапі розвитку фондового ринку передбачити ряд правопорушень саме суб'єктів фондового

ринку для уникнення спроб зловживань в умовах нестабільності та кризи. Для прикладу, Закон США про цінні папери 1933 року, який був відповіддю на одну з найбільших фінансових криз в історії людства, передбачав тюремне ув'язнення за надання недостовірної інформації у фінансовій звітності [77].

Додатково ми вважаємо за доцільне встановити додаткові заходи захисту від дій, які можуть спричинити порушення прав інвесторів та/або втрату ними майна.

1) Захист від неплатоспроможності брокера. За аналогією із Законом США про захист інвесторів у цінні папери 1970 року варто захистити інвесторів від збитків внаслідок неплатоспроможності брокерської фірми. Закон передбачав створення Корпорації захисту інвесторів у цінні папери, до обов'язків якої входить компенсація втрат інвесторів на суму до 500 тис. доларів США (з них 100 тис. доларів США може припадати на готівку, а інша сума — на цінні папери). Згадана Корпорація — некомерційна організація, членами якої є інвестиційні інститути; фонд Корпорації утворювався за рахунок внесків її членів [77];

2) Захист від маніпулювання на фондовому ринку. Внаслідок масовості фондового ринку можуть виникнути нові маніпулятивні структури, які важко буде ідентифікувати. Приміром, однією зі таких схем маніпулювання на фондовому ринку називають псевдоугоди-репо, коли торговець продає іншому пакет акцій, а через кілька хвилин відбувається «зворотна» операція за тими ж цінами. Таким чином, здійснюється вплив на ринок, що є ознакою маніпулювання. Врегулювати цю проблему пропонують шляхом прийняття нормативного акта щодо проведення таких угод. Відповідна увага повинна так само приділятися схожим за характером зловживанням [80, с. 112];

3) Захист від порушень з боку інсайдерів. Закон США про операції інсайдерів з цінними паперами і шахрайство 1988 року був прийнятий для визначення правил поведінки інсайдера; за його порушення були встановлені штрафи. Покращення регулювання цього аспекту в Україні досліджували ряд вчених. Наголошувалося, що потребує вдосконалення поняття «інсайдерська

інформація». Пропонувалося викласти його в такій редакції: *«інсайдерська інформація – не оприлюднена інформація про емітента, який здійснив відкрите (публічне) розміщення цінних паперів або цінні папери якого внесені до біржового списку, про його цінні папери або правочини щодо них, оприлюднення якої може значно вплинути на вартість цінних паперів»* [70, с. 131]. Крім того, вважали за необхідне конкретизувати порядок оприлюднення інсайдерської інформації, виклавши відповідну статтю в такій редакції: *«оприлюднення інсайдерської інформації здійснюється учасником фондового ринку в установленому НКЦПФР порядку шляхом:*

- розміщення у загальнодоступній інформаційній базі даних Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів;*
- публікування її в одному з офіційних друкованих видань Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України або НКЦПФР.*

З моменту оприлюднення інсайдерської інформації відповідно до вимог цього Закону та нормативно-правових актів НКЦПФР така інформація втрачає статус інсайдерської» [70, с. 131].

Доречним вважали закріпити також, що *«учасники фондового ринку створюють базу даних про інсайдерів та ведуть їх облік»* [70, с. 132].

Ми погоджуємо з тим, що аспект діяльності інсайдерів потребує подальшого опрацювання і розробки;

4) Боротьба з відмиванням коштів. Відомо, що на фондових ринках, в тому числі й на вітчизняному, спостерігається збільшення кількості протиправних операцій, і актуальним є питання обігу на ринку цінних паперів «сміттєвих» цінних паперів, акцій неіснуючих акціонерних товариств, акцій емітентів, випуски акцій яких скасовано або зупинено, використання у схемах легалізації «брудних» коштів неліквідних акцій підприємств-банкрутів, акцій, які не обертаються на біржовому ринку цінних паперів та не мають реальної ринкової ціни, формування такими акціями статутних фондів акціонерних товариств [81, с. 60]. Якщо такі явища процвітатимуть на новому фондовому ринку, інвестори втратять довіру до інструментів, які на ньому розміщені, і

бачитимуть в ньому майданчик для фіктивних операцій. Боротися з цим пропонують за допомогою заходів з навчання та методичної допомоги суб'єктам первинного фінансового моніторингу (фондові біржі, компанії з управління активами та інші професійні учасники ринку цінних паперів), посилення контролю за суб'єктами первинного фінансового моніторингу, вдосконалення взаємодії з державними органами, зокрема Державним комітетом фінансового моніторингу України, тощо (тобто заходи нормативно-правового, організаційного, контрольно-наглядового та навчального характеру) [81, с. 64].

Чи варто диференціювати заходи захисту інвесторів? Ми вважаємо, що так. Такий підхід працює у ЄС, де інвестори поділені на категорії:

- 1) індивідуальні інвестори (рівень їх захисту найвищий);
- 2) професійні інвестори (ті, що мають достатньо знань і досвіду для прийняття самостійних інвестиційних рішень);
- 3) інші учасники (інвестиційні фірми, страхові фонди, уряди держав, центральні банки тощо) [82, с. 138].

На наше переконання, індивідуальним інвесторам в Україні найбільше не вистачає впевненості у захищеності їхніх інтересів та майна, а також ресурсів для такого захисту. У зв'язку з тим, що індивідуальні інвестори є основою описаної стратегії реформування фондового ринку України, встановлення вищого ступеня захисту прав таких інвесторів (шляхом збільшення санкцій за порушення щодо них, збільшення компенсацій тощо) може додати їм упевненості в тому, що їм безпечно вкладати свої кошти в нові фінансові інструменти на фондовому ринку.

Насамкінець, зазначимо, що фахівці неодноразово підкреслювали важливість проведення ефективної судової реформи, без якої не може йти мови про адекватний захист прав інвесторів [49].

Торкнемося також і питання стимулювання інвесторів низкою вигод. Як ми зазначали раніше, на даний момент існує проблема того, що інвестори, особливо індивідуальні інвестори, надають перевагу іншим об'єктам

інвестицій, ніж інструменти фондового ринку. Спонукає вкладення коштів у цінні папери та їхні похідні можуть податкові та трансакційні вигоди.

Ефективність такого підходу може ілюструватися наступним. По-перше, дедалі більше операцій переходить із позабіржового сегмента в біржовий, що зумовлено передусім прагненням учасників ринку заощадити на податкових платежах, які потрібно здійснювати за операціями поза біржами [44, с. 4]. По-друге, деякі учасники ринку продовжують виражати невдоволення запровадженням акцизів, указуючи в тому числі на ризик зниження привабливості ринку для іноземних інвесторів через зростання трансакційних витрат [44, с. 6].

Дослідники також позитивно відгукуються про зміни у цих напрямках. Серед основних змін у податковому законодавстві виділяють поліпшення режиму оподаткування інвестиційних доходів фізичних осіб – низку «звільнень» від оподаткування доходів фізичних осіб сум, інвестованих в корпоративні права, та в окремих випадках нарахованих дивідендів, а також застосування спеціальної ставки податку (5%) щодо певних видів інвестиційних доходів [83, с. 256]. Ми також позитивно оцінюємо такі інструменти регулювання, адже якщо за рахунок збереження кількох відсотків прибутку інвестор вважатиме більш вигідним вкласти кошти у фондовий ринок, уся економіка в цілому від цього виграватиме більше, ніж від певного обсягу податків, які держава могла б отримати від цього інвестора. Вважаємо за доцільне впроваджувати податкові канікули або занижені ставки податків для нових учасників фондового ринку або тих інвесторів, які займаються спекулятивними інвестиціями до досягнення певного рівня доходу, тобто, застосувати прогресивну шкалу. Шкала також може залежати від тривалості інвестицій – стратегічні інвестори можуть сплачувати нижчі податки з інвестиційного доходу, і державі це буде вигідно, адже в процесі таких інвестицій вкладені кошти використовуються також і для досягнення економічного та соціального ефектів напрому.

Деякі дослідники вбачають недосконалість у чинному податковому

стимулюванні розвитку ринку і вважають за необхідне розширювати таку політику. Існує думка, що необхідне звільнення від обкладення податком на прибуток підприємств та податком на додану вартість некомерційних організацій фондового ринку; скасування плати (державного мита) за реєстрацію інформації про новий випуск цінних паперів в частині, що відповідає сумі раніше зареєстрованої емісії, та реєстрацію інформації про випуск цінних паперів, розміщення яких здійснюється на організаційно оформленому ринку. Додатковим заходом може бути відмова від оподаткування курсових різниць, що виникають при перерахуванні у національну валюту інвестицій на фондовому ринку, які надходять в іноземній валюті [84, с. 110].

Ми погоджуємося з тим, що формування нової податкової бази за рахунок нерозвинутого фондового ринку України є неприпустимим і призведе до депресивних явищ як в економіці України, так і на вітчизняному фінансовому ринку [85, с. 15]. Натомість варто дослідити необхідність внесення змін до Податкового кодексу щодо оподаткування операцій з цінними паперами з метою виправлення помилок та усунення суперечливих норм.

При цьому варто зазначити, що існує і протилежна позиція – зміна підходів до оподаткування суб'єктів фондового ринку не матиме впливу на інституційну привабливість України [61, с. 93]. Тим не менше, на нашу думку, в умовах конкуренції ринків податкові стимули можуть стати додатковим аргументом на користь входження нових інвесторів на український фондовий ринок.

2.4.3. Шляхи вирішення проблем, пов'язаних із вмістом ринку

Проводити зазначені вище заходи для залучення покупців, безумовно, важливо. Проте справжнього інтересу викликати не вдасться, поки на українському фондовому ринку не буде товару, який сам собою може бути цікавим інвесторам.

Із даною категорією проблем безпосередньо пов'язана якість фінансових інструментів, що пропонуються на фондовому ринку, з чого прямо випливає ліквідність цих інструментів. Ці характеристики цінних паперів – головний чинник, що визначатиме кількість учасників фондового ринку, а відповідно і обсяг операцій та притоку інвестицій.

Так, ліквідність акцій американських корпорацій така, що будь-які з них можна купити або продати практично миттєво, що, безумовно, викликано як діями емітента, що впливають на привабливість цього інструмента, так і зусиллями держави у цьому напрямку. Фахівці переконані, що система регулювання фондового ринку США, що склалася ще в 30-х років минулого століття і досі визнається найефективнішою та найбезпечнішою у світі і грає неабияку роль у привабливості усіх фінансових інструментів, що представлені на цьому ринку [44, с. 5].

У зв'язку із цим ми переконані у важливості заходів, про які ми вже писали вище:

- взаємодія держави з емітентами для надання допомоги у питаннях корпоративного управління та залучення коштів через фондовий ринок, стимулювання такої форми залучення капіталу як залучення через фондовий ринок, переваги у разі досягнення певного рівня якості фінансових інструментів, що пропонуються на фондовому ринку;

- створення надійної системи захисту інвесторів та інвестицій.

Наголошують, що суттєве розширення пропозиції цінних паперів з високими інвестиційними характеристиками є одним з найбільш актуальних питань для національного ринку цінних паперів. Дефіцит зазначених цінних паперів відчувається учасниками ринку тривалий час негативно впливає на перспективи розвитку ринку, розширення кола його учасників та підвищення якості його інфраструктури (через обмеженість інструментарію біржової торгівлі, складнощі для інвесторів у формуванні диверсифікованих портфелів цінних паперів, відсутність дієвих інструментів хеджування цінових і валютних ризиків, відсутність інтересу до ринку з боку іноземних інвесторів тощо) [75].

Крім того, важливим та ефективним кроком може стати залучення до біржового обігу цінних паперів іноземних емітентів. Це дозволить вирішити дві проблеми:

- на початковому етапі розвитку ринку – позбутися дефіциту власних фінансових інструментів з високими інвестиційними характеристиками;
- на етапі розвиненого ринку – забезпечити підвищену конкурентоспроможність на світовому ринку капіталів, оскільки ступінь зрілості фондового ринку країни в сучасних умовах визначається, зокрема, його інтернаціоналізацією (тобто інтегрованістю до глобального ринку капіталів та забезпеченням здорової конкуренції локальних гравців з міжнародними за залучення та розміщення інвестицій) [75].

Окрім взаємоінтеграції ринків, пропонуючи це, ми виходимо із необхідності в першу чергу запустити активність на фондовому ринку, яка за інерцією може сприяти легшому входженню на ринок нових інструментів, створених вітчизняними суб'єктами, у майбутньому.

Дослідники пропонують такі індикатори реалізації концепції доступу на український ринок цінних паперів іноземних емітентів

- кількість іноземних емітентів в біржових списках та біржових реєстрах українських фондових бірж;
- кількість біржових договорів щодо цінних паперів іноземних емітентів та частка у загальній кількості біржових договорів, укладених на українських фондових біржах;
- сума біржових договорів щодо цінних паперів іноземних емітентів та її частка у загальному обсязі біржових договорів, укладених на українських фондових біржах;
- кількість цінних паперів, які пройшли процедури паралельного допуску до торгів та лістингу на українських та іноземних фондових біржах;
- співвідношення обсягів торгів цінними паперами іноземних емітентів, які володіють активами в Україні, на іноземних фондових біржах, та загального обсягу біржових договорів, укладених на українських фондових біржах;

– частка цінних паперів іноземних емітентів в активах інституційних інвесторів (у розрізі категорій інвесторів) [75].

Із загального масиву іноземних емітентів особливу увагу пропонуємо звернути на емітентів із активами в Україні. Зазначають, що цінні папери іноземних емітентів, активи яких розташовані в Україні, більш звичні та зрозумілі саме для українських інвесторів, а самі інвестиції у зазначені цінні папери фактично спрямовані в Україну, що різко зменшує можливість непередбачуваного відтоку капіталу. Такі цінні папери можуть стати мостом до глобалізації українського ринку, адже вони зазвичай демонструють на міжнародних фондових майданчиках значно вищу ліквідність порівняно з ліквідністю вітчизняних локальних цінних паперів [75]. Для реалізації цієї мети доцільним вважаємо надання таким суб'єктам додаткових фінансових стимулів для розміщення їхніх цінних паперів саме на українських майданчиках.

Щодо самих видів цінних паперів, видається правильним приділити значну увагу саме стимулюванню продажу акцій. Саме завдяки акціям кошти через механізм фондового ринку можуть поставлятися безпосередньо в реальний сектор на відтворення основних і оборотних фондів [3, с. 11]. Проте, як показують дослідження, сьогодні понад 99% усіх фінансових інституцій у світі навіть не розглядають інвестування в українські акції, оскільки корпоративне управління в Україні — на неприйнятно низькому рівні, а правове поле і регуляторна політика не захищають прав інвесторів, які вкладають кошти в українські компанії. При цьому зазначають, що за відсутності економічних криз та активних військових дій ринок державних облігацій починає звужуватися, завдяки чому зростає частка міжнародного ринку акцій на світовому ринку цінних паперів, що в довгостроковій перспективі означає зростання попиту на акції як інструмент [44, с. 5]. Це знову і знову повертає нас до необхідності вказаного вище комплексу заходів із підвищення якості корпоративного управління емітентів та їхніх цінних паперів, а також захисту інвесторів у такі цінні папери.

Облігаціям також приділяється увага у науковій літературі. Наголошують

на необхідності стимулювання розвитку ринків корпоративних облігацій та водночас контролю за обсягом короткострокових зобов'язань держави [86, с. 181]. Ми погоджуємося з таким підходом – корпоративні облігації у разі помірного використання навіть у кризовий час можуть бути зручним інструментом залучення товариствами коштів на короткострокові проекти, проте обсяги використання цього інструменту державою повинні бути знижені, адже довгостроковий ефект від такого використання мінімальний, а у разі надмірного застосування – навіть шкідливий. Це рішення лежить у політичній та економічній площині, але з точки зору програмних документів – ми вважаємо, що саме такий підхід до облігацій повинен бути покладений в їхню основу.

І.В. Краснова пропонує іще один спосіб стимулювання зростання ліквідності і прозорості фондового ринку – збільшення пропозиції фінансових інструментів шляхом запровадження нових боргових інструментів, перш за все біржових та інфраструктурних облігацій, інноваційних структурованих продуктів, продуктів фінансового інжинірингу, зокрема, біржових валютних деривативів та ф'ючерсного контракту на ціну золота [55, с. 133].

Торкаються дослідники і питання проведення IPO. Йдеться про існування особливого сегмента ринку цінних паперів – ринку IPO, тобто сукупності фінансових, організаційних і юридичних інституцій, які сприяють підприємствам-емітентам у розміщенні цінних паперів для широкого кола потенційних інвесторів. Зазначають, що не варто ігнорувати як макроекономічну значимість процесу IPO, так і внутрішні потреби задоволення цілей, які характеризують мікроекономічний рівень. Існує потреба у стимулюванні проведення IPO вітчизняними емітентами, що дозволить підвищити капіталізацію ринку цінних паперів України та забезпечити акціонерні товариства достатнім обсягом довгострокових капіталовкладень [75]. Крім того, це сприятиме централізації та детінізації ринку, а також прямому залученню коштів у реальний сектор економіки.

У цьому ж ключі міркує і І.В. Краснова, яка зазначає, що необхідним є створення ринку залучення капіталу для мало- та середньокапіталізованих

емітентів (біржового IPO та міні- IPO) [55, с. 133].

Цікавою і доречною є думка, що пріоритетним є створення інфраструктури системи проведення окремо IPO для високотехнологічних вітчизняних компаній (в основі є кадри, ідеї, патенти, ноу-хау, наявність успішної реалізації аналогічних інноваційних проектів) [87, с. 178]. Таких компаній є чимало, адже Україна славиться технологічним потенціалом, завдяки чому великі світові компанії розміщують свої дослідницькі центри в Україні. Наявність цих компаній можна перетворити у перевагу України, а таким компаніям надати розширені можливості залучення капіталу через фондовий ринок. Крім того, зазначають, що доцільним було б переосмислення функціонування існуючої системи діяльності венчурних фондів в Україні, діяльність яких із мінімізації оподаткування та використання у «тіньових» схемах необхідно реформувати на корисну для суспільства більш відкриту форму внесення і трансформації капіталу у фонди з контролем інвестування саме в інноваційно-орієнтовані компанії [87, с. 178].

Деякі науковці також аналізують проблему фактичної відсутності ринку похідних цінних паперів. Адресувати цю проблему пропонується шляхом поширення використання деривативів для справедливого ціноутворення на фондові активи, а також запровадження механізму використання деривативів задля хеджування ризиків та стимулювання використання такого механізму [53, с. 156].

Насамкінець, фахівці зазначають, що впровадження реформ пенсійної та страхової галузей у перехідному періоді має вирішальне значення для розвитку сектору інституційних інвесторів. Йдеться саме про впровадження приватних пенсійних фондів. У цьому аспекті можливо використати досвід Угорщини і Польщі, де були проведені реформи пенсійної галузі, є корисним для України відносно напрямків регулювання діяльності приватних пенсійних фондів [62, с. 4]. Більше того, на думку голови НКЦПФР Т. Хромаєва, недостатній розвиток фондового ринку є також перешкодою на шляху пенсійної реформи, адже в країнах Європи і США приватні інвестиційні фонди є основними

інвесторами в акції підприємств, а фінанси населення ростуть разом з фондовим ринком. При цьому в Україні нині небагато компаній, в які можна було б інвестувати таким фондам, що взаємно стримує розвиток в обох вказаних сферах [49].

2.4.4. Шляхи вирішення інституційних та регуляторних проблем

Сутність інституційних проблем полягає у наявності неоптимального влаштування інституцій та регуляторної системи, що не дозволяє шляхом державного нормативного регулювання вирішити ті проблеми, які характеризують решту аспектів існування фондового ринку.

Для розуміння чинної ситуації та можливих опцій розглянемо спершу сутність державного регулювання та види моделей регулювання фондового ринку.

Почнімо з того, що регулювання ринку цінних паперів визначається як упорядкування діяльності всіх його учасників (емітентів, інвесторів, посередників, інших організацій) та операцій між ними з боку уповноважених органів.

Яким чином можна організувати таке упорядкування? Це питання глибоко опрацьовувалося дослідниками. Критеріїв класифікації є декілька.

Залежно від суб'єкта регулювання та ступеня жорсткості регулювання виділяють дві моделі регулювання ринку цінних паперів:

1) моделі із сформованою системою регулювання ринку цінних паперів державними органами:

- регулюванням займається окремий державний орган — комісія або агентство (США);
- регулювання здійснює єдиний регулятор фінансового ринку — мегарегулювання (Німеччина, Сінгапур);
- поділ функцій з регулювання між кількома відомствами (Великобританія,

Бельгія);

- 2) моделі, що базуються на передачі максимальних повноважень СРО;
 - безпосереднє регулювання ринку цінних паперів здійснюють СРО;
 - здійснення ринком в особі СРО таких функцій регулювання:
 - встановлення стандартів професійної діяльності учасників ринку;
 - контроль щодо подання звітності;
 - проведення перевірок діяльності учасників ринку;
 - контроль за діяльністю учасників ринку;
 - сертифікація та ліцензування [88, с. 2].

Вважається також, що ринок цінних паперів може мати три моделі регулювання. Р. Гнатюк виділяє такі:

- 1) централізована модель – функція регулювання покладена переважно на державні органи та спеціалізовані державні установи, що проводять нагляд;
- 2) модель саморегулювання – значна частка функцій регулювання передається СРО, за якими вже здійснює нагляд та контроль держава;
- 3) змішана модель – поєднує централізоване керівництво та дублювання функцій центрального регулятора СРО [82, с. 134].

Існує також і така схожа класифікація:

- 1) модель прямого урядового контролю: держава безпосередньо регулює процеси функціонування та розвитку фондового ринку (Ірландія, Нідерланди, Португалія);
- 2) модель контролю за допомогою фінансово-банківських органів: розвиток фондового ринку підконтрольний банківському сектору, оскільки комерційні банки є головними учасниками ринку цінних паперів (Німеччина, Бельгія, Данія);
- 3) модель створення спеціального міжвідомчого закладу: спеціальний орган, який має широке коло повноважень, об'єднує представників різних міністерств і відомств (США, Франція, Італія, Іспанія, Великобританія) [76, с. 12].

Г. Кизима наводить ще одну модель державного регулювання внутрішніх фінансових ринків:

- 1) модель єдиного регулятора – мегарегулятора;
- 2) секторна модель;
- 3) модель перехресного регулювання [82, с. 134].

Модель мегарегулятора передбачає створення моделі об'єднаного, інтегрованого нагляду за всім фінансовим сектором (банківськими та небанківськими установами) в межах одного органу – мегарегулятора. Цей орган об'єднує в собі функції інших регулятивних органів, що входять до його складу. Серед головних передумов створення єдиного регулятора виділяють:

- високий рівень розвитку фінансового ринку та фінансових послуг і операцій;
- високий рівень розвитку, інтегрованості та складна структура сегментів і учасників ринку;
- універсалізація фінансового сектору [82, с. 135].

Прикладами країн, в яких запроваджено модель мегарегулятора, є Бельгія, Великобританія, Казахстан, Німеччина, Угорщина та інші [82, с. 135].

Секторна модель тривалий час була ключовою при здійсненні регулювання фінансовими ринками країн. Вона передбачає чіткий розподіл завдань та функцій між органами, які окремо здійснюють нагляд за кожним з основних секторів (сегментів) фінансового ринку – банківським, страховим, сектором ринку цінних паперів. Яскравим прикладом секторної моделі є система регулювання фінансового ринку США, яка має два рівні – загальнодержавний та на рівні штатів. Банківський нагляд в США здійснюють Федеральна резервна система, Федеральна корпорація страхування депозитів, Управління контролю грошового обігу, наглядові органи штатів; окремими органами контролюється діяльність ощадних установ; регулювання страхової діяльності здійснюють незалежні системи регулювання штатів [82, с. 135].

Модель перехресного регулювання передбачає передачу повноважень з пруденційного нагляду одному органу, а повноважень з регулювання комерційних операцій на фінансовому ринку – іншому. Ця модель є найменш використовуваною серед країн світу. Найкращим прикладом використання

такої моделі є Нідерланди, де ця модель працює з 2002 року (Центральний банк Нідерландів після об'єднання з Радою з питань страхових компаній та пенсійних фондів став єдиним органом пруденційного нагляду, а нагляд за комерційними операціями на фінансовому ринку здійснює окремий орган, який відповідає за інформаційну прозорість, моніторинг приватного бізнесу та надання достовірної інформації) [82, с. 135].

Іноді відбуваються переходи від моделі до моделі. Так, в Німеччині регулювання фінансового ринку спершу було децентралізовано, а в 2002 році були об'єднані три регулятивних органи країни і створено новий орган – Федеральну службу з регулювання фінансових ринків, діяльність якого спрямована на створення оптимального регулятивного режиму для фінансового ринку. В Казахстані спершу діяла секторна модель, а з 1 січня 2004 року почало функціонувати Агентство Республіки Казахстан з регулювання та нагляду за фінансовим ринком і фінансовими організаціями, яке частково перебрало на себе і функції центрального банку [82, с. 135].

Які моделі нині існують в Україні? За критерієм співвідношення державного регулювання та саморегулювання вона є змішаною. В Україні функції державного регулювання ринку цінних паперів розподілені між різними органами, а НКЦПФР забезпечує реалізацію єдиної державної політики щодо цінних паперів та функціонування фондового ринку в Україні. Ці органи можуть делегувати свої повноваження СРО, що свідчить про використання державою елементів ринкового механізму саморегулювання, роль якого, однак, обмежена. Отже, в Україні існує змішана модель.

Дослідники зазначають, що проаналізувавши зарубіжний досвід регулювання ринку важко сказати, яка модель управління за критерієм співвідношення державного регулювання та саморегулювання для України найоптимальніша. Негативними є як надмірне саморегулювання ринку (свідченням чого є фінансова криза 1929-1933 рр.), так і жорстке державне регулювання (доказом чого є економічна криза 1973-1974 рр.). Т.В. Біловус вважає, що модель регулювання ринку повинна бути змішаною – поєднувати як

елементи державного регулювання ринку, так і елементи саморегулювання, але при цьому має бути вироблений такий механізм управління ринку, який би їх збалансовував [82, с. 137].

З точки зору кількості та розподілу повноважень між регуляторами, в Україні проявляється секторна модель регулювання. У секторній моделі завдання та функції державних органів розподіляють відповідно до секторів фінансового ринку, якими у світовій практиці вважаються банківський, страховий та фондовий. Ця модель вважається базовою, а її ефективне функціонування можливе на ранній стадії розвитку фінансового ринку, коли сектори є відносно незалежними один від одного. Відповідно, система регулювання є трирівневою: регулювання банківської діяльності здійснює Національний банк України; регулятором на ринку цінних паперів виступає НКЦПФР; діяльність інших фінансових посередників та фінансових компаній регулює Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. Діяльність двох останніх координується Кабінетом Міністрів України [89, с. 1184]. Зазначимо, що секторна модель регулювання потребує якісної та чіткої взаємодії між органами регулювання, чого сьогодні в Україні, власне, немає [90, с. 249].

Чи варто змінювати модель розподілу регулятивних функцій?

Враховуючи сучасні тенденції на вітчизняному фінансовому ринку та глобалізаційні процеси в економіці, дослідники вважають, що задля подальшого розвитку та підвищення ефективності функціонування фінансового ринку механізм його державного регулювання в Україні потребує вдосконалення. Варіантів виділяють чотири:

- подальша розбудова наявних регуляторів;
- запровадження діяльності двох окремих органів регулювання;
- створення окремого мегарегулятора;
- створення мегарегулятора на основі НБУ.

Яка ж із цих моделей була б найоптимальнішою для України в сучасних умовах? Варто вказати, що універсального рецепту не існує. Раніше було

прийнято орієнтуватися на моделі управління ринком цінних паперів провідних країн світу, що демонстрували й демонструють високі показники розвитку фінансового ринку в цілому та ринку цінних паперів зокрема. Проте фінансова криза, яку найбільше відчували саме найрозвиненіші ринки цінних паперів провідних країн, продемонструвала всьому світові, що нема ідеальної моделі регулювання ринку. У кожній країні такі моделі мають свої особливості, що пояснюється різними причинами історичного, політичного, економічного, ментального характеру тощо [82, с. 136].

Ми переконані, що на даному етапі в українських реаліях необхідним є створення окремого мегарегулятора. З цим погоджується більшість дослідників [89, с. 1186]. Так, фахівці зазначають, що український фондовий ринок потребує глибокої реструктуризації для того, щоб конкурувати і виживати на світовому фінансовому ринку, що вимагає заходів з удосконалення інфраструктури ринку та зміцнення правового і регуляторного середовища ринку. Таку реструктуризацію, особливо за кризових умов, може забезпечити на даному етапі саме мегарегулятор. До слова, сучасні системи регулювання ринку цінних паперів у зарубіжних країнах, в більшості, ґрунтуються на створенні мегарегулятора фінансового ринку [91, с. 55]

Мегарегулятор – спеціалізований державний орган, що має повноваження регулювати не менше двох з трьох категорій фінансових посередників (банки та страхові компанії, банки та інвестиційні компанії, інвестиційні та страхові компанії тощо). До переваг такої моделі належать закріплення відповідальності за регуляторну діяльність за одним державним органом, однаковий (уніфікований) підхід до нагляду та регулювання всіх учасників ринку, спрощення та зменшення обсягів їх звітності, єдина інформаційна база даних фінансових установ тощо [90, с. 251]. Додатковим аргументом для створення мегарегулятора є той факт, що розмежування банківських операцій і операцій небанківських інститутів стають дедалі менш помітними – ці інститути пропонують схожі продукти [90, с. 249].

Наводять такі фактори доцільності впровадження мегарегулятора:

- відсутність ефективної кооперації між різними регуляторами;
- висока залежність від урядових чиновників, недостатнє фінансування і брак професійних кадрів;
- можливість прояву синергетичного ефекту і усунення наявних дублюючих функцій;
- можливість економії на масштабах;
- консолідація людського капіталу, яка дозволить підвищити ефективність регулятора у кризових ситуаціях [92, с. 342].

Наявність мегарегулятора характеризує потужних гравців на світовій арені фінансових ринків. Ідея мегарегулятора зародилася в Сінгапурі, а згодом поширилася серед скандинавських країн. Найбільш передовою нині вважається модель мегарегулятора британської системи (FSA), в якій поступово були об'єднані функції нагляду та контролю за інвестиційними, банківськими, іпотечними та страховими послугами. У Франції банківський нагляд і нагляд за небанківськими фінансовими організаціями розділено між Банком Франції та спеціально створеним кілька років тому регулятором, який контролює та регулює небанківський сектор фінансового ринку (AMF); в Німеччині модель регулювання нагадує французьку, проте у сферу регулятора потрапляють також банки. Особливістю французького мегарегулятора є участь членів ринку у формуванні головного органу управління AMF, а саме ради директорів. [89, с. 1184]. Нині у світі більше 40 країн мають єдиний орган державного регулювання фінансових ринків [92, с. 342].

В Україні ця ідея не нова – вже обговорювалося створення мегарегулятора з підпорядкуванням виконавчій гілці влади (або КМУ, або Міністерству фінансів) та виокремлення банківського пруденційного нагляду зі сфери контролю НБУ з подальшою його передачею новоствореному органу [89, с. 1187]. У програмі Уряду на 2005 рік навіть ставилося завдання, яке мало на меті утворення єдиного державного органу з регулювання ринків небанківських фінансових послуг та фондового ринку з урахуванням міжнародних стандартів та відповідних директив і рекомендацій ЄС [93]. Жодних заходів, однак, вжито

не було.

Важливо, що створення окремого мегарегулятора слід здійснювати поступово. Пропонують на першому етапі створити наглядову раду, яка об'єднуватиме керівників різних органів державного регулювання фінансового ринку. Наступним кроком має стати уніфікація регуляторного механізму. Ще до початку функціонування мегарегулятора наглядовою радою має бути утворена інформаційна база даних про всіх учасників фінансового ринку. На завершальній стадії формування цієї установи слід передати йому повноваження НКЦПФР та Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. Кадри пропонують передати до структури НБУ у складі підрозділів, щоб не втрачати їхнього досвіду та експертизи [89, с. 1187].

Експерти вважають, що, створення мегарегулятора здатне створити в Україні потужний центр регулювання ринків фінансових послуг, позбутись конфлікту інтересів всередині НБУ та вивести країну на новий рівень державного регулювання ринків. Воно також відповідатиме євроінтеграційним прагненням України [89, с. 1187].

Процес зміни системи регулювання є комплексним. Він повинен здійснюватися шляхом поступового зосередження регуляторних функцій в одному державному органі, відокремлення наглядових функцій від регуляторних, впровадження системи пруденційного нагляду в усіх основних сегментах фінансового ринку та поліпшення фінансування державного регулятора, зокрема з ринкових джерел [89, с. 1187].

Щодо фінансування регулятора, зазначимо, що фахівці окреслюють декілька варіантів: фінансування за рахунок держави, самоокупність, фінансування за рахунок учасників ринку або певне сполучення наведених вище варіантів. На думку В. Пірога, оптимальним є поєднання державного фінансування і самоокупності. З одного боку, державне фінансування гарантує певний мінімальний обсяг коштів для функціонування органу, а з іншого – елементи самоокупності забезпечать його більш ефективну діяльність

[92, с. 344]. Схожа модель існує у США, де Комісія з цінних паперів і бірж фінансується як за рахунок бюджетних коштів, так і учасників ринку, їх операцій з цінними паперами, кошти від штрафів тощо, що позитивно оцінюється дослідниками [94, с. 2].

Наголошують і на необхідності розглянути питання підзвітності мегарегулятора. Контроль його урядом означатиме, що регулятор стане просто виражати волю держави, при цьому ігноруючи думки учасників ринку. Повна підконтрольність мегарегулятора Верховній Раді України за умови політичної нестабільності може паралізувати його роботу. Тому пропонується розділити повноваження щодо управління і підзвітності мегарегулятора між Кабінетом Міністрів, Верховною Радою і Президентом України із періодичним звітуванням усім цим органам. Крім того, зазначається, що у поточному режимі мегарегулятор має періодично публікувати звітність про власну діяльність на офіційному сайті для підтримання зв'язку із ринком і забезпечення своєрідного громадського контролю його політики та діяльності [92, с. 344].

Проте є і потенційні ризики такого переходу. Хоч злиття двох комісій у цілому відповідає європейським тенденціям щодо концентрації контролюючих функцій у єдиній установі та сприяє становленню системи державного нагляду за фінансовими конгломератами, виділяють суттєві застереження щодо таких дій: існування ризику втрати кваліфікованих кадрів, зростання невизначеності щодо посилення або послаблення регулювання для ринку, ймовірність погіршення якості регулювання та виникнення хаосу внаслідок різного рівня прозорості та різного ступеня підготовки нормативної бази цих ринків, зменшення значущості страхового ринку та ускладнення вирішення його поточних проблем [92, с. 344].

Як вже зазначалося, ми переконані, що на даному етапі для України оптимальним рішенням є створення окремого мегарегулятора фінансових ринків. Проте ми також вважаємо, що на подальших етапах, коли ринок розвинеться та стабілізується, акцент повинен зміщуватися із централізованого регулювання до зростання ролі саморегулювання.

Науковці бачать позитив у підвищенні ролі СРО професійних учасників та встановленню їхнього більш тісного зв'язку з регуляторними органами. Проте процес ефективного саморегулювання має спиратися на потужну структуру з числа професіоналів, тобто сфера саморегулювання може базуватись лише на сталих традиціях бізнесової етики, системі переговорів та узгоджень, формування яких потребує часу [91, с. 55]. Видається, що на даному етапі така культура ще не сформована. Проте в майбутньому, коли вона існуватиме, зростання ролі саморегулювання буде правильними напрямком розвитку системи регулювання фондового ринку в Україні.

На цьому етапі ми погоджуємося, що до найважливіших принципів державної політики на фондовому ринку має бути віднесений принцип максимального саморегулювання (держава регулює діяльність суб'єктів ринку лише в тому разі, коли це абсолютно необхідно, і делегує частину своїх нормотворчих та контрольних функцій професійним операторам ринку цінних паперів, організованим у СРО). Це мінімізуватиме державні витрати на створення інфраструктури ринку, а з держави зніматимуться надлишкові функції і фокус державного нагляду зміститься з нагляду за діяльністю в бік нагляду за результатом діяльності [54, с. 31]. Крім того, за своєю природою СРО мають більшу гнучкість адаптувати регуляторні вимоги до бізнес-середовища, яке швидко змінюється, і спроможні швидше, ніж державні відомства, реагувати на зміну ринкових умов [95, с. 277]. Вони покликані здійснювати такі функції регулювання: встановлення стандартів професійної діяльності учасників ринку; подання звітності; здійснення перевірок діяльності учасників ринку та контролю за ними; сертифікація та ліцензування [67, с. 91].

Виділяють моделі регулювання, в яких існує одна, кілька або немає жодної СРО. Серед 30 найбільших фондових ринків світу найрозповсюдженішою (більше 75% країн) є модель, в якій не існує СРО [67, с. 91].

Ймовірно, з часом і в Україні буде оптимально відмовитися від СРО. Проте на етапі після створення мегарегулятора та розвитку ринку, ми вважаємо принципово важливим розвивати систему СРО та організовувати співпрацю

між ними та державою з огляду на два основні позитивні наслідки:

1) розвантаження державних органів та зменшення тиску на державний бюджет після тривалого посиленого залучення коштів на реформування ринку цінних паперів;

2) участь суб'єктів ринку в управлінні ринку та можливість проводити ініціативи з покращення його регулювання «знизу».

Зазначають також, що в умовах фінансової кризи, в контексті світових тенденцій та необхідності реформування процесів регулювання й нагляду на фондовому ринку України посилення ролі саморегулювання в цій сфері набуває особливого значення. Саме тому, з метою посилення ролі СРО і професійних об'єднань у системі біржової діяльності, вважають за необхідне вжити таких заходів:

- розробити і прийняти базовий закон про саморегулювання на фінансових ринках, у якому мають бути закріплені основні принципи діяльності СРО;
- визначити процедури делегування СРО повноважень щодо нагляду за добросовісністю конкуренції на фінансових ринках, у тому числі шляхом розробки і впровадження кодексів професійної етики, права на застосування заходів впливу;
- сприяти створенню за участі СРО страхових і гарантійних фондів, які мають забезпечувати додатковий захист прав інвесторів та споживачів біржових послуг [70, с. 131].

Коли мегарегулятор отримає необхідні повноваження, йому необхідно буде розробити засади оптимальної державної політики реформування регуляторики ринку цінних паперів. На нашу думку, за основу такої політики регулятор повинен взяти підвалини американської, або аутсайдерської, моделі фондового ринку.

К.В. Тимонькіна характеризує цю модель таким чином: *«Історично режим адміністративного і правового регулювання для цієї моделі розроблявся з урахуванням того, що акціонерний капітал компанії розпорошений серед великої кількості інвесторів, які діють ізольовано один від одного і*

потребують надійної й адекватної інформації для ухвалення правильних інвестиційних рішень. Було розроблено детальні правила забезпечення інвесторів якнайповнішою інформацією та забезпечено рівне становище інвесторів щодо доступу до неї. До того ж, не допускаються ситуації, коли окремі групи акціонерів обмінюються між собою внутрішньо- корпоративною інформацією і спільно використовують її, не допускаючи до неї інших інвесторів. Аутсайдерську систему ринку можна охарактеризувати як таку, що заснована на розкритті інформації. Ця модель більшою мірою сприяє динамічному зростанню фінансових ринків, оскільки забезпечує високу доступність інформації про діяльність компанії і підвищену увагу до інтересів акціонерів» [90, с. 247]. Саме в такій парадигмі, на нашу думку, повинна будуватися політика нового регулятора щодо перебудови фондового ринку. Це також відповідає зазначеним вище підходам до залучення інвесторів до фондового ринку з метою підвищення обсягу операцій та ліквідності.

При цьому повинна буде змінитися роль банків на фондовому ринку. В цілому, розрізняють такі основні системи регулювання з точки зору можливостей банківських установ щодо здійснення діяльності на ринку цінних паперів:

- перша система – Німеччина, Нідерланди, Швейцарія, де функціонують універсальні банки, які повністю забезпечують набір банківських і послуг, пов'язаних із цінними паперами і володіють значною часткою акцій промислових корпорацій;

- друга система –Сполучене Королівство, Канада, Австралія, чії комерційні банки можуть брати участь в андерайтингу, але держава обмежує також участь комерційних банків у формуванні акціонерного капіталу комерційних структур;

- третя система передбачає правове відокремлення комерційної банківської діяльності від сфери діяльності із цінними паперами. Банкам забороняють деякі види професійної діяльності на ринку цінних паперів (брокерська, дилерська, організатора ринку), а також повинні бути суттєво обмежені окремі види

непрофесійної діяльності як інвесторів (вкладення в недержавні цінні папери, крім дочірніх банківських і фінансових компаній). Така система існує в США та Японії [96, с. 83].

Нині в Україні діє змішана модель організації ринку цінних паперів. Установам банків дозволено займатися як інвестиційною, так і торговельною діяльністю із цінними паперами. Проте така роль банків має вимушений характер, що зумовлено недостатнім розвитком ринку цінних паперів та мережі спеціалізованих кредитно-фінансових установ [96, с. 84]. З розвитком ринку, на нашу думку, необхідно наближатися до системи Сполученого Королівства, при якій обмежуватиметься роль банків на фондовому ринку, що покликано забезпечити вищий ступінь фінансової та організаційної незалежності учасників фондового ринку, особливо масового інвестора, від банківських структур.

Переосмислення ролі біржі – ключовий аспект пропонованої політики нового регулятора. В описаній системі централізована функціональна біржа відіграє головну роль. Науковці вже неодноразово підкреслювали доцільність створення універсальної національної біржі, яка буде діяти на принципах регульованих ринків ЄС і здатна інтегруватися у світовий економічний простір [97, с. 110]. Необхідно створити передумови поступової централізації національного біржового ринку та переходу конкуренції в біржовому сегменті з локального рівня на міждержавний [60, с. 153]. Це сприятиме виконанню основних цілей – реформування та стимулювання зростання біржового ринку, що має привести до консолідації фондових бірж та укрупнення інших професійних учасників фондового ринку, появи нових інструментів, та в результаті підвищення довіри з боку емітентів та інвесторів [98, с. 273].

Цивілізований та формалізований ринок у формі біржі відіграє, таким чином, значну роль у підвищенні довіри інвесторів, розвитку якісних фінансових інструментів та дозволить інтегрувати український ринок у світовий. На думку І.В. Краснової, консолідована біржа також сприятиме формуванню стандартних критеріїв лістингу та справедливих ринкових цін за

будь-якими фінансовими інструментами [55, с. 133].

Існує також думка про потребу заборонити укладати угоди купівлі-продажу цінних паперів на неорганізованому ринку, що підвищить ліквідність і компетентності як фахівців, так і населення, а також сприятиме залученню вільних фінансових ресурсів домашніх господарств [45, с. 46]. Ми не погоджуємося з цим, і не вважаємо, що ліквідація позабіржового фондового ринку є доцільною і можливою, адже часом він здатний забезпечити вищу гнучкість та простоту операцій з цінними паперами, що також необхідно для суб'єктів господарювання.

Зміна ролі банків і бірж ознаменує перехід від банкоцентричної системи (орієнтованої на банки і притаманної країнам континентальної Європи та Японії) до фондової або фондоцентричної (орієнтованої на фондові біржі і притаманної Сполученим Штатам Америки, Англії та Австралії) [71, с. 183].

Основним фінансовим посередником інвестиційної діяльності повинні стати не банки, які можуть поєднувати звичайні банківські операції з операціями на фондовій біржі, а біржа. Традиційним банкам у такій системі забороняється проведення інвестиційної діяльності, цю діяльність проводять спеціалізовані інвестиційні банки [71, с. 183].

Паралельно повинна відбуватися технологізація фондового ринку. Активне вдосконалення технологій торгівлі, розвиток інтернет-технологій, впровадження нових торгових систем та платформ, що пропонується науковцями, можуть стати конкурентними перевагами України, а з часом перетворюються і на необхідність. Консенсус наукового середовища – реальне економічне зростання національної економіки неможливе без інноваційно-інвестиційного розвитку, в тому числі інвестиції в поновлення основного капіталу, що базуються на технологічних інноваціях [44, с. 6].

Більш того, закордонні інвестори все частіше розглядають політики і практики компаній у галузі сталого розвитку як один з факторів прийняття інвестиційних рішень. Світові фондові біржі слідують вимогам інвесторів і досить активно беруть участь в різноманітних ініціативах зі сталого розвитку.

Дослідження Всесвітньої федерації бірж (WFE's Sustainability Working Group) показало, що членами WFE були впроваджені принаймні 22 індекси зі сталого розвитку та ESG (інформація про екологічну і соціальну діяльність та питання, пов'язані з корпоративним управлінням) як реакція на зростаючий попит з боку інвесторів [87, с. 187]. Безперечно, український фондовий ринок також повинен слідувати цим трендам та вимагати дотримання схожих стандартів від емітентів, які мають стосунок до біржі.

Увагу потрібно приділити і питанням інфраструктури ринку, до елементів якої належать, крім біржі, депозитарно-клірингові установи; зберігачі й реєстратори цінних паперів; торговельного-інформаційні системи; організації, які забезпечують укладання угод та консалтинговий супровід [99, с. 118]. Зокрема, ключовими напрямками вдосконалення депозитарної діяльності називають зміну структури власників Центрального депозитарію в бік приватного капіталу, налагодження тісного співробітництва із провідними рейтинговими агентствами, встановлення якомога більшої кількості контактів із центральними депозитаріями інших країн [100, с. 136]. Щодо клірингу також є пропозиції: забезпечення фактичної демонополізації клірингової діяльності зі встановленням однакових вимог до осіб, що здійснюють клірингову діяльність; скасування не виправданих вимог щодо обов'язкового поєднання клірингу з банківською діяльністю тощо [101, с. 6].

Насамкінець, важливо розуміти, що без достатнього кадрового забезпечення жодна із вказаних ініціатив не буде здійснена. У зв'язку із цим, поруч із проблемами інституційно-правового, інституційно-організаційного, інституційно-інформаційного забезпечення науковці аналізують перешкоди кадрового характеру на шляху розвитку та процвітання фондового ринку. Пропонується сприяти постійному оновленню кадрового резерву (зокрема, шляхом співпраці з ВНЗ), що допоможе поєднувати нові навички та технології із багаторічним досвідом. Постійне підвищення кваліфікації наявного персоналу – не менш важливий аспект кадрової політики [102, с. 118]. Пропонують також забезпечити вільне переміщення менеджерів фондового та

фінансового ринків, для чого потрібно впроваджувати управлінські новації на мікро-, мезо- і макрорівнях [103, с. 209]. Детальне розроблення кадрової політики повинно відштовхуватися від матеріально-організаційних ресурсів фінансового ринку. Проте ми переконані, що така кадрова політика повинна бути чітко визначена програмним документом і забезпечена на практиці.

Висновки до розділу 2

1. При розробці регулювання потрібно враховувати такі чинники: 1) кризовий стан, який знижує стабільність ситуації, але створює можливості для більш радикальної трансформації; 2) потреба вивчення та застосування іноземного досвіду із врахуванням застережень щодо національних особливостей України; а також 3) світові тенденції до глобалізації та взаємоінтеграції світових фінансових ринків та економічних систем в цілому.

2. Існують наступні категорії проблем фондового ринку України: 1) проблеми, пов'язані з інвесторами; 2) проблеми, пов'язані із вмістом ринку; та 3) інституційні та регуляторні проблеми. Окрім того, наявна низка системних економіко-політичних перешкод розвитку фондового ринку.

3. Проблеми, пов'язані з інвесторами, стосуються структури масиву інвесторів та їхньої мотивації. Слід орієнтуватися на індивідуальних внутрішніх інвесторів для короткострокових інвестицій і великих іноземних інвесторів для довгострокових. Сприяти залученню інвесторів на фондовий ринок України можна за допомогою двох основних інструментів: 1) підвищення рівня безпеки інвесторів, в першу чергу індивідуальних; 2) податкові та трансакційні стимули інвестицій у фондовий ринок. Необхідно також забезпечити можливість українських інвесторів придбавати фінансові інструменти закордоном.

4. Проблеми, пов'язані із вмістом ринку, виникають через відсутність якісних та привабливих фінансових інструментів на фондовому ринку України. Вирішенню даних проблем сприятимуть: 1) залучення іноземних фінансових

інструментів на український ринок; 2) розширена взаємодія регулятора з емітентами для підвищення якості корпоративного управління та цінних паперів, що пропонуються відповідними емітентами. Цінним папером у фокусі уваги повинна бути акція; пропонуються перегляд політики щодо облігацій; активне застосування деривативів, розробка пропозиції нових фінансових інструментів, а також стимулювання IPO серед технологічних компаній.

5. Інституційні та регуляторні проблеми можуть бути вирішені лише шляхом зміни моделі регулювання фондового ринку України. Трансформація системи регулювання повинна відбутися у два етапи: 1) створення окремого мегарегулятора зі змішаним підпорядкуванням та моделлю фінансування; 2) поступове залучення інститутів саморегулювання. Політика мегарегулятора повинна базуватися на аутсайдерській моделі фондового ринку. Роль банків і бірж повинна бути переглянута для переходу від банкоцентричної до біржової моделі фондового ринку. Увагу слід звернути і на питання технологізації та кадрового забезпечення ринку.

ВИСНОВКИ

За результатами проведеного дослідження ми дійшли таких висновків:

1. Щодо ретроспективного аналізу правового регулювання фондового ринку України. Законодавство України щодо фондового ринку можна періодизувати на три основні етапи: етап зародження – до 1991 року, етап становлення – 1991-2001 роки, та етап кризи і трансформації – 2002-2019 роки. Окресливши характерні риси кожного з етапів та визначивши ключові акти, що були прийняті протягом них, констатуємо, що увага держави до фондового ринку, а також цілісність та якість регулювання зростала з кожним наступним етапом.

Тим не менше, радикальних чи системних змін не відбувалося, нові акти видавалися ізольовано щодо окремих складових системи фондового ринку України та зі значними часовими перервами між ними, адресували переважно нагальні питання, що виникали внаслідок розвитку інших сфер законодавства і таким чином мали не проактивний, а реактивний характер.

Низькі темпи розвитку фондового ринку спричинені неправильним вектором його використання на етапах формування. Ключова його особливість і риса унікальності – він сформувався як інструмент приватизації, а не перерозподілу капіталу. Можна констатувати, що український фондовий ринок ніколи не виконував і не виконує того завдання, заради якого він існує в усьому світі: перерозподіл фінансових ресурсів на користь тих, хто здатен найбільш ефективно їх використовувати.

Як наслідок, слабкий розвиток ринку не дозволив побудувати оптимальну систему розподілу активів і капіталу через такий ринок, а також фокусуватися на створенні самих таких активів та форм капіталу. До того ж, була втрачена довіра потенційних міноритарних інвесторів, які так і не переконалися у тому, що фондовий ринок може бути інструментом набуття капіталу.

Наразі ринок характеризується інтересом до короткострокової вигоди та

безпечних фінансових інструментів на протигагу стратегічним капіталовкладенням. Якість фінансових інструментів, представлених на ринку, є низькою, домінуючу роль займають банки, а реальні іноземні інвестиції фактично не залучаються через фондовий ринок.

Попри загальну негативну оцінку стану фондового ринку України, науковці та інвестори бачать значний потенціал, особливо зараз, в процесі пошуку формату глобального ринку та переосмислення ролі ринків, що розвиваються. Реалізація цього потенціалу можлива лише у разі здійснення системних та кардинальних змін у державній політиці щодо фондового ринку та його правового регулювання.

2. Щодо ключових факторів сучасних світових трансформаційних процесів. Є три основні чинники, які впливатимуть на розробку напрямів модернізації регулювання. По-перше, світ входить у кризову фазу з зв'язку із пандемію коронавірусу. З одного боку, криза завдає шкоди стандартним процесам та дестабілізує встановлені системи, що може мати руйнівні наслідки, каталізовані неправильною державною політикою, як було неодноразово історично підтверджено. З іншого, криза створює можливості для більш радикальної трансформації наявних систем через зниження активності, що локалізує потенційні ризики, та природню потребу у пошуку нових форматів існування наявних суспільних та економічних інститутів. По-друге, виправданим є вивчення та застосування іноземного досвіду, адже була проведена масштабна робота із систематизації рекомендації, виведених із успішного досвіду розвинених ринків. Разом з тим, життєво важливим є врахуванням національних особливостей функціонування ринку, оскільки за відсутності системної синергії впровадження іноземного досвіду може мати прямо протилежний ефект. По-третє, світові тенденції до глобалізації та взаємоінтеграції світових економічних систем спонукають проектувати національні політику та регулювання фондового ринку таким чином, щоб полегшити подальше зближення національної системи із загальносвітовою та забезпечити її місце як важливого елементу глобального механізму.

3. Щодо проблем, актуальних для фондового ринку України. Існує три категорії проблем фондового ринку України. Перша – проблеми, пов’язані з інвесторами. Ці проблеми стосуються структури масиву інвесторів (хто саме є інвестором на противагу того, в залученні кого Україна зацікавлена) та мотивації вкладати кошти до фондового ринку України. До них належить те, що дрібні масові інвестори не мають довіри до фондового ринку та не впевнені у вигоді з інвестування у цінні папери, а великі інвестори не використовують можливостей фондового ринку та вилучають капітал із нього, адже не бачать сенсу у діяльності на ньому. До цього додаються значні інформаційні та безпекові проблеми. Друга категорія – проблеми, пов’язані із вмістом ринку, які полягають у відсутності якісних та привабливих фінансових інструментів на фондовому ринку України при високих ступенях ризиків. Третя категорія – інституційні та регуляторні проблеми, які стосуються неефективної системи інституцій на фондовому ринку, що не дозволяє оптимально відповідати на його потреби та цілі, а також відповідної інфраструктури. Окрім того, наявна низка системних економіко-політичних перешкод, що стримують розвиток фондового ринку.

4. Щодо пропозицій, направлених на вирішення ідентифікованих проблем.

4.1 Щодо проблем, пов’язаних з інвесторами. Необхідно чітко усвідомлювати, на яких інвесторів потрібно направити фокус уваги. На нашу думку, слід орієнтуватися на індивідуальних внутрішніх інвесторів для короткострокових інвестицій і великих іноземних інвесторів для довгострокових. Два основні напрямки політики можуть сприяти залученню таких інвесторів на фондовий ринок України. Перший – підвищення рівня безпеки інвесторів, в першу чергу індивідуальних, для чого важливо наступне: достатній захист інтересів інвесторів за допомогою регулятора та судової системи, стабільність і прозорість нормативної бази, доступність інформації про емітентів, посилення відповідальності за порушення та розширення наглядових і контрольних функцій регулятора, посилена увага до окремих сфер

порушень (захист від неплатоспроможності брокерів, захист від маніпулювання на фондовому ринку, захист від порушень з боку інсайдерів, боротьба з відмиванням коштів тощо). Другий напрямок – позитивне стимулювання шляхом надання податкових та трансакційних вигод. Важливим напрямком є забезпечення можливості українських інвесторів придбавати фінансові інструменти закордоном.

4.2 Щодо проблем, пов'язаних із вмістом ринку. Основа рішення – підвищення якості та привабливості фінансових інструментів на фондовому ринку України. На першому етапі цьому сприятиме залучення іноземних фінансових інструментів на український ринок для стимулювання обороту коштів на ньому та входженню інвесторів в українське фінансове середовище. Надалі необхідна розширена інформаційна взаємодія регулятора з емітентами для підвищення якості їхнього корпоративного управління та привабливості цінних паперів, випущених ними. При цьому слід працювати над зміною структури операцій з цінними паперами за їхнім видом таким чином, щоб найбільший обсяг операцій спостерігався щодо акцій, а щодо облігацій не досягав таких значних показників, як нині. Пропонується звернути увагу на стимулювання використання деривативів та пошук варіантів нових фінансових інструментів для оновлення пропозиції на ринку. Важливим інструментом є стимулювання IPO українських емітентів, особливо технологічних компаній, які вже є привабливими для іноземних інвесторів, тож перенаправлення інвестицій в них через фондовий ринок є значною можливістю для розвитку.

4.3 Щодо інституційних та регуляторних проблем. Такі проблеми можуть бути вирішені лише шляхом зміни моделі регулювання фондового ринку України. На даний момент за критерієм співвідношення державного регулювання та саморегулювання вона класифікується як змішана з акцентом у бік держави, а з точки зору кількості та розподілу повноважень між регуляторами – як секторна. Повинна відбутися трансформація системи регулювання у напрямку створення окремого єдиного мегарегулятора, що дозволить провести необхідні рішучі реформи та позбутися конфлікту

інтересів, перехрещення сфер впливу тощо. Модель підпорядкування такого регулятора повинна бути змішаною, а фінансування здійснюватися як за рахунок державного бюджету, так і за рахунок учасників ринку та самофінансування. У процесі розвитку фондового ринку повинна поступово зростати роль саморегулювання із переданням СРО частини регуляторних та наглядових повноважень. Політика щодо регулювання ринку повинна базуватися на аутсайдерській моделі фондового ринку, яка передбачає залучення широких кіл інвесторів та максимальний доступ до інформації. Біржовий ринок підлягає консолідації та централізації, а роль банків повинна бути переглянута для переходу від банкоцентричної до біржової моделі фондового ринку. Крім того, значну увагу слід приділити питанням технологізації та кадрового забезпечення ринку.

4.4. Щодо способу реалізації пропонованих змін. Пропоновані зміни слід реалізувати шляхом системних змін державної політики та правового регулювання фондового ринку, які можуть бути описані у програмних документах та чітко реалізовані у нормативних актах відповідних органів.

Попри тривале неефективне виконання фондовим ринком України свого основного завдання – залучення та перерозподіл капіталу, – він справді має значний потенціал розвитку. Сучасні глобальні та локальні обставини сприяють прогресивним системним змінам, і, за грамотного підходу до модернізації правового регулювання та рішучих реформ фондовий ринок України може стати тим інструментом, який викличе масштабні позитивні зрушення в економіці України та їй дасть їй змогу зайняти значне місце у глобальній фінансовій системі.

ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. *Відомості Верховної Ради України*. 2006. № 31. С. 268;
2. Фондовий ринок: навч. посібник / авт: О.М. Мозговий. К.: КНЕУ. 1999. 316 с. URL: <https://buklib.net/books/27201/> (дата звернення: 12.05.2020);
3. Куліш О.А. Фондовий ринок у системі економічних відносин: автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.01. Донецьк, 2008. 16 с.;
4. Нікончук В.В. Формування фондового ринку: економічні аспекти еволюції та інституційної динаміки. *Вісник Дніпропетровського університету*. Серія «Економіка». 2012. Вип. 6(2). С. 32-37;
5. Про випуск підприємствами і організаціями цінних паперів: Постанова Ради Міністрів СРСР від 15.10.1988 № 1195. URL: https://ips.ligazakon.net/document/view/kp881195?an=2&ed=1990_08_06 (дата звернення: 12.05.2020);
6. Про затвердження Положення про акціонерні товариства та товариства з обмеженою відповідальністю та Положення про цінні папери: Постанова Ради Міністрів СРСР від 19.06.1990 № 590. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0590400-90>; (дата звернення: 12.05.2020);
7. Ключник В.М. Особливості становлення системи державного регулювання українського фондового ринку. *Державне будівництво*. 2009. № 2. 12 с. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/DeBu_2009_2_22 (дата звернення: 12.05.2020);
8. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / за ред. О.І. Кіреєва, М.М. Шаповалової та Н.І. Гребеник. К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. 132 с.;
9. Про цінні папери і фондову біржу: Закон України від 18.06.1991 № 1201-XII. *Відомості Верховної Ради України*. 1991. № 38. с. 508;

10. Про господарські товариства: Закон України від 19.09.1991 № 1576-XII. *Відомості Верховної Ради України*. 1991. № 49. С. 682;
11. Ройко І.М. Біржовий ринок акцій в Україні: стан та пріоритети розвитку: дис. ... канд. екон. наук: 08.00.08. Київ. 2016. 224 с.;
12. Луців Б., Стецишин Т. Фондовий ринок України: правові засади функціонування. *Світ фінансів*. 2006 р. Вип. 4 (9). С. 137-143;
13. Про довірчі товариства: Декрет Кабінету Міністрів України від 17.03.1993 № 23-93. *Відомості Верховної Ради України*. 1993. № 19. С. 207;
14. Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії: Указ Президента України від 19.02.1994 № 55/94. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/55/94> (дата звернення: 12.05.2020);
15. Про облік прав власності на іменні цінні папери та депозитарну діяльність: Указ Президента України від 25.05.1994 № 247/94. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/247/94> (дата звернення: 12.05.2020);
16. Про Концепцію функціонування і розвитку фондового ринку в Україні: Постанова Кабінету Міністрів України від 29.04.1994 № 277. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/277-94-%D0%BF> (дата звернення: 12.05.2020);
17. Павлік І. Періодизація розвитку фондового ринку України у новітній час. Львів: ЛНУ. 2014. URL: http://sophus.at.ua/publ/2014_05_22_23_kampodilsk/sekcija_4_2014_05_22_23/periodizacija_rozvitku_fondovogo_rinku_ukrajini_u_novitnij_chas/62-1-0-984 (дата звернення: 12.05.2020);
18. Бусарева Т.Г. Історія розвитку та становлення ринку цінних паперів України. *Агросвіт*. 2016. № 3. С. 20-23;
19. Шаманська О.І., Слободиський С.М. Особливості розвитку ринку цінних паперів в Україні. *Ефективна економіка*. 2017. №2. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=5431> (дата звернення: 12.05.2020);

20. Про Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України: Постанова Верховної Ради України від 22.09.1995 № 342/95-ВР. *Відомості Верховної Ради України*. 1995. № 33. С. 257;
21. Кутузова М.М. Особливості становлення і розвитку ринку цінних паперів в Україні: історична ретроспектива. *Науковий вісник Херсонського державного університету*. 2014. Вип. 8, ч. 5. С. 165-168;
22. Про участь Української фондової біржі в приватизаційних процесах: Указ Президента України від 27.02.1995 № 146/95. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/146/95> (дата звернення: 12.05.2020);
23. Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку: Указ Президента України від 14.02.1997 № 142/97. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/142/97> (дата звернення: 12.05.2020);
24. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України від 30.10.1996 № 448/96-ВР. *Відомості Верховної Ради України*. 1996 р. № 51. С. 292;
25. Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні: Закон України від 10.12.1997 № 710/97-ВР. *Відомості Верховної Ради України*. 1998. № 15. С. 67;
26. Про Основні напрями розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році: Указ Президента України від 30.10.1999 № 1415/99. *Офіційний вісник України*. 1999. № 44, С. 2;
27. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України від 15.03.2001 2299-ІІІ. *Відомості Верховної Ради України*. 2001. № 21. С. 103;
28. Столяров В.Ф., Полєтаєв О.О., Столярова В.В. Стан та тенденції розвитку ринку цінних паперів в Україні. *Вісник економічної науки України*. 2011. №1. С. 142-148;
29. Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України: Указ Президента України від 26.03.2001 № 198/2001. *Офіційний вісник України*. 2001. № 13. С. 529;

- 30.Цивільний кодекс України: Закон України від 16.01.2003 № 435-IV. *Відомості Верховної Ради України*. 2003. № 40. С. 356;
- 31.Господарський кодекс України: Закон України від 16.01.2003 № 436-IV. *Відомості Верховної Ради України*. 2003. № 18. С. 144;
- 32.Калач Г.М. Вплив фінансової глобалізації на фондовий ринок України. *Фінанси України*. 2009. №1. С. 115-121;
- 33.Про акціонерні товариства: Закон України від 17.09.2008 № 514-VI. *Відомості Верховної Ради України*. 2008. № 50 / № 50-51. С. 384;
- 34.Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку: Указ Президента України від 23.11.2011 № 1063/2011. *Офіційний вісник України*. 2011. № 94. С. 3415;
- 35.Про депозитарну систему України: Закон України від 06.07.2012 № 5178-VI. *Відомості Верховної Ради України*. 2013. № 39. С. 517;
- 36.Про інститути спільного інвестування. Закон України від 05.07.2012 № 5080-VI. *Відомості Верховної Ради України*. 2013. № 29. С. 337;
- 37.Шевченко А.М. Світова фінансова криза і її вплив на фондовий ринок України. *Збірник наукових праць ЧДТУ*. Серія: Економічні науки. 2009. Вип. 22. С. 83-87;
- 38.Про схвалення Концепції розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2009-2013 роки: Розпорядження Кабінету Міністрів України від 25.03.2009 № 316-р. *Офіційний вісник України*. 2009. № 24. С. 812;
- 39.Шевченко О.М. Аналіз тенденцій розвитку фондових бірж у світі та Україні. *Економічна теорія та історія економічної думки*. 2011. № 4 (31). С. 73-76;
- 40.Про затвердження Положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 22.11.2012 № 1692. *Офіційний вісник України*. 2013. № 3. С. 78;

- 41.Річний звіт НКЦПФ за 2018 рік. URL: https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2019/08/zvit_2018.pdf (дата звернення: 12.05.2020);
- 42.Шарнопольська О.М. Механізм інтеграції України у світовий фондовий ринок: автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.05.01. Донецьк, 2005. 23 с.
- 43.Захарін С.В. Державне регулювання іноземного інвестування: автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.02.03. Київ, 2002. 17 с.;
- 44.Кутузова М.М. Трансформація фондового ринку як фактора росту економіки України. *Економічний форум*. 2014. № 4. С. 230-236. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ecfor_2014_4_38 (дата звернення: 12.05.2020);
- 45.Кіктенко О.В. Державний вплив на процеси формування та розвитку фондового ринку в Україні. *Держава та регіони*. Серія: Державне управління. 2011. № 1. С. 43-48;
- 46.Резнік Н.П. Запровадження елементів світового досвіду на вітчизняному фондовому ринку. Національний університет біоресурсів і природокористування України. 2019. С. 87-88 URL: https://rep.polessu.by/bitstream/123456789/14703/1/44Rezn%D1%96k%20NP_Zaprovadzhennia%20element%D1%96v%20sv%D1%96tovogo%20dosv%D1%96du%20na%20v%D1%96tchiznianomu%20fondovomu%20rinku.pdf (дата звернення: 12.05.2020);
- 47.List of Frontier Markets & Classifications. URL: <https://frontiermarketnews.org/list-of-frontier-markets/> (дата звернення: 12.05.2020);
- 48.Мендрул О.Г., Шевчук І.А. Ринок цінних паперів: навч. посіб. Київ, 1998. 150 с;
- 49.Шульга О. Фондовий вибух. Чому зростають акції українських компаній. URL: <https://nv.ua/ukr/biz/publications/fondoviy-vibuh-chomu-zrostayut-akciji-ukrajinskih-kompaniy-2449604.html> (дата звернення: 12.05.2020);
- 50.Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів: Проект Закону від 03.09.2018 № 9035. URL:

http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=64532

(дата

звернення: 12.05.2020);

51. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів: Проект Закону від 17.10.2019 № 2284. URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=67117 (дата звернення: 12.05.2020);

52. Мозговий О.М. Формування системи регулювання фондового ринку України: автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.04.01. Київ, 1999. 36 с.;

53. Правове регулювання ринку цінних паперів та інвестиційних фондів в Європейському Союзі та Україні / Ю.В. Безручко та ін.; під коорд. М.В. Івченка. 212 с. URL: <https://rivnejust.gov.ua/media/documents/diyalnist/yevrointeg/2019/9/13.pdf> (дата звернення: 12.05.2020);

54. Трансформація національної моделі фінансово-кредитних відносин: виклики глобалізації та регіональні аспекти: матеріали всеукр. наук.-практ. конф., м. Ужгород, 23 лист. 2016 р. Ужгород: видавництво УжНУ «Говерла», 2016. 395 с.;

55. Краснова І.В. Фондовий ринок в Україні: стан та перспективи розвитку. *Проблеми економіки*. 2014. № 1. С. 129-134;

56. Тешева Л.В. Пріоритетні вектори інтеграції фондового ринку України світовий фондовий ринок. *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство. Вип. 13, ч. 2. 2017. С. 125-129;

57. Кіктенко О.В. Державне регулювання біржового ринку. *Держава та регіони*. Серія: Державне управління. 2012. № 1 (37). С. 25-28;

58. Стеблій Г.Я., Тувакова Н.В., Сватюк О.Р. Розвиток фондового ринку України на основі світового досвіду. *Вісник Кам'янець-Подільського національного університету імені Івана Огієнка*. Економічні науки. 2017. Вип. 12 (1). С. 114-122. URL:

[http://nbuv.gov.ua/UJRN/vkpnuen_2017_12\(1\)_17](http://nbuv.gov.ua/UJRN/vkpnuen_2017_12(1)_17) (дата звернення: 12.05.2020);

59. Федоренко А. Шляхи інтеграції національного фондового ринку України світові ринки капіталу. *Вісник THEU*. № 3. 2009. С. 7-19;
60. Тіверіадська Л.В., Якименко А.М. Сучасний стан та перспективи розвитку фондового ринку України. *Економічний простір*. 2017. № 128. С. 143-154;
61. Ляшенко С. Інституційна складова привабливості фондового ринку України. *Вісник економічної науки України*. 2012. № 2. С. 91-94;
62. Самсонова К.В., Яковенко Р.В. Проблеми державного регулювання ринку цінних паперів в Україні. Розвиток економічної думки : зб. наук. праць. Кіровоград : Поліграф-сервіс. 2011. Вип. 4. С. 211–215. URL: <http://dspace.kntu.kr.ua/jspui/handle/123456789/7021> (дата звернення: 12.05.2020);
63. Текст лекції з навчальної дисципліни «Дослідження трансформації фінансової системи» за темою 6 «Міжнародний ринок акцій»: навч. матер / розроб. Садиков М.А. Харків: Харківський національний університет внутрішніх справ. 2018. 17 с.;
64. Стефанишин В.В. Розвиток ринку капіталу в контексті фінансової безпеки України. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08. Львів, 2016. 299 с.;
65. Полюхович В.І. Окремі питання правового статусу емітентів на фондовому ринку України. *Приватне право і підприємництво*. 2014. Вип. 13. С. 167-170. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Ppip_2014_13_52 (дата звернення: 12.05.2020);
66. Щекін О.Ю. Перспективи розвитку фондового ринку України в умовах посилення інтеграційних процесів. URL: <http://soskin.info/ea/2011/11-12/20118.html> (дата звернення: 12.05.2020);
67. Леось О.Ю., Тхір А.М. Регулювання фондового ринку: зарубіжний досвід організації депозитарного обліку цінних паперів. *Економічна наука. Економіка та держава*. № 5. 2012. С. 90-94;

- 68.Кіктенко О.В. Посилення ролі державних регуляторів фондового ринку. *Держава та регіони*. Серія: Державне управління. 2013. № 3 (43). С. 9-13;
- 69.Кіктенко О.В. Питання державного регулювання балансу фондового ринку України та його саморегулювання. *Держава та регіони*. Серія: Державне управління. 2013. № 4 (44). С. 19-22;
- 70.Минюк О.Ю. Правове регулювання біржової діяльності в контексті фондового ринку: перспективи вдосконалення. *Часопис Київського університету права*. 2012. № 2. С. 129-132;
- 71.Калинець К.С. Аналіз світового досвіду організації фондової біржі в контексті можливостей його використання в Україні. *Регіональна економіка*. 2009. №3. С. 182-191;
- 72.Болдуєва О.В. Зарубіжний досвід формування ринку цінних паперів. *Вісник Запорізького національного університету*. Економічні науки. №1(9). 2011. С. 231-235;
- 73.Сьомченков О.А. Фондовий ринок України в умовах глобалізації. *Збірник наукових праць ВНАУ*. Серія: Економічні науки. 2012. № 4 (70). С. 125-138;
- 74.Кіктенко О.В. Забезпечення ефективного державного управління та функціонування ринку держави. *Актуальні проблеми державного управління*. Механізми державного управління. 2011. № 2 (40). 6 с.;
- 75.Овчаренко С.В., Пожар Т.О. Напрями вдосконалення заходів у сфері здійснення первинного публічного розміщення акцій на ринку цінних паперів України. *Ефективна економіка*. № 12. 2013. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2625> (дата звернення: 12.05.2020);
- 76.Лизун М., Ліщинський І. Регулювання ринку цінних паперів в розвинутих країнах світу: досвід для України. *Збірник наукових праць ЧДТУ*. Вип. 38 (2). 2014. С. 12-17;

- 77.Ромашко О.Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків: навч. посіб. К.: КНЕУ. 2000. 240 с. URL: <https://library.if.ua/book/123/8164.html> (дата звернення: 12.05.2020);
- 78.Економічна система країни в контексті міжнародного співробітництва: стан та перспективи розвитку: матеріали міжнар. наук.-практ. конф., м. Львів, 31 серп. 2019 р. Львів, 2019. 139 с.;
- 79.Ключко В.М. Іноземний досвід кримінально-правової охорони ринку цінних паперів. *Науковий вісник національної академії внутрішніх справ*. № 4. 2013. С. 275-282;
- 80.Коляденко В.М. Маніпулювання на фондовому ринку. *Європейські перспективи*. Кримінальне право, кримінальний процес та криміналістика. № 5. 2013. С. 110-115;
- 81.Коломієць І.В. Щодо запобігання легалізації доходів, одержаних злочинним шляхом, на ринку цінних паперів і фондовому ринку. *Вісник Харківського національного університету внутрішніх справ*. 2010. № 2. С. 57-65. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/VKhnuvs_2010_2_9 (дата звернення: 12.05.2020);
- 82.Біловус Т. В. Дослідження моделей регулювання ринків цінних паперів. *Економіка і організація управління*. № 2 (26). 2017. С. 132-140;
- 83.Щербина А.Г. Інновації законодавства України щодо торгівлі на фондовому ринку. *Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України*. № 1. 2013. С. 255-268;
- 84.Минкіна Г.О. Проблеми та перспективи розвитку фондового ринку України. *Наука й економіка*. Загальні проблеми економіки. 2015. № 3 (39). С. 108-111;
- 85.Редзюк Є. Законодавче забезпечення фондового ринку України: поточні проблеми та можливості імплементації світових стандартів. *Економіст*. Виклики часу. №6. 2014. С. 13-16;
- 86.Сполучені Штати Америки у сучасному світі: політика, економіка, право, суспільство. Ч. 1: зб. матеріалів II міжнародної науково-практичної

- конференції, м. Львів, 15 трав. 2015 / упоряд. Калитчак Р. Г., Зазуляк З. М. Львів: Центр американських студій ФМВ ЛНУ ім. І. Франка. 2015. 476 с.;
87. Найда І.В. Актуальні питання правового регулювання діяльності фондових бірж в Україні. *Міжнародний науковий журнал «Інтернаука»*. Юридичні науки. № 2 (24), 2 т. 2017. С. 176-180;
88. Регулювання ринку цінних паперів (досвід США, Великої Британії та Німеччини): інф. довідка. 12 с. URL: <http://euinfocenter.rada.gov.ua/uploads/documents/29253.pdf> (дата звернення: 12.05.2020);
89. Ткаченко І.П. Узагальнення досвіду удосконалення державного регулювання фінансових ринків. *Гроші, фінанси і кредит*. Економіка і суспільство. Вип. 19. 2018. С. 1182-1188; 177
90. Тимонькіна К.В. Порівняльний аналіз ключових характеристик моделей фондового ринку. *Актуальні проблеми економіки*. Гроші, фінанси і кредит. №1 (127). 2012. С. 243-251;
91. Стадницька О.М. Наукове узагальнення державного регулювання ринку цінних паперів у зарубіжних країнах як досвід для України. *Науковий вісник Херсонського державного університету*. Вип. 15. Ч. 3. 2015. С. 54-56;
92. Пірог В. Мегарегулятор фінансового ринку: зарубіжний досвід та доцільність створення в Україні. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. Фінансові ресурси: проблеми формування та використання. № 2 (6). 2016. С. 340-345; 263
93. Дзюнь О.Б. Світовий досвід створення мегарегулятора на ринку фінансових послуг. *Державне управління: удосконалення та розвиток*. № 3. 2014. URL: <http://www.dy.nayka.com.ua/?op=1&z=695> (дата звернення: 12.05.2020);
94. Ананьєв М.Ю. Особливості фінансування діяльності державних регуляторів на ринках цінних паперів: світовий досвід та Україна. URL:

[https://meim.kneu.edu.ua/get_file/5620/Особливості фінансування діяльності державних регуляторів на ринках цінних паперів світовий досвід та Україна.pdf](https://meim.kneu.edu.ua/get_file/5620/Особливості_фінансування_діяльності_державних_регуляторів_на_ринках_цінних_паперів_світовий_досвід_та_Україна.pdf) (дата звернення: 12.05.2020);

- 95.Отченаш К.Г. Сучасні механізми регулювання та саморегулювання на фондовому ринку. *Теоретичні та прикладні питання економіки*. Вип. 27. Т. 1. С. 272-278;
- 96.Рудалєва Л.В. Світовий досвід державного регулювання діяльності банків на фондовому ринку. *Право та державне управління*. 2013. № 1 (10). С. 82-87;
- 97.Кутузова М.М. Проблеми формування та регулювання фондового ринку України. *Науковий вісник Чернівецького університету*. 2015. Вип. 750. Економіка. С. 107-110;
- 98.Калюга О.О. Державне регулювання Фондового ринку в Україні: проблеми і шляхи вирішення. *Теорія та практика державного управління*. Вип. 2 (37). С. 270-276;
- 99.Кіктенко О.В. Удосконалення ринкової інфраструктури фондового ринку та її державне регулювання. *Держава та регіони*. Серія: Державне управління. 2012. № 4 (40). С. 118-120;
100. Рекова Н.Ю., Козлова В.О. Аналіз міжнародного досвіду розвитку національних депозитарних систем. *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство. Вип. 4. 2015. С. 133-137;
101. Баула О.В., Никитюк Т.Л. Перспективи інтеграції вітчизняного ринку цінних паперів у світовий фондовий ринок. *Економічний форум*. Вип. 2. 2015. 7 с.;
102. Нікончук В.В. Інституційне забезпечення фондового ринку України. *Економічний вісник Донбасу*. № 3 (29). 2012. 114-118 с.;
103. Корнійчук О.П. Євроінтеграційні пріоритети фондового ринку України – проблеми регіоналізації в умовах глобалізації. *Механізм регулювання економіки*. 2008. № 3. Т. 2. С. 206-212.