

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА»**

На правах рукопису

РОЙКО ІГОР МИХАЙЛОВИЧ

УДК 336.761(477)(043.3)

Біржовий ринок акцій в Україні: стан та пріоритети розвитку

Спеціальність – 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник
Дегтярьова Наталія
Володимирівна
к.е.н., доцент

Київ 2016

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО–МЕТОДОЧНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ БІРЖОВОГО РИНКУ АКЦІЙ.....	10
1.1. Біржовий ринок акцій як складова ринку цінних паперів.....	10
1.2. Фондова біржа як організатор торгівлі на ринку акцій.....	31
1.3. Показники стану біржового ринку акцій.....	44
Висновки до розділу 1.....	55
РОЗДІЛ 2. ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ БІРЖОВОГО РИНКУ АКЦІЙ В УКРАЇНІ.....	58
2.1. Етапи становлення та розвитку біржового ринку акцій.....	58
2.2. Аналіз індексів фондових бірж.....	72
2.3. Оцінка стану біржового ринку акцій України за методикою Світової федерації бірж.....	93
Висновки до розділу 2.....	120
РОЗДІЛ 3. ПРІОРИТЕТИ РОЗВИТКУ БІРЖОВОГО РИНКУ АКЦІЙ В УКРАЇНІ.....	124
3.1. Альтернативні ринки акцій для залучення капіталу на фондових біржах.....	124
3.2. Цінні папери біржових фондів як фактор розвитку біржового ринку.....	137
3.3. Напрями розвитку біржового ринку акцій в Україні.....	150
Висновки до розділу 3.....	163
ВИСНОВКИ.....	166
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	170
ДОДАТКИ.....	192

ВСТУП

Актуальність теми. Стан ринку акцій, зокрема його біржового сегменту, є одним із найважливіших індикаторів ступеня розвитку економіки країни. З початку XXI століття світовий біржовий ринок акцій перебуває в постійному розвитку та демонструє високі темпи зростання. Так, за даними Світового банку, протягом 2000–2015 рр. ринкова капіталізація біржового ринку акцій світу зросла з 31,05 до 61,78 трлн дол США, або майже вдвічі. При цьому річний обсяг біржових торгів акціями за цей період збільшився в 3,6 рази – до 123,46 трлн дол США, що становить 167,9 % світового ВВП.

Водночас ринкова капіталізація біржового ринку акцій України за цей час зросла на 31,5 % та складає лише 3,2 % ВВП країни, а річний обсяг біржових торгів акціями залишився майже незмінним – на рівні 230–240 млн дол США. На сьогодні вітчизняний біржовий ринок акцій за рівнем індексів та обсягів біржових торгів перебуває на мінімальних рівнях 2007–2008 років. На тлі високої волатильності біржових індексів ліквідність біржового ринку акцій України стає дедалі нижчою: з 2011 року кількість «блакитних фішок» продовжує скорочуватись, а основний обсяг біржової торгівлі сконцентрований в акціях біржового реєстру та індексного кошику ПАТ «Українська біржа». Це спричинило зниження активності основних груп інвесторів, а іноземні інвестори практично втратили інтерес до вітчизняного ринку акцій.

Проблеми вітчизняного ринку цінних паперів загострили потребу в теоретичному осмисленні його реалій, а отже, вимагають нового рівня узагальнень в аналізі його сучасного стану, тенденцій та пріоритетів розвитку.

Дослідження проблем розвитку ринку цінних паперів, зокрема ринку акцій відображено у багатьох роботах зарубіжних учених-економістів, таких як: С. Фішер, Дж. Кейнс, Р. Дорнбуш, В. Шарп, А. Гропеллі, М. Міллер, Х. Редхард, М. Алексєєв, Т. Берднікова, П. Бороздін, П. Воробйов, Є. Жуков, В. Лялін, Я. Міркін та інших. Вагомий внесок у наукові дослідження ринку цінних паперів

як важливої складової фінансового ринку здійснили такі вітчизняні вчені, як: М. Бурмака, С. Бірюк, О. Василик, М. Гапонюк, М. Гольцберг, Н. Дегтярьова, Ю. Коваленко, Д. Леонов, В. Лісовий, О. Мертенс, О. Мозговий, О. Прімерова, І. Рекуненко, М. Солодкий, О. Сохацька, В. Суторміна, Н. Шапран, В. Шелудько, І. Школьник, В. Федосов та інші.

Віддаючи належне науковим напрацюванням вітчизняних вчених, слід зауважити, що на сьогодні недостатньо досліджені методичні підходи до розрахунку та аналізу показників стану біржового ринку акцій, остаточно не сформовані концептуальні підходи щодо розвитку та запровадження інноваційних фінансових інструментів, альтернативних ринків залучення капіталу та консолідації біржової системи в Україні.

Актуальність теоретичного та практичного пошуку напрямів вирішення нагальних проблем біржового ринку акцій України та шляхів його подальшого розвитку обумовили вибір теми, мету, завдання, логіку та структуру дисертаційної роботи.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційну роботу виконано на кафедрі фінансові ринки ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» відповідно до комплексної планової теми наукових досліджень «Інновації на сучасному фінансовому ринку» (державний реєстраційний номер 0113U004261). Особисто автором у межах цієї теми досліджено теоретичні та практичні аспекти застосування міжнародних стандартів Світової федерації бірж для аналізу біржового ринку акцій, надано практичні рекомендації щодо розрахунків показників стану вітчизняного біржового ринку акцій, обґрунтовано пропозиції щодо вирішення проблем та визначення пріоритетних напрямів розвитку біржового ринку акцій в Україні.

Мета і завдання дослідження. Мета дисертаційної роботи полягає в поглибленні теоретичних засад та розробці практичних рекомендацій щодо пріоритетів розвитку та вдосконалення функціонування біржового ринку акцій в Україні.

У контексті визначеної мети було сформульовано такі завдання:

- узагальнити доробок вчених щодо теоретичних засад функціонування біржового ринку акцій як складової біржового ринку;
- охарактеризувати показники стану біржового ринку акцій за стандартами Світової федерації бірж з метою їх застосування у вітчизняній практиці;
- дослідити еволюцію становлення та розвитку біржового ринку акцій в Україні;
- оцінити сучасний стан біржового ринку акцій України на основі адаптованої методики, що вдосконалена за стандартами Світової федерації бірж;
- виявити особливості та проблеми сучасного стану біржового ринку акцій в Україні;
- визначити перспективи розвитку альтернативного ринку залучення капіталу на вітчизняному біржовому ринку акцій;
- обґрунтувати доцільність розвитку біржового ринку акцій в Україні за рахунок запровадження інверсійних біржових фондів акцій;
- розробити рекомендації щодо пріоритетів розвитку вітчизняного біржового ринку акцій.

Об'єктом дослідження є біржовий ринок акцій України.

Предмет дослідження – економічні відносини, що виникають під час розміщення та обігу акцій на біржовому ринку.

Методи дослідження. Для досягнення мети у роботі були застосовані такі методи пізнання: системний та діалектичний – для узагальнення теоретичних засад біржового ринку акцій та розкриття його призначення; історико-логічний – для дослідження еволюції становлення біржового ринку акцій в Україні; статистичного та порівняльного аналізу – для оцінки стану біржового ринку акцій в Україні; групування – при розподілі емітентів акцій за сегментами капіталізації та при формуванні показників аналізу стану біржового ринку акцій; економіко-математичного моделювання – для побудови моделі впливу домінантних факторів на динаміку індексу Української біржі; узагальнення, синтезу та наукового абстрагування – для визначення напрямів і пріоритетів розвитку та удосконалення біржового ринку акцій України.

Інформаційну базу дослідження становили закони та інші нормативно-правові акти України з питань ринку цінних паперів, статистичні дані Державної служби статистики України, Національного банку України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Світової федерації бірж, Світового банку, Федеральної резервної системи США, матеріали саморегулівних організацій на ринку цінних паперів, дані інформаційно-аналітичних видань, результати досліджень вітчизняних і зарубіжних науковців.

Наукова новизна одержаних результатів. Основні положення, які визначають наукову новизну дисертаційної роботи, такі:

вперше:

– запропоновано науково-методичний підхід до оцінювання ринкової капіталізації біржового ринку акцій, що передбачає розрахунок показників «ринкова капіталізація акцій біржових реєстрів фондових бірж» та «структура ринкової капіталізації акцій біржових реєстрів фондових бірж». Розрахунок цих показників дає змогу здійснити оцінку стану ринкової капіталізації біржового ринку акцій України, виявити структурні проблеми, а також розробити пропозиції щодо їх подолання;

удосконалено:

– трактування поняття «біржовий ринок акцій» як частини біржового ринку цінних паперів, де відбувається: купівля-продаж акцій, які пройшли процедуру включення у біржові списки та реєстри фондових бірж, на основі технології безадресних та адресних заявок за принципом поставки проти оплати; формування: а) ринкового біржового курсу; б) ринкової капіталізації емітентів; в) ринкової капіталізації біржового ринку. Таке визначення, на відміну від існуючих, акцентує увагу на особливостях та призначенні цього ринку;

– методичні підходи до оцінки стану біржового ринку акцій України на основі стандартів Світової федерації бірж, що включає аналіз таких груп показників: 1) тренди біржових індексів; 2) ринкової капіталізації біржового ринку; 3) ринкової капіталізації емітентів за методом сегментації; 4) обсягів

біржових торгів. Це дозволило здійснити об'єктивний аналіз сучасного стану ринку та розробити рекомендації щодо пріоритетів його розвитку;

- періодизація становлення та розвитку ринку цінних паперів в Україні, зокрема біржового ринку акцій, на основі такої критеріальної ознаки, як прийняття концептуальних нормативно-правових актів та їх вплив на ринок, а саме: 1-й етап – формування первісної системи організованого ринку цінних паперів в Україні (червень 1991 р. – серпень 1995 р.); 2-й етап – формування сучасної моделі ринку (вересень 1995 р. – травень 2015 р.); 3-й етап – консолідація системи організованого ринку (червень 2015 р. – по теперішній час). Це дало змогу визначити роль державного регулювання та визначити напрями розвитку біржового ринку акцій України до 2020 року;

дістали подальшого розвитку:

- визначення домінантних факторів, що впливають на динаміку біржового індексу акцій. Побудовано економіко-математичну модель, яка базується на показниках активності біржових торгів акціями та ліквідності ринку. За допомогою неї можна здійснювати прогноз динаміки індексу при розробці торговельних та інвестиційних стратегій;

- обґрунтування необхідності розвитку біржового ринку акцій в Україні за рахунок запровадження інверсійних біржових фондів акцій. Це дозволить надати учасникам біржового ринку нові інструменти для торговельних та інвестиційних операцій і слугуватиме стимулом розвитку цього ринку;

- пропозиції щодо консолідації біржового ринку в Україні за такими напрямками: консолідація інфраструктури (через об'єднання фондових бірж в єдиний біржовий холдинг); об'єднання професійних учасників (шляхом злиття та поглинання); очищення біржових списків від «сміттєвих» акцій (через заборону їх обігу на біржовому ринку); запровадження єдиного біржового лістингу (шляхом підвищення лістингових вимог до емітентів акцій). Зазначене приведе до формування надійного, прозорого та ефективно функціонуючого ринку, як інструменту накопичення, перерозподілу та залучення капіталу, буде здатним забезпечити економічне зростання України.

Практичне значення одержаних результатів полягає у можливості їх використання для розвитку та вдосконалення функціонування біржового ринку акцій в Україні. Зокрема, розроблена методика аналізу показників стану біржового ринку акцій України, яка вдосконалена за стандартами Світової федерації бірж, а також рекомендацій щодо вирішення наявних проблем біржового ринку акцій України та його пріоритетних напрямів удосконалення, враховані і використовуються в практичній роботі Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України (довідка № 08/01/19934/НК від 15.09.2015).

Рекомендації та пропозиції щодо створення та розвитку інверсійних біржових фондів разом із методикою аналізу показників стану біржового ринку акцій України враховані та використовуються у діяльності ПрАТ «Компанія з управління активами «Амадеус» та при розробці стратегії її подальшого розвитку (довідка № 108 від 06.07.2015).

Метод аналізу динаміки індексу Української біржі на основі економіко-математичної моделі, що базується на показниках ліквідності біржового ринку акцій та активності біржових торгів акціями, а також волатильності індексу Української біржі рекомендовані та використовуються у діяльності ТОВ «Онлайн капітал» (довідка № 110 від 08.07.2015).

Результати дисертаційного дослідження використовуються в навчальному процесі ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» при розробленні методичних матеріалів з дисциплін «Фінансовий ринок», «Торгівля цінними паперами», а також Міжпредметного тренінгу магістерської програми «Фінансовий ринок» (довідка від 08.10.2015).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є результатом власних досліджень автора. Наукові положення, розробки прикладного характеру, висновки і рекомендації, що виносяться на захист, одержані дисертантом самостійно. Опубліковані праці, за винятком однієї, виконані автором самостійно.

Апробація результатів дисертації. Основні теоретичні та практичні положення й результати дисертації доповідались та були схвалені на 8-ми

міжнародних та всеукраїнських науково-практичних конференціях, а саме: II Міжнародній науково-практичній конференції IC YESS 2013 «Ринкова природа інституційних трансформацій сучасних економічних систем» (м. Чернівці, 2013 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Фінансування інноваційного розвитку України: стан, проблеми та перспективи» (м. Київ, 2013 р.), Всеукраїнській науково-практичній конференції «Фінансова інфраструктура України: проблеми та напрями розвитку» (м. Київ, 2013 р.), IV Міжнародному молодіжному фестивалі науки «LITTERIS ET ARTIBUS» (м. Львів, 2013 р.), III Міжнародній науково-практичній конференції IC YESS 2014 «Детермінанти сучасного розвитку соціально-економічних систем в умовах глобальної нестабільності» (м. Чернівці, 2014 р.), III Міжнародній науково-практичній конференції «Теоретико-методологічні і науково-практичні засади інвестиційного, фінансового та облікового забезпечення розвитку економіки» (м. Кам'янець-Подільський, 2014 р.), Всеукраїнській науково-практичній конференції «Європейський вибір – нові можливості для прогресу та зростання фінансової системи» (м. Київ, 2015 р.), Всеукраїнській науково-практичній конференції «Фінансові механізми забезпечення розвитку економіки України в сучасних умовах» (м. Київ, 2016 р.).

Публікації. За результатами дослідження опубліковано 15 наукових праць загальним обсягом 4,1 д.а., з них: 5 – у наукових фахових виданнях, 2 – у наукових фахових виданнях, зареєстрованих в міжнародних наукометричних базах, 8 публікацій – в інших виданнях.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО–МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ БІРЖОВОГО РИНКУ АКЦІЙ

1.1. Біржовий ринок акцій як складова ринку цінних паперів

Досліджуючи сутність біржового ринку акцій в Україні, також необхідно зазначити, що біржовий ринок акцій є невід’ємною частиною фондового ринку, який у свою чергу є складовою фінансового ринку України.

Формування теоретичних уявлень про сутність та економічне призначення як фондового так і фінансового ринку в Україні триває по теперішній час.

Так, українські вчені С. Маслова та О. Опалов визначають фінансовий ринок як сукупність економічних відносин, які пов’язані з купівлею та продажем фінансових інструментів, механізмом перерозподілу капіталу між кредиторами та позичальниками за допомогою посередників на основі попиту і пропозиції, грошові відносини, які виникають у процесі купівлі-продажу фінансових активів під впливом попиту і пропозиції на позичковий капітал [84, с. 23].

У свою чергу О. Василик визначав фінансовий ринок як ланку фінансової системи, яка створює і використовує фонди фінансових ресурсів у тих випадках, коли інші ланки фінансової системи не можуть діяти ефективно [20, с. 25].

Більш узагальнено у своїх роботах дали визначення фінансовому ринку вчені І. Петровська та Д. Клиновий. На їх думку фінансовий ринок – це особливий тип ринку, предметом купівлі – продажу на якому виступають різні фінансові інструменти. Система сучасного фінансового ринку має п’ять основних складових, якими є банківський ринок, ринок цінних паперів, валютний ринок, ринок дорогоцінних металів та ринок страхових послуг [104, с. 18].

С. Юрій визначає фінансовий ринок через механізм торгівлі фінансовими активами, обов’язковими атрибутами якого є чіткі правила торгівлі, наявність професійних учасників ринку та розвинута ринкова інфраструктура, яка

забезпечує мінімальні втрати і максимальну надійність укладених угод [182, с. 191].

В. Суторміна у своїх наукових роботах пропонує визначати фінансовий ринок, як економічних простір, на якому формуються відносини з приводу купівлі-продажу фінансових фондів [148, с. 429].

Дещо схожої думки дотримується вчений В. Опарін. Він визначає фінансовий ринок, як сферу торгівлі фінансовими ресурсами, які забезпечують функціонування суб'єктів підприємницької діяльності та фінансових інституцій [98, с. 150].

В. Федосов вважає, що фінансовий ринок – це механізм перерозподілу фінансових активів між окремими суб'єктами підприємницької діяльності, державою і населенням, а також між міжнародними фінансовими інститутами. Фінансовий ринок через посередників, фірми та інституції, що надають фінансові послуги, реалізує фінансові рішення домогосподарств, приватних компаній та урядових організацій [183].

Іншу думку мають науковці П. Леоненко та П. Юхименко. Вони вважають, що фінансовий ринок – це винятково складна структура з великою кількістю учасників – фінансових посередників, споживачів фінансових послуг, які вступають в економічні відносини, оперуючи різноманітними фінансовими інструментами [72, с. 132].

Більш загальної думки притримується у своїх роботах В. Шелудько. Вона зазначає, що фінансовий ринок є системою економічних та правових відносин, пов'язаних із купівлею-продажем або випуском та обігом фінансових активів [170, с. 11].

Майже такої ж думки дотримується і В. Смагін. Він вважає, що фінансовий ринок є складною сукупністю економічних відносин, яка системно інтегрована в структуру національної економіки, забезпечуючи функціонування сфери обігу фінансових активів, їх перерозподіл між економічними суб'єктами [141, с. 25].

Ю. Коваленко визначає фінансовий ринок як систему економіко-правових відносин, пов'язаних із перерозподілом тимчасово вільних фінансових ресурсів

між домогосподарствами, фінансовими і не фінансовими корпораціями/квазі-корпораціями, некомерційними організаціями (НКО), а також державою на основі взаємодії попиту і пропозиції фінансових інструментів. Він призначений для здійснення угод між покупцями і продавцями цих інструментів та становить сукупність ринків: кредитного, грошового і ринку пайових цінних паперів [64, с. 103].

Нобелівський лауреат В. Шарп визначив фінансовий ринок (ринок цінних паперів) як механізм сприяння обміну фінансовими активами шляхом зведення разом покупців і продавців [169, с. 975].

Проаналізувавши теоретичні підходи до визначення сутності фінансового ринку вітчизняних та зарубіжних науковців можна зробити висновок, що сутність фінансового ринку зводиться до того, що він є ефективним механізмом обміну та перерозподілу фінансових ресурсів, зокрема цінних паперів між окремими суб'єктами підприємницької діяльності, державою і населенням, а також між міжнародними фінансовими інститутами. Фінансовий ринок виконує три такі основні функції:

- визначення ціни фінансових ресурсів. Якщо ринок ефективний, то ринкова ціна і є справедливою ціною фінансового ресурсу. У свою чергу за ефективного ринку згідно гіпотезі ефективного ринку (efficient market hypothesis, EMH) вся суттєва інформація відразу і повністю відбивається в ціні фінансового активу, що робить цю інформацію непотрібною для отримання надприбутків. Гіпотеза була сформульована американським економістом Ю. Фама [214];

- забезпечення ліквідності фінансових ресурсів. Чим вище рівень розвитку фінансового ринку, чим ефективніше він функціонує, тим вищою ліквідність цих ресурсів, або швидкість їх обертання;

- економія на витратах, насамперед, за рахунок діяльності на ринку фінансових посередників. Фінансові посередники, здійснюючи великі обсяги операцій з інвестування та залучення коштів, зменшують для учасників ринку витрати й відповідні ризики від проведення операцій із фінансовими ресурсами. Фінансові посередники зменшують витрати через здійснення економії на

масштабі операцій і вдосконалення процедур оцінювання фінансових ресурсів, запропонованих до продажу [183, с. 415].

Необхідно зазначити, що питання впливу фінансового ринку на економічну систему неоднозначне і в його оцінці є різні підходи. Один – полягає в тому, що розвиток фінансового ринку є передумовою загального економічного зростання, інший – що розвиток фінансових ринків залежить від стану реального сектора економіки.

Ми поділяємо думку С. Мошенського, який вважає, що розвиток фінансової системи сприяє загальному економічному зростанню, але причинно-наслідковий зв'язок між цими процесами має двосторонній характер і залежить у різних країнах від сукупності специфічних умов та чинників. Справді активний вплив фінансового ринку на економічну систему держави починається після досягнення цим ринком достатнього рівня фінансової глибини та ємності [88, с. 346].

Ми також дотримуємось позицій вчених І. Петровської та Д. Клинового щодо структури фінансового ринку та місця в ньому ринку цінних паперів, яку можна зобразити графічно (рис. 1.1).

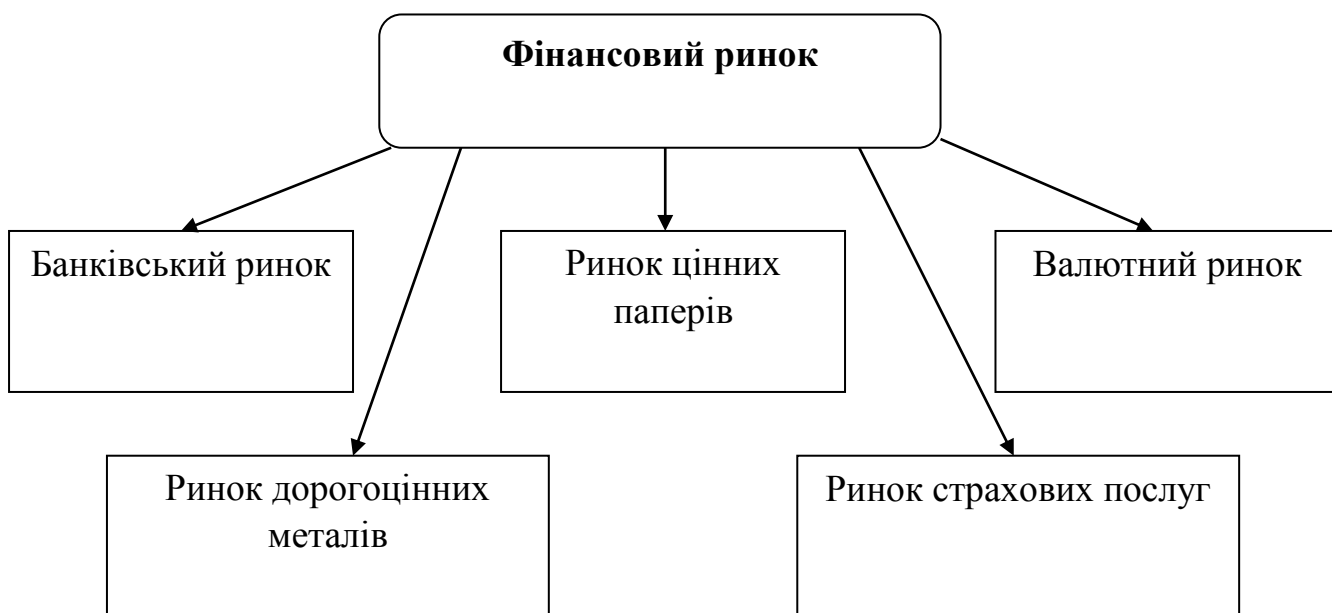


Рис. 1.1. Структура фінансового ринку

Джерело: побудовано автором на основі [111]

Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» дає наступне визначення поняттю фондовий ринок. «Фондовий ринок (ринок цінних паперів) –

сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів)» [44].

О. Мозговий, який проаналізував різницю між поняттями «фондовий ринок» і «ринок цінних паперів», виходячи з їх етимологічного і історичного походження, визначає, що фондовий ринок є сегментом ринку цінних паперів, і його синонімами є поняття «ринок капіталів» чи «інвестиційний ринок» [87, с. 9]. Ця думка є слушною, оскільки підкреслюється саме інвестиційна функція фондового ринку, яка є найважливішою для розвитку економіки і ми її повністю дотримуємося

Наразі Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначає ринок цінних паперів лише як сукупність всіх його учасників та правовідносин між ними, розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів) [44].

Вітчизняні науковці розглядають ринок цінних паперів з більш широкої позиції, а саме позиції як частини фінансового ринку та ролі його в економічній системі в цілому.

Т. Майорова зазначає, що ринок цінних паперів – це складний механізм, за допомогою якого встановлюються відповідні правові та економічні взаємовідносини між підприємцями, корпораціями та іншими структурами, яким необхідні фінансові кошти для свого розвитку та організаціями й громадянами, які їх можуть позичити (надати) на певних умовах [85, с. 16].

В. Павлов та І. Кривов'язюк досліджуючи ринок цінних паперів, як сегмент фінансового ринку, у своїх працях зазначають, що ринок цінних паперів – це найважливіший сегмент, що значною мірою впливає на розвиток фінансового ринку, на якому за незначний час створюються необхідні умови та відбувається швидка мобілізація, ефективний розподіл і раціональне розміщення фінансових ресурсів у соціально-економічному просторі держави з врахуванням інтересів та потреб суспільства шляхом здійснення емісій цінних паперів різними емітентами [102, с. 9].

А. Демківський вважає, що ринок цінних паперів – це функціональна система фінансового ринку, яка сприяє акумулюванню капіталу для інвестицій у виробничу і соціальну сфери, стимулює структурну перебудову економіки, підвищує добробут

громадян коштом доходів від вкладання грошових ресурсів у цінні папери і вільне розпорядження доходами [33].

Необхідно погодитись і з думкою В. Ляшенко щодо функцій ринку цінних паперів як сегменту та частини фінансового ринку. Зокрема, автор у своїх працях визначає ринок цінних паперів як частину фінансового ринку, на якій здійснюється весь комплекс операцій по багатовекторному руху капіталів, від емісії фондowych цінностей до переходу коштів від інвесторів до емітентів, а також зміна власника цінних паперів через проведення торгівельних операцій [83, с. 11].

На думку І. Школьник ринок цінних паперів – це такий розділ фінансового ринку на якому за незначний час створюються необхідні умови та відбуваються швидка мобілізація, ефективний перерозподіл і раціональне розміщення фінансових ресурсів у соціально-економічному просторі держави з урахуванням інтересів та потреб суспільства шляхом здійснення емісій цінних паперів різними емітентами [179].

Схожу думку щодо визначення та ролі ринку цінних паперів як складової фінансового ринку висловлює В. Загорський, який у своїх наукових працях визначає ринок цінних паперів як відносини, що виникають в процесі залучення коштів шляхом розміщення й обігу цінних паперів з приводу розподілу і перерозподілу частини вартості, яка створюється функціонуючими капіталами, що представлені цінними паперами [35, с. 12].

Поява у 1995 році Концепції функціонування та розвитку фондового ринку, Програми розвитку фондового ринку на 2001–2005 рр. і Проекту Програми розвитку фондового ринку України на 2011–2015 рр. сприяло введенню в науковий обіг сучасного сприйняття та оцінки економічного призначення як фондового ринку України, так і його біржового сегменту.

Так, в Концепції 1995 року економічне призначення фондового ринку розкривається таким чином, що фондовий ринок має сприяти обігу та раціональному розміщенню фінансових ресурсів, дає можливість самостійно оцінювати ефективність управління підприємством, створює умови для добросовісної конкуренції та обмеження монополізму [106].

В Концепції зазначалось, що створення ринку цінних паперів України вимагає врахування відомих загальносвітових принципів та стандартів функціонування фондового ринку, тобто з самого початку був взятий орієнтир на самі високі світові стандарти. Для того щоб фондовий ринок України став ефективним механізмом обігу цінних паперів, сприяв економічному розвитку і забезпечував належні умови для інвестицій та надійний захист інтересів, його створення та подальше функціонування повинно було будуватися на таких принципах (рис. 1.2).



Рис. 1.2. Принципи та стандарти функціонування біржового ринку акцій

Джерело: побудовано автором на основі [106]

Економічне призначення ринку розкрито більш широко у Програмі розвитку фондового ринку України на 2001–2005 рр. В ній зазначено, що: головною метою функціонування та розвитку фондового ринку в Україні повинно стати залучення інвестиційних ресурсів для спрямування їх на відновлення та забезпечення подальшого зростання виробництва [153].

Ліквідний, надійний та прозорий фондовий ринок повинен забезпечити реалізацію національних інтересів України, сприяти зміцненню економічного суверенітету шляхом: сприяння надходженню інвестицій до реального сектору економіки; створення ефективної системи захисту прав і інтересів інвесторів – як

вітчизняних, так і іноземних; створення системи фінансових інститутів та застосування різних фінансових інструментів з метою залучення внутрішніх і зовнішніх джерел інвестування; створення сприятливих умов для розвитку інститутів спільного інвестування, в тому числі недержавних пенсійних фондів; розбудови сучасної надійної системи виконання угод з цінними паперами та обліку права власності на цінні папери; розбудови ефективної системи організованої торгівлі, яка має визначати ринкову вартість цінних паперів вітчизняних емітентів; концентрації і централізації торгівлі корпоративними цінними паперами українських емітентів на організованому ринку на засадах конструктивної конкуренції та інновацій; запобігання переміщенню торгівлі та обліку права власності на цінні папери українських емітентів на фондові ринки інших держав; створення умов для підвищення конкурентоспроможності фондового ринку України з подальшою цивілізованою його інтеграцією в міжнародні ринки капіталу; гармонізації політики держави на фондовому ринку з грошово-кредитною, валютною і бюджетно-податковою політиками з метою розвитку фондового ринку України [153].

Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» (ст. 3 розділу 1) визначає групи цінних паперів які можуть бути у цивільному обороті в Україні [44], а саме:

- пайові цінні папери (акції; інвестиційні сертифікати; сертифікати ФОН; акції корпоративного інвестиційного фонду);
- боргові цінні папери (облігації підприємств; державні облігації України; облігації місцевих позик; казначейські зобов'язання України; ощадні (депозитні) сертифікати; векселі; облігації міжнародних фінансових організацій; облігації Фонду гарантування вкладів фізичних осіб);
- іпотечні цінні папери (іпотечні облігації; іпотечні сертифікати; заставні);
- приватизаційні цінні папери;
- похідні цінні папери;
- товаророзпорядчі цінні папери.

До біржових торгів, а саме розміщення й обігу на організаторах торгівлі, згідно Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [44] та Закону України «Про інститути спільного інвестування» [43], можуть бути допущені тільки акції, акції корпоративного ІСІ, інвестиційні сертифікати спеціалізованого ІСІ, облігації підприємств, державні облігації України, облігації місцевих позик, деривативи.

Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» (ст. 1 розділу 1) визначає біржовий ринок цінних паперів (регульований (організаційно оформлений) фондовий ринок) – як фондову біржу, що функціонує постійно на підставі відповідної ліцензії, виданої Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку в установленому нею порядку, і забезпечує проведення регулярних торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами за встановленими правилами, а також організовує централізоване укладання і виконання договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів [44].

Враховуючи види цінних паперів, які можуть бути допущені до розміщення і обігу на організаторах торгівлі (фондових біржах), структуру біржового (регульованого) фондового ринку як частини ринку цінних паперів України, можна зобразити наступною схемою (рис. 1.3).

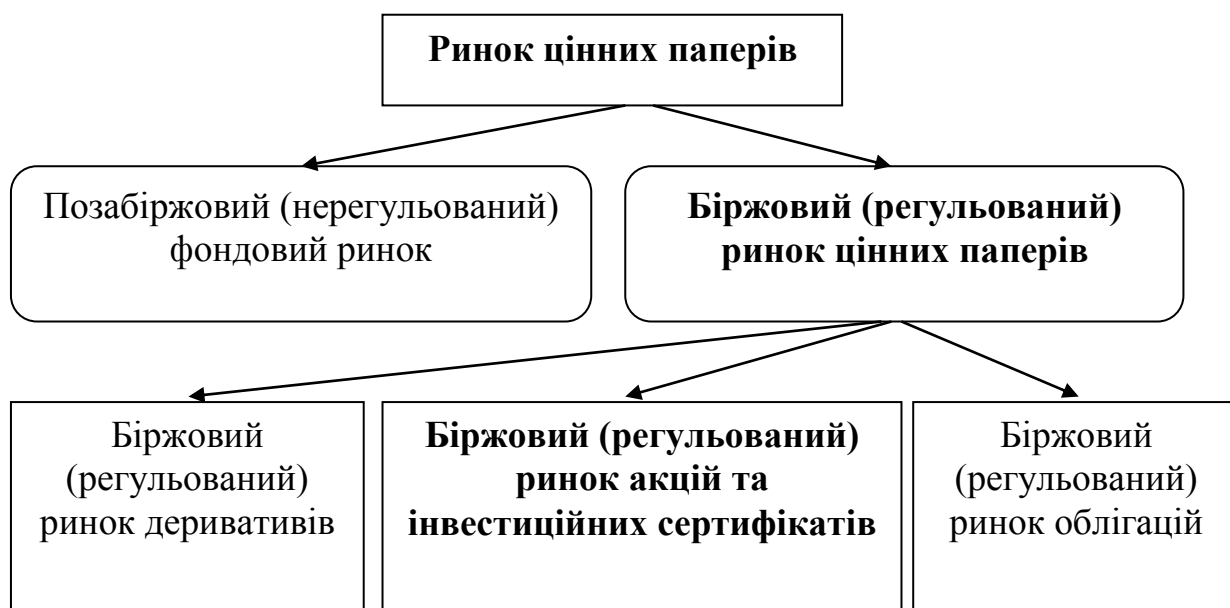


Рис. 1.3. Структура біржового (регульованого) фондового ринку як частина ринку цінних паперів України

Джерело: побудовано автором на основі [44]

Варто зазначити, що таке структурування ринку цінних паперів в Україні концептуально схоже до міжнародної практики, визначеною стандартами IOSCO.

Так, організатори торгівлі на фондовому ринку в ЄС, згідно з ці стандартами IOSCO, поділяються на три групи:

- біржові торговельні ринкові системи, представлені регульованими основними біржовими ринками;

- позабіржовий ринок цінних паперів, до якого відносяться всі інші організатори торгівлі, які не входять до регульованих біржових ринків та MTF. Позабіржовий ринок цінних паперів представлений виконавцями, які представлені інвестиційними компаніями, банками або біржами і які на виконують розпорядження клієнтів щодо купівлі-продажу цінних паперів поза межами регульованого ринку;

- не біржові торговельні ринкові системи – багатосторонні торговельні системи «Multilateral Trading Facility» (далі – MTF). MTF – це торговельний майданчик, що зводить покупців і продавців на рівних умовах за встановленими правилами. Принципи роботи MTF схожі з принципами роботи фондової біржі, проте доступ учасників до цього ринку є значно легшим.

Концептуально близько до законодавчого визначення біржового ринку цінних паперів дає його визначення С. Хоружий. Так, він розглядає біржовий ринок як спосіб проведення біржової торгівлі, що забезпечує централізацію попиту покупців і пропозицій продавців щодо цінних паперів, комплекс прав за якими не змінюється [162].

В той же час поняття біржового ринку акцій не є визначеними та врегульованими на законодавчому рівні в Україні.

Поняття та економічне призначення біржового ринку акцій можна визначити через їх проявлення, а саме в його сучасному стані та динаміці, як частини біржового ринку цінних паперів. При чому, варто зазначити, що економічна роль знаходиться у постійному розвитку, як під впливом зовнішніх, так і внутрішніх чинників фінансового ринку як внутрішнього, так і глобального.

Отже, проаналізувавши законодавче та наукове визначення понять фінансового ринку, ринку цінних паперів, біржового ринку цінних паперів, ми пропонуємо ввести наступне визначення поняття біржового ринку акцій. Біржовий ринок акцій – частина біржового ринку цінних паперів, де відбувається: 1) купівля-продаж акцій, які пройшли процедуру включення у біржові списки та реєстри фондових бірж, на основі технології безадресних та адресних заявок за принципом поставки проти оплати; 2) формування: а) ринкового біржового курсу; б) ринкової капіталізації емітентів; в) ринкової капіталізації біржового ринку.

Таке визначення акцентує увагу на особливі функції біржового ринку акцій, як частини регульованого ринку цінних паперів, а саме:

- організація та забезпечення процесу відносин, щодо купівлі – продажу акцій учасниками торгів на основі безадресних та адресних заявок за принципом поставки проти оплати;

- організація та забезпечення процесу відносин між емітентами та фондовою біржею щодо включення у біржові списки, або реєстри фондових бірж акцій.

Економічна роль і призначення біржового ринку акцій України змінюється та розвивається, це доводять наукові розробки вітчизняних вчених. Так, В. Суторміна, описуючи стан біржового ринку акцій розвинутих країн робить важливий, з точки зору методології, висновок: що ринок акцій не є основним джерелом формування фінансових фондів для нагромадження капіталу. Ринок акцій виконує іншу, також дуже важливу функцію: організацію руху капіталу з галузей менш привабливих в інвестиційному аспекті до більш привабливих [148, с. 455]. Подальші дослідження розширили та конкретизували висунуту наукову гіпотезу.

Так, у своєму дисертаційному дослідженні Н. Шапран підкреслює, що ринок акцій в цілому має більше значення в перерозподілі національного багатства в економіці на користь найбільш ефективних господарників, ніж в накопиченні капіталу, оскільки навіть в країнах з розвинутим акціонерним капіталом за рахунок випуску акцій фінансується відносно невелика частка капіталовкладень. Зростання ролі альтернативних джерел залучення коштів в фінансуванні

діяльності корпорацій є особливо відчутним в періоди нестабільності на фондовому ринку [168].

Однією з характерних ознак проявлення сутності ринку акцій є поняття моделі ринку. Так, А. Баторшина зазначає, що категорія «модель ринку цінних паперів» – це сукупності принципів (універсальності, достатності, практичності), інститутів (емітенти, інвестори, професійні учасники, державні органи регулювання, саморегулювні організації), форм і методів організації ринку (англо-американська, німецька, змішана; біржова система: моно-, полі-, змішана; ринок: первинний та вторинний, організований та неорганізований, біржовий та позабіржовий тощо) і відповідних інструментів (пайові, боргові, похідні) у певному регулятивному середовищі – національному (національний ринок цінних паперів), міжнародному (міжнародний ринок цінних паперів), глобальному (світовий ринок цінних паперів) [9].

Вітчизняний біржовий ринок акцій з початку свого існування формувався як частина глобального ринку цінних паперів. Перед кризою 2008 року, за оцінками експертів, питома вага нерезидентів у обсязі угод з акціями нерідко складала до 80 %. Український ринок розглядався міжнародною інвестиційною спільнотою як перспективний. Хоча слід визнати, що на своїх ранніх етапах український організований ринок акцій носив значну спекулятивну складову.

Біржовий ринок акцій України всі перші роки свого існування, перш за все, обслуговував процеси приватизаційного та постприватизаційного розподілу акціонерного капіталу. Як джерело залучення капіталовкладень, біржовий ринок акцій в Україні, практично, не використовується. За свою 20-ти річну історію біржовий ринок акцій не дав жодного прикладу публічного розміщення акцій емітентів, які представляють реальний сектор економіки України на фондових біржах.

Інвестиційна складова та розміри сучасного біржового ринку акцій України (ринкова капіталізація та обсяг торгів) знаходиться на дуже низькому рівні, особливо в порівнянні з аналогічними показниками провідних біржових ринків акцій світу, що підтверджується статистичними даними за 2012–2015 рр.

(табл. 1.1). В той час як в 2014 та 2015 рр. ринкова капіталізація тільки Нью-Йоркської фондової біржі складала 19,3 та 17,7 трлн дол США, ринкова капіталізація всього вітчизняного біржового ринку акцій становила 29 та 2,6 млрд дол США за відповідний періоди. Аналогічна і ситуація з обсягом біржових торгів акціями.

На наш погляд найбільш повно проаналізувати та розкрити роль біржового ринку акцій як складової фондового ринку України можна здійснивши аналіз його тенденції, а саме проаналізувавши такі показники як: обсяг зареєстрованих Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку України (далі – НКЦПФР) випусків цінних паперів та частку обсягу зареєстрованих НКЦПФР випусків акцій у загальному випуску цінних паперів, зареєстрованих НКЦПФР, обсяг та частка торгів акціями на біржовому ринку та позабіржовому ринку, структура обсягу торгів з цінними паперами на біржовому ринку.

Таблиця 1.1

Ринкова капіталізація та обсяг торгів акціями біржового ринку акцій України та провідних фондових бірж світу у 2010–2015 рр., млрд дол США

Показник	Ринкова капіталізація				Обсяг біржових торгів акціями			
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
Біржа								
Біржовий ринок акцій України	35	39	29	2,6	3	6	2	0,24
NYSE Euronext US	4086	17950	19351	17787	13443	13700	15868	17477
NASDAQ OMX US	4582	6085	6979	7281	9784	9585	12237	12515
TOKYO stock exchange	3479	4543	4378	4895	3463	6516	5443	5541
NYSE Euronext Europe	2832	3584	3319	3306	1576	1722	1952	2077
Shanghai stock exchange	2547	2497	3932	4549	2599	3785	6085	21342

Джерело: розраховано та складено автором на базі статистичних даних [192, 193, 194, 195, 196, 197, 198, 199, 200, 201, 227]

Загальний обсяг зареєстрованих НКЦПФР випусків цінних паперів у 2014 році становив 204,85 млрд грн, що на 44,23 % більше ніж у 2013 році та у 2 рази більше ніж у 2010 році (табл. 1.2). За 2015 рік обсяг зареєстрованих НКЦПФР випусків цінних паперів становив 148,51 млрд грн. Загалом можна зазначити з даних таблиці 1.2., що з 2010 року зберігається загальна тенденція до зростання обсягів випуску зареєстрованих НКЦПФР цінних паперів на ринку цінних паперів

України. Зокрема така тенденція зумовлена відновленням та зростанням після 2012 року обсягу випусків акцій з 15,84 у 2012 році до 144,35 млрд грн у 2014 році (+911 %) та сертифікатів ПФ з 19,96 у 2012 році до 24,52 млрд грн у 2014 році (+22,8 %). В той же час з 2012 року спостерігається значне скорочення обсягів випуску облігацій підприємств з 51,38 у 2012 році до 28,72 млрд грн у 2014 році (-44,1 %) та обсягів випуску акцій КІФ з 14,08 у 2012 році до 6,28 млрд грн у 2014 році (-55,4 %).

Однак у 2015 році зростаюча тенденція останніх років зупинилась, а загальних обсяг зареєстрованих НКЦПФР випусків цінних паперів знизився до 148,51 млрд грн, що на 27,5 % менше за показник 2014 року. Таке падіння було зумовлене падінням випусків акцій на 15,2 %, облігацій підприємств на 60 % та інвестиційних сертифікатів ПФ на 56,8 %. Ця динаміка пояснюється загальним падінням економіки України та продовженням військових дій на тимчасово окупованих територіях України.

Таблиця 1.2

**Обсяг зареєстрованих НКЦПФР випусків цінних паперів у 2006–2015 рр.,
млрд грн**

Вид цінних паперів	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Акції	43,54	50	46,14	101,07	40,59	58,16	15,84	64,23	144,35	122,3
Облігації підприємств	22,07	44,48	31,35	10,11	9,48	35,91	51,38	42,46	28,72	11,42
Інвестиційні сертифікати ПФ	16,61	31,12	65,37	47,21	36,59	75,75	19,96	28,8	24,52	10,57
Акції КІФ	1,53	5,47	8,89	3,9	8,86	8,76	14,08	6,27	6,28	4,2
Інші цінні папери	0,32	2,18	1,3	0,39	0,03	0,59	6,47	0,27	0,98	0,02
Разом	84,07	133,25	153,05	162,68	95,55	179,17	107,73	142,03	204,85	148,51

Джерело: складено автором на основі статистичної інформації річних звітів НКЦПФР [187]

Однак, варто зазначити той факт, що з 2006 року випуск акцій емітентами залишається основним інструментом залучення інвестиційних ресурсів на ринку цінних паперів України.

Так, частка обсягу зареєстрованих НКЦПФР випусків акцій у загальному обсязі випуску цінних паперів з 2012 року почала стрімко зростати і у 2014 році становила 69,79 %, що у майже 5 разів більше за показник 2012 року, який тоді становив 14,17 %. Протягом 2015 року дана тенденція збереглась, частка випусків акцій в загальному обсязі випуску цінних паперів зросла до 83,35 % (рис. 1.4).

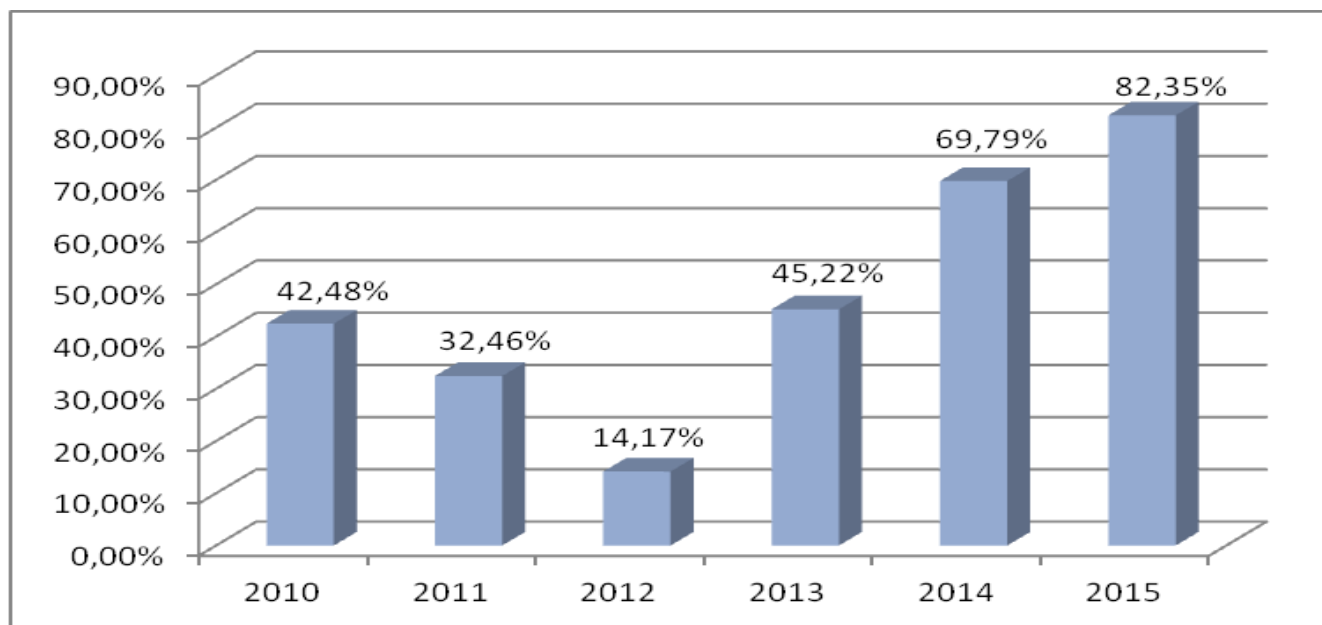


Рис. 1.4. Частка обсягу зареєстрованих НКЦПФР випусків акцій у загальному обсязі випуску цінних паперів у 2006–2015 рр., %

Джерело: побудовано автором на основі статистичної інформації річних звітів НКЦПФР [187]

Одна головних особливостей та проблем ринку цінних паперів України полягає в тому, що переважний обсяг торгів акціями здійснюється на позабіржовому ринку, що значно знижує прозорість, ліквідність та інвестиційну привабливість біржового ринку акцій України.

Так, загальний обсяг торгів акціями в Україні у 2014 році становив 415,5 млрд грн, що в 2,42 рази більше ніж у 2013 році (значне падіння обсягів торгівлі акціями у 2013 році було спричинене введенням податків на позабіржові операції з акціями) та 26,4 % менше ніж у 2010 році. У 2015 році загальний обсяг торгів акціями зріс до 462,28 млрд грн, що на 11,2 % більше за 2014 рік. Також варто зазначити, що через економічну кризу в Україні не відбувається і зростання обсягів торгів акціями на біржовому ринку. Так у 2014 році обсяг біржових торгів акціями становив 24,46 млрд грн, що на 45,5 % менше ніж у 2013 році та на 44 %

менше ніж у 2010 році. У 2015 році обсяг біржових торгів показав ще більш суттєве падіння до 5,81 млрд грн, або на 76,2 % порівняно з 2014 роком до рівня 2006 року, коли обсяг біржових торгів акціями складав 6,95 млрд грн (табл. 1.3).

Таблиця 1.3

Обсяг торгів акціями на біржовому ринку та позабіржовому ринку України у 2006–2015 рр., млрд грн

Вид ринку	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Позабіржовий ринок	218,7	269,93	341	457,19	512,5	567,48	570,32	126,19	391,04	456,5
Біржовий ринок	6,95	13,61	11,82	13,54	43,75	68,59	21,54	44,92	24,46	5,81
Разом	225,65	283,54	352,82	470,73	565,25	636,07	591,86	171,1	415,5	462,28

Джерело: складено автором на основі статистичної інформації річних звітів НКЦПФР [187]

Частка обсягу біржових торгів акціями в загальному обсязі торгів акціями на фондовому ринку України протягом 2010–2015 рр. трималась на дуже низькому рівні, що свідчить про малу ліквідність та інвестиційну привабливість біржового ринку акцій України (рис. 1.5).

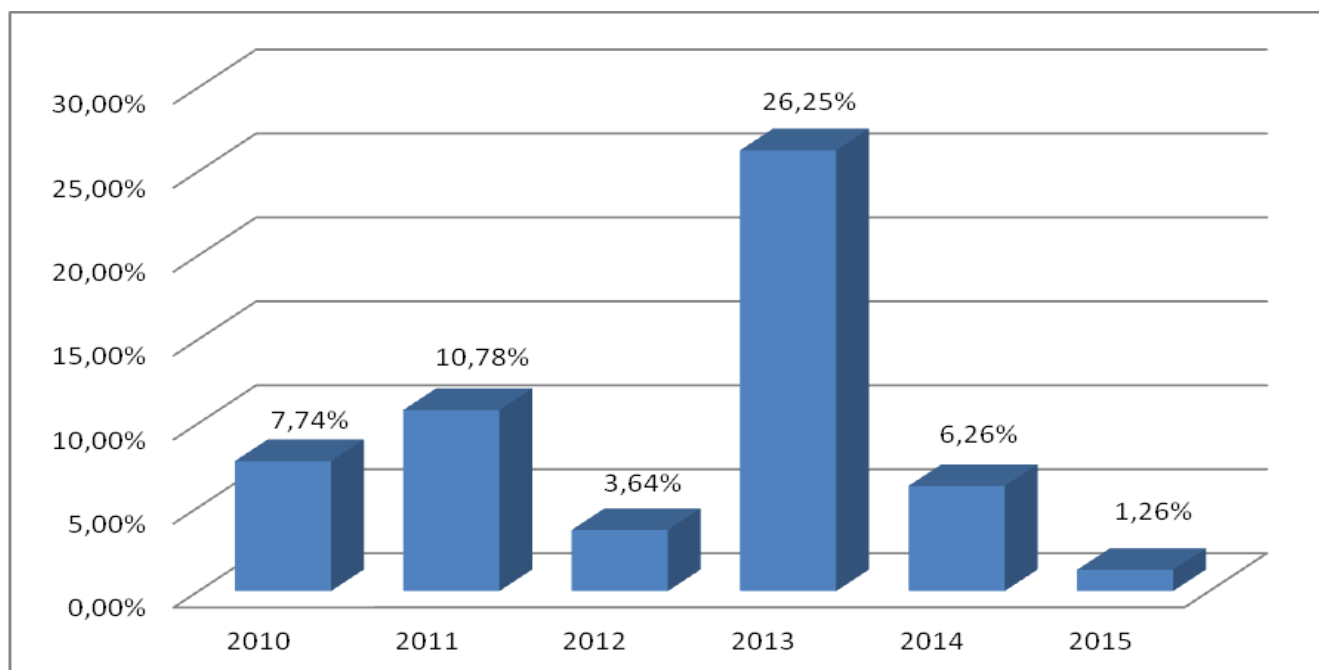


Рис. 1.5. Частка обсягу біржових торгів акціями в загальному обсязі торгів акціями на фондовому ринку України у 2006–2015 рр., %

Джерело: побудовано автором на основі статистичної інформації річних звітів НКЦПФР [187]

Так, за останні 5 років частка обсягу біржових торгів акціями в загальному обсязі торгів акціями на фондовому ринку України не перевищувала 10 % (10,78 % у 2011 році). Виключенням став 2013 рік, коли частка обсягу біржових торгів акціями сягнула 26,25 % через введення податків на позабіржові операції з акціями. У 2015 році частка біржових торгів акціями у загальному обсязі торгів акціями знизилась до рекордних 1,26 %.

Для аналізу економічного призначення вітчизняного біржового ринку акцій необхідно також проаналізувати структуру обсягу біржових торгів цінними паперами в Україні (табл. 1.4).

Як можна побачити з таблиці 1.4, під час економічного відновлення після впливу фінансової кризи 2008 на вітчизняну економіку та фінансовий ринок, у 2010 – 2011 рр. обсяг торгів акціями на біржовому ринку займав значну частку серед інших цінних паперів, а саме обсяг біржових торгів акціями у 2010 році становив 40,15 % і 33,65 % у 2011 році загального обсягу біржових торгів цінними паперами в Україні.

Таблиця 1.4

**Структура обсягу торгів цінними паперами на біржовому ринку України у
2006–2015 рр., %**

Вид цінних паперів	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Акції	23,92	38,72	31,30	37,60	40,15	33,65	8,87	9,69	4,15	2,03
Державні облігації України	29,29	7,88	22,64	21,88	46,36	42,10	67,80	74,63	88,07	87,39
Облігації підприємств	41,75	49,40	43,98	19,64	5,11	9,10	9,99	10,25	5,30	4,7
Похідні (деривативи)	0,50	0,00	0,02	0,97	2,84	10,12	9,39	3,89	1,50	1,82
Інвестиційні сертифікати	1,13	0,01	0,00	19,83	5,44	4,84	1,51	1,34	0,68	0,76
Облігації місцевих позик	3,40	2,24	1,21	0,08	0,11	0,20	2,42	0,19	0,09	0
Разом	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Джерело: складено автором на основі статистичної інформації річних звітів НКЦПФР [187]

Однак починаючи з 2012 року з початком нового витка політичної та економічної кризи, а згодом і бойових дій на сході Україні обсяг біржових торгів

акціями почав різко скорочуватись з 33,65 % у 2011 році до 9,69 % у 2013 та 4,15 % у 2014 році у загальному обсязі торгів цінними паперами. За результатами 2015 року обсяг торгів акціями скоротився до 2,03 %. Причиною такого падіння можна назвати падіння ліквідності на ринку та зростання привабливості інвесторів до інвестиційних інструментів з фіксованою дохідністю та державною гарантією, про що свідчить значне зростання обсягу біржових торгів державними облигаціями України з 42,1 % у 2011 році до 74,63 % у 2013 році та 88,07 % у 2014 році та 87,39 % за 2015 рік у загальному обсязі біржових торгів цінними паперами.

Попри не значні обсяги біржових торгів акціями та ринковій капіталізації біржового ринку акцій в Україні є значна кількість випусків акцій, що допущені до торгів на фондових біржах (табл. 1.5) та кількість професійних учасників на ринку цінних паперів України (табл. 1.6).

Як можна побачити, на сучасному біржовому ринку акцій України, починаючи з 2010 року кількість випусків акцій 1-го рівня лістингу завжди була малою, з тенденцією до суттєвого скорочення, а саме із 20 випусків акцій у 2010 році до 1 випуску у 2014 році.

Таблиця 1.5

Кількість випусків акцій, допущених до торгів на фондових біржах України у 2010–2015 рр., шт

Роки	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1-й рівень лістингу	20	16	14	1	1	1
2-й рівень лістингу	95	114	146	187	181	32
Позалістингові	684	1112	1571	1805	1728	1869
Разом	799	1242	1731	1993	1910	1902

Джерело: складено автором на основі статистичної інформації річних звітів НКЦПФР [187]

В той же час, протягом 2010–2014 рр., відбувалось поступове зростання кількості випусків акцій 2-го рівня лістингу з 95 випусків акцій у 2010 році до 181 випуску акцій у 2014 році. Важливо зазначити, що переважну кількість випусків акцій на сучасному біржовому ринку акцій складають саме позалістингові акції, серед яких більшість є «сміттєвими акціями».

У сучасному законодавстві, щодо регулювання ринку цінних паперів в Україні визначені тільки поняття, критерії, вимоги віднесення та включення випусків акцій до 1-го та 2-го рівня лістингу фондових бірж, однак, на сьогодні, хоча це і вимагає сучасний стан біржового ринку акцій України, у законодавстві України відсутнє поняття «сміттєвих акцій» та критеріїв віднесення акцій до категорії «сміттєвих акцій».

Визначимо та запропонуємо поняття «сміттєві акції» та критерії віднесення акцій до такої категорії. «Сміттєві акції» – це неліквідні акції, емітовані акціонерним товариством в Україні, яке не здійснює фактичну господарську діяльність, або знаходиться у стані банкрутства та відповідають наступним ринковим критеріям:

- не знаходяться у біржовому списку, хоча б на одній з фондових бірж України;
- знаходяться у біржовому списку, хоча б на одній з фондових бірж України і не мають постійно діючої, протягом торгівельної сесії, двосторонньої заявки «купівлі-продажу» на ринку заявок, або на ринку котирувань фондової біржі;
- постійно діючий, протягом торгівельної сесії, спред між заявкою на купівлю та заявкою на продаж – є більшим за 50 %;
- розрахунок офіційного біржового курсу здійснюється менше ніж 1 раз на тиждень.

Так у 2010 році кількість випусків позалістингових акцій становила 684 випусків, а у 2014 кількість позалістингових випусків акцій становила 1728 випусків. Варто зауважити, що «сміттєві акції» також присутні у 2-му рівні лістингу фондових бірж України.

Статистика кількості професійних учасників сучасного ринку цінних паперів свідчить про значну їх кількість відповідно для ринку з такою ринковою невеликою капіталізацією та обсягами біржових торгів акціями.

Так, в Україні на біржовому ринку акцій протягом 2010–2015 рр. існує 10 фондових бірж, 384 торгівців цінними паперами (станом на 31.12.2015, порівняно з 31.12.2012, кількість зменшилась на 41 %), 326 компаній з управління активами

Таблиця 1.6

**Кількість професійних учасників на ринку цінних паперів України
у 2012–2015 рр., шт**

Роки	2012	2013	2014	2015
Фондові біржі	10	10	10	10
Торгівці цінними паперами	647	554	462	384
Компанії з управління активами	353	347	345	326
Депозитарні установи	369	319	304	262
Депозитарії	2	1	1	1
Клірингові установи	1	1	1	1

Джерело: складено автором на основі статистичної інформації річних звітів НКЦПФР [187]

(станом на 31.12.2015, порівняно з 31.12.2012, кількість зменшилась на 8 %), 262 депозитарні установи (станом на 31.12.2015 рік, порівняно з 31.12.2012, кількість зменшилась на 29 %).

Можна зробити висновок, що біржовий ринок акцій, як сегмент ринку цінних паперів, відіграє на сьогодні другорядну роль на ринку цінних паперів, фінансовому ринку та економіці України в цілому, про що свідчать незначні його кількісні показники.

Значна кількість професійних учасників біржового ринку акцій та випусків акцій, які допущені для торгівлі на фондових біржах України не сприяє концентрації і зростанню ліквідності, прозорості, інвестиційної привабливості ринку та за низької ринкової капіталізації біржового ринку акцій і обсягів біржових торгів акціями – доводять необхідність стимулювання процесів консолідації регульованого ринку цінних паперів, зокрема біржового ринку акцій України.

І. Краснова у своєму дослідження стану та перспектив розвитку фондового ринку України наголосила на необхідності формування консолідованої інфраструктурної складової біржового ринку, як важливий аспект реформування фондового ринку в Україні [71].

Водночас, О. Сидоренко досліджуючи проблеми розвитку ринку цінних паперів визначив питання консолідації біржової системи та необхідності

побудови ефективної системи регулювання біржового ринку з усіма його інструментами як головний та ефективний механізм підвищення конкурентоздатності фінансових та товарних ринків [142].

О. Прімерова аналізуючи особливості розвитку фондового ринку в Україні також акцентує увагу на тому, що незважаючи на велику кількість інституційних учасників фондового ринку в Україні, а саме великої кількості фондових бірж та брокерів, ринок залишається мало ефективним, а отже потребує особливу виважену економічну політику держави, щодо його регулювання і реформування з метою підвищення захисту прав інвесторів та прозорості діяльності учасників ринку [121].

Ми повністю підтримуємо позицію даних вчених, щодо необхідності стимуляції консолідація регульованого ринку цінних паперів, зокрема біржового ринку акцій України та вважаємо, що за їх сучасного стану і проблем консолідація має відбутись саме за такими напрямками:

- консолідація біржової інфраструктури через об'єднання фондових бірж в єдиний біржовий холдинг;
- консолідація професійних учасників фондового ринку, які отримали ліцензії НКЦПФР на право провадження професійної діяльності з торгівлі цінними паперами та управління активами інститутів спільного інвестування і недержавних пенсійних фондів, депозитарної діяльності через їх злиття та поглинання;
- очищення біржового ринку акцій від «сміттєвих» акцій через заборону обігу таких на біржовому ринку;
- запровадження єдиного біржового лістингу шляхом підвищення лістингових вимог до емітентів акцій.

Консолідація біржового ринку акцій буде сприяти створенню високоліквідного, надійного, прозорого та ефективно функціонуючого біржового ринку акцій, який стане інструментом накопичення, перерозподілу та залучення капіталу, буде здатним забезпечити зростання економіки України. Більш детально рекомендації та заходи, щодо консолідації регульованого ринку цінних паперів,

зокрема біржового ринку акцій України буде розглянуто в наступних розділах дисертаційного дослідження.

1.2. Фондова біржа як організатор торгівлі на ринку акцій

Як ми зазначали вище, ринок цінних паперів в Україні поділяється на регульований (біржовий) та не регульований (позабіржовий).

Так, Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначає, що регульований (організаційно оформлений) фондовий ринок – це фондова біржа, що функціонує постійно на підставі відповідної ліцензії, виданої НКЦПФР в установленому нею порядку, і забезпечує проведення регулярних торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами за встановленими правилами, а також організовує централізоване укладання і виконання договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів (ст. 1 розділу 1) [44].

Базовими законами та Положеннями, що регулюють діяльність фондових бірж як організаторів торгівлі на ринку акцій України є Закони України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV [44], «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 № 448/96-ВР [39], «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 № 514-VI [46], «Про депозитарну систему України» від 06.07.2012 № 5178-VI [45], «Положення про функціонування фондових бірж», від 22.11.2012 року № 1688 [115], «Про затвердження Положення про порядок складання адміністративних даних щодо здійснення діяльності організаторами торгівлі, оприлюднення інформації та подання відповідних документів до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку» від 25.09.2012 № 1284 [114], «Про затвердження Положення про клірингову діяльність» від 26.03.2013 № 429 [113].

Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначено, що діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку є професійною діяльністю, яка здійснюється виключно на підставі ліцензії, що видається Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку [44].

Згідно Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку – діяльність фондової біржі із створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно пропозиції цінних паперів та інших фінансових інструментів і попиту на них, проведення регулярних біржових торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, централізованого укладання договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів згідно з правилами, встановленими такою фондовою біржею, зареєстрованими у встановленому законом порядку.

Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку може включати здійснення клірингу та розрахунків за фінансовими інструментами, іншими, ніж цінні папери (ст. 20). Прибуток фондової біржі спрямовується на її розвиток та не підлягає розподілу між її засновниками (учасниками) [44].

Фондова біржа утворюється та діє в організаційно-правовій формі товариства (крім повного, командитного товариства і товариства з додатковою відповідальністю) або дочірнього підприємства об'єднання торговців цінними паперами, та провадить свою діяльність відповідно до Цивільного кодексу України, законів, що регулюють питання утворення, діяльності та припинення юридичних осіб. Фондова біржа утворюється не менше ніж двадцятьма засновниками – торговцями цінними паперами, які мають ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку, або їх об'єднанням, що налічує не менше ніж двадцять торговців цінними паперами. Частка одного торговця цінними паперами не може бути більшою ніж 5 % статутного капіталу фондової біржі.

Розмір статутного капіталу фондової біржі має становити не менш як 15 млн грн. Розмір власного капіталу фондової біржі, що здійснює кліринг та розрахунки, має становити не менш як 25 млн грн [44].

Членами фондової біржі можуть бути виключно торговці цінними паперами, які мають ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому

ринку та взяли на себе зобов'язання виконувати всі правила, положення і стандарти фондової біржі. Кожний член фондової біржі має рівні права щодо організації діяльності фондової біржі як організатора торгівлі. Членство у фондовій біржі припиняється у разі анулювання ліцензії на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку, виданої торговцю цінними паперами.

У торгах на фондовій біржі мають право брати участь члени фондової біржі та інші особи відповідно до законодавства. Крім того, торгівля на фондовій біржі здійснюється за правилами фондової біржі, які затверджуються біржовою радою та реєструються НКЦПФР [44].

Основні функції фондової біржі визначені Рішенням НКЦПФР від 22.11.2012 року № 1688 Про затвердження «Положення про функціонування фондових бірж» (ст. 4 Розділу I) [115], та наведені у додатку А.

У свою чергу правила фондової біржі повинні містити порядок організації та проведення біржових торгів; лістингу та делістингу цінних паперів; допуску членів фондової біржі та інших осіб, визначених законодавством, до біржових торгів; котирування цінних паперів та оприлюднення їх біржового курсу; розкриття інформації про діяльність фондової біржі та її оприлюднення; розв'язання спорів між членами фондової біржі та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством; здійснення контролю за дотриманням членами фондової біржі та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством, правил фондової біржі; накладення санкцій за порушення правил фондової біржі [115].

Необхідно зазначити, що визначені вітчизняним законодавством функції фондової біржі концептуально схожі на функції фондових бірж країн СНГ. Так, наприклад, ст. 88 Закону Республіки Казахстан «Про ринок цінних паперів» від 02 липня 2003 року № 461-ІІ визначає наступний перелік функцій фондової біржі, який майже аналогічний до вітчизняного (додаток Б) [36].

Однак, є і такі функції, які відсутні в українській практиці, та які варто було б додати для вдосконалення функціонування фондових бірж в Україні, а саме:

- навчання трейдерів фондової біржі, що беруть участь від імені члена фондової біржі в торгах з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, що обертаються в торговельній системі фондової біржі;
- надання консультаційних, інформаційних та інших послуг в рамках ліцензованого виду діяльності;
- проведення аналітичних досліджень з питань ринку цінних паперів та інших фінансових інструментів;
- моніторинг фінансового стану членів фондової біржі.

Станом на 31.12.2015 діяльність з організації торгівлі на біржовому ринку акцій України здійснювали 10 фондових бірж: ПрАТ «Придніпровська фондова біржа» (далі – ПФБ), ПАТ «Фондова біржа ПФТС» (далі – ПФТС), ПАТ «Українська біржа» (далі – УБ), ПАТ «Київська міжнародна фондова біржа» (далі – КМФБ), ПАТ «Фондова біржа Перспектива» (далі – Перспектива), ПАТ «Східно-Європейська фондова біржа» (далі – СЄФБ), ПрАТ «Українська міжнародна фондова біржа» (далі – УМФБ), ПАТ «Українська фондова біржа» (далі – УФБ), ПрАТ «Українська міжбанківська валютна біржа» (далі – УМВБ), ПрАТ «Фондова біржа Іннекс» (далі – Іннекс).

Особливу увагу в регулюванні організації торгівлі на ринку цінних паперів в Україні приділено питанню регулювання допуску акцій до торгівлі на фондовій біржі, який здійснюється шляхом їх внесення до біржового списку та біржового реєстру.

До біржового списку можуть бути внесені акції в процесі їх відкритого (публічного) розміщення. В той же час, допуск до торгівлі без внесення до біржового реєстру може здійснюватися за ініціативою емітента, члена фондової біржі, фондової біржі, компанії з управління активами (щодо цінних паперів інститутів спільного інвестування, які містяться в управлінні компанії з управління активами), іншої особи, у тому числі державного органу, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством. Вимоги щодо внесення цінних паперів та інших фінансових інструментів до біржового списку

без унесення до біржового реєстру установлюються фондовою біржею відповідно до правил фондової біржі [115].

Акції, які пройшли процедуру лістингу, заносяться у біржовий реєстр фондової біржі за рівнем лістингу – перший, або другий рівень лістингу. Акції, що не відповідають вимогам лістингу, заносяться до біржового списку як позалістингові цінні папери.

На одній фондовій біржі акції одного випуску одного емітента може перебувати лише в одному рівні лістингу. Фондова біржа повідомляє емітента про прийняте рішення щодо лістингу, зміни рівня лістингу та делістингу його акцій не пізніше наступного робочого дня з дати прийняття рішення та оприлюднює таке рішення на власному веб-сайті [115].

Особливого значення за нинішніх умов має вимога до фондової біржі визначати показники, що характеризують ситуацію цінової нестабільності і значних коливань цін цінних паперів, та встановлювати порядок їх розрахунку. Сьогодні встановлено, що граничні значення зміни ціни цінного папера, зафіксовані біржовими угодами, не повинні перевищувати [115]:

- для акцій першого рівня лістингу – у разі зміни значення поточної ціни цінного папера першого рівня лістингу від ціни закриття попереднього торговельного дня не менше ніж на 10% у бік збільшення або зменшення протягом 10 хвилин поспіль з моменту фіксації зазначеної зміни біржові торги цим цінним папером зупиняються на 1 годину, але не більше ніж до закінчення торговельного дня. У разі якщо після поновлення торгів відбувається зміна поточної ціни цінного папера першого рівня лістингу від останньої ціни закриття попереднього торговельного дня не менше ніж на 30 % у бік збільшення або зменшення протягом 10 хвилин поспіль з моменту фіксації зазначеної зміни, біржові торги цим цінним папером зупиняються до закінчення торговельного дня;

- для акцій другого рівня лістингу – у разі зміни значення поточної ціни цінного папера другого рівня лістингу та/або цінного папера, який використовується для розрахунку біржового фондового індексу, від останньої ціни закриття торговельного дня не менше ніж на 20 % у бік збільшення або

зменшення протягом 10 хвилин поспіль з моменту фіксації зазначеної зміни біржові торги цим цінним папером зупиняються на 1 годину, але не більше ніж до закінчення торговельного дня;

– для позалістингових акцій – фондова біржа встановлює граничні значення зміни поточної ціни у бік збільшення або зменшення не більше ніж 50% від останньої ціни закриття торговельного дня позалістингового цінного папера та час зупинення торгів таким цінним папером у разі перевищення встановлених граничних значень [115].

Для розкриття сучасних технологій організації біржової торгівлі на біржового ринку акцій України, необхідно проаналізувати характеристики таких основних видів технології біржової торгівлі та їх базових принципів, як: ринок заявок та ринок котировок. Слід додати, що ці технології на біржовому ринку першою запровадила ПАТ «Українська біржа».

Ринок заявок – технологія організації біржової торгівлі, що побудована за принципом (ринку, яким рухають накази (заявки)), встановлення ціни та розрахунків, які відбуваються автоматично на підставі електронних відомостей зквітованих наказів [198]. По суті ринок заявок це – ринок двох зустрічних публічних оферт і відповідно угода відбувається при співпадині лише ціни угоди, обсяг або кількість акцій – яка менша в одній із публічних оферт. До основних принципів ринку заявок відносяться, перш за все:

– анонімність торгів у режимі безперервного аукціону зустрічних заявок, що подаються з умовами розрахунків в день укладання угоди (практично в торговій системі – миттєво, в депозитарній – після чергового клірингового сеансу декілька разів на день);

– 100 відсоткова гарантія розрахунків за угодами за рахунок 100 відсоткового переддепонування акцій на рахунках зберігачів в кліринговому депозитарії та грошових коштів на рахунках клірингового депозитарію в Національному банку України до моменту укладання угоди;

– поставка проти оплати у національній валюті (гривні) як обов’язкова та єдина схема розрахунків [198].

Використання електронно-цифрового підпису та електронний документообіг дозволяє суттєво знизити транзакційні витрати на укладання та виконання біржової угоди. Крім того, заявки приймається біржею як з робочих станцій, що встановлені у трейдерів членів біржі, так і з терміналів систем інтернет-трейдингу, які підключені до торгової системи з використання відповідних шлюзів за посередництвом брокерських он-лайн систем. Ця біржова технологія дозволяє учасникам торгів виводити на ринок не одну, а велику кількість різнотипних заявок на купівлю/продаж акцій та передбачає автоматичне укладання угод при перехрещенні умов зустрічних заявок, що дозволяє багаторазово протягом одного дня купувати і продавати ті самі акції.

Ринок котировок історично передував ринку заявок. До появи технології ринку заявок, торги на українських біржах відбувались за технологіями класичного ринку котировок, на якому переважали переговорні угоди, а розрахунки за укладеними угодами відбувались за принципом «вільної поставки», тобто розрахунки грошовими коштами відбувались поза межами депозитарної системи і нерідко поза межами України – в офшорах.

Ринок котировок – технологія організації біржової торгівлі, побудована за принципом – ринок конкуруючих твердих котирувань. Іншими словами це спосіб організації біржової торгівлі за принципом односторонніх публічних оферт, які акцептуються контрагентами [198].

На ринку котировок в залежності від потреб учасників торгів передбачено різні варіанти строків виконання розрахунків за угодами. Але сам розрахунок відбувається лише за одним принципом – поставка проти оплати.

Технологія організації біржової торгівлі ринок котировок характеризується тим, що на ринок виставляються не анонімні котировки з метою того, щоб учасники ринку мали змогу знати, хто з торгівців цінними паперами запропонував односторонню публічну ofertу як ціною, кількістю так і строками розрахунків, а контрагент може лише акцептувати (підтвердити) умови котировки, або відмовитись.

На ринку котировок діє принцип – «все або нічого». Строки розрахунків можуть коливатись від T+0 до T+10, хоча більшість угод укладаються із строками T+3. Крім того, на ринку котировок можна вести переговори стосовно умов котировок для подальшого укладення угод.

У 2009 році на фондових біржах України було запроваджено укладання угод за участю Центрального контрагента. Центральний контрагент – це спеціально створена фондовою біржею компанія для впровадження на біржі технології «ССР». Вона є членом Біржі, яка має ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку – депозитарної діяльності зберігача цінних паперів та зобов’язана укладати угоди виключно на своїй фондовій біржі (без права укладати угоди на інших фондових біржах та позабіржовому ринку) відповідно до функцій Центрального контрагента.

Центральний контрагент виступає покупцем відносно кожного продавця та продавцем відносно кожного покупця за кожною угодою (біржовим контрактом) з цінними паперами, що обліковуються в центральному депозитарії України, які укладаються:

- в режимах торгів ринку заявок;

- в режимах торгів ринку котировок за наступних умов: при укладанні угоди на підставі двох зустрічних адресних заявок, виставлених в інтересах різних клієнтів Учасника торгів; при укладанні угоди на підставі двох зустрічних адресних заявок, одна з яких виставлена Учасником торгів від власного імені та у власних інтересах, а інша – в інтересах його клієнта.

Впровадження технології Центрального контрагента передусім дозволяє забезпечити анонімність під час укладання угоди; нівелювати дію ряду законодавчих вимог та обмежень, а саме: заборону на укладення учасниками біржових торгів (торговцями цінними паперами) угод зі своїми клієнтами та заборону на укладення учасниками біржових торгів (торговцями цінними паперами) угод в наслідок співпадіння зустрічних заявок, які виставлені учасниками біржових торгів в інтересах різних своїх клієнтів.

Однією з важливих проблем розвитку біржового ринку акцій в Україні було не в повній мірі унормоване питання механізму ринкового котирування та визначення біржового курсу акцій.

Біржовий курс акцій, визначений за результатами біржових торгів, підлягає обов'язковому оприлюдненню на власному веб-сайті фондової біржі. Біржовий курс акції не визначається при первинному розміщенні цінних паперів, за угодами РЕПО, за угодами, укладеними на підставі адресних заявок, за угодами, укладеними при проведенні торгів з продажу акцій, що належать державі.

Біржовий курс акцій визначається у день проведення біржових торгів шляхом розрахунку середнього арифметичного зваженого цін біржових контрактів, укладених у такий торговельний день, що одночасно відповідають таким вимогам: у біржових контрактах передбачено, що строки їх виконання не перевищують трьох робочих днів з моменту укладення таких біржових контрактів; контракти укладені на підставі безадресних заявок; протягом торговельної сесії зафіксована фондовою біржею не менше трьох безадресних заявок на купівлю та трьох безадресних заявок на продаж акцій. Біржовий курс акцій, за яким не відбувалися торги у торговельний день, не визначається за такий торговельний день і не оприлюднюється.

Необхідно зазначити, що за останні роки значно покращилось інформаційне забезпечення функціонування біржового ринку акцій в Україні.

По-перше, державний регулятор ринку приділяє цьому питанню велику увагу, а саме через прийняття нормативно-правових актів, що регулюють питання розкриття інформації як професійними учасниками фондового ринку, так і емітентами акцій.

По-друге, забезпечено повноцінну діяльність Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України, яке ще у 2003 році створило Єдиний інформаційний масив даних про емітентів цінних паперів – інтернет-портал www.smida.gov.ua. Ця офіційна система надає доступ до інформації про акціонерні товариства та професійних учасників фондового ринку України і є аналітичним інструментом, який дозволяє отримати інформацію про компанії та

Внутрішнє функціонування біржового ринку, у свою чергу, базується на постійному обміну інформації.

Крім внутрішніх потоків інформації, які забезпечують укладання та виконання договорів з акціями на біржовому ринку важливу роль для підтримки процесу прийняття інвестиційних рішень виконують опосередковані до ринку інститути, так як засоби масової інформації, рейтингові агенції та WEB ресурси як самих професійних учасників ринку так і ділових та фінансово-економічних видань.

Важливо зазначити, що в той час, як організація діяльності організаторів торгів (фондових бірж) на ринку цінних паперів України достатньо врегульована і унормована на законодавчому рівні, класифікація фінансових інструментів, які можуть знаходитись у обігу на фондовій біржі не є достатньо розгорнутою та не повністю відповідає нормам Європейського законодавства.

Так, згідно Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» надається визначення фінансових інструментів: фінансові інструменти – цінні папери, строкові контракти (ф'ючерси), інструменти грошового обігу, відсоткові строкові контракти (форварди), строкові контракти на обмін (на певну дату в майбутньому) в разі залежності ціни від відсоткової ставки, валютного курсу чи фондового індексу (відсоткові, курсові чи індексні свопи), опціони, що дають право на купівлю або продаж будь-якого із зазначених фінансових інструментів, у тому числі тих, що передбачають грошову форму оплати (курсіві та відсоткові опціони) (ст. 1) [44].

В той же час, міжнародні документи дають розгорнуту сучасну класифікацію існуючих різновидів фінансових інструментів. Так, Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради «Про ринки фінансових інструментів» (Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) DIRECTIVE 2004/39/EC) у першому додатку наводить розгорнуту класифікацію сучасних фінансових інструментів, що відповідає стану розвитку європейського фінансового ринку (додаток В) [185].

Директива 2004/39 поділяє фінансові інструменти на 10 різних груп, причому до похідних інструментів або деривативів можна віднести 7 груп. Ця класифікація об'єднала переважну більшість «класичних» цінних паперів, у тому числі і корпоративних, у одну групу – цінні папери, що вільно обертаються.

На глобальних ринках, в тому числі і на ринках наших найближчих сусідів, розпочалось інтенсивне запровадження єдиної системи класифікації фінансових інструментів. З цією метою національні державні регулятори створюють відповідні нормативні умови реалізації міжнародних стандартів ISO 6166 та ISO 10962. Метою присвоєння міжнародних ідентифікаційних кодів ISIN (International Securities Identification Numbers – міжнародний ідентифікаційний код цінного паперу) та CFI (Classification of Financial Instruments – класифікація фінансових інструментів) є стандартизація ідентифікації цінних паперів емітентів та інших фінансових інструментів в рамках єдиної системи класифікації фінансових інструментів

Міжнародні ідентифікаційні коди призначені для використання в торговельних операціях, управління та обліку активів, є важливими ідентифікаторами та характеристиками при виконанні клірингу та розрахунків.

ISIN код являє собою 12-ти розрядний літеро-цифровий код, котрий не включає інформацію, яка характеризує фінансовий інструмент, та слугує для однозначної ідентифікації цінного паперу при проведенні угод та розрахунків з цінними паперами.

CFI код являє собою 6-розрядний літерний код, який відображає суттєву інформацію про цінні папери та інші фінансові інструменти (в тому числі про їх вид, тип, форму випуску, особливостях обігу, погашення та інші права і характеристики). CFI код є додатковим важливим ідентифікатором фінансового інструменту. Присвоєння класифікаційного коду CFI виконується відповідно до принципів, що визначені міжнародним стандартом ISO 10962. Код CFI складається з 6 розрядів, які представлені символами латинського алфавіту.

1-й розряд відображає найвищий та загальний рівень класифікацій. Категорії, що виділяють 6 основних типів фінансових інструментів та похідних від цих інструментів розподілені по категоріям:

- E = Equities – акції та інші пайові інструменти;
- D = Debt Instruments – боргові інструменти;
- R = Rights – права;
- O = Options – опціони;
- F = Futures – ф'ючерси;
- M = Miscellaneous – інші.

2-й розряд конкретизує групи в кожній категорії, наприклад для категорії «акції та інші пайові інструменти» виділяються наступні 4 групи:

- S = Common/Ordinary Shares – звичайні акції;
- P = Preferred shares – привілейовані акції першого рівня;
- C = Convertible shares – привілейовані акцій, що можуть конвертуватись;
- U = Units – паї.

З 3-го по 6-й розряди показується найбільш значущі атрибути, які є суттєвими для кожної групи. Наприклад, для цінних паперів, що відносяться до власного капіталу компанії, враховуються дані щодо наявного забезпечення права голосу цінним папером, обмеження права на власність та передачу цінних паперів, рівня і форми виплату доходів їх власнику.

Код CFI дозволяє однозначно класифікувати фінансовий інструмент за його типом, видом та категорією, а також іншими суттєвими характеристиками. При цьому CFI не є унікальним, але відображаючи ключову інформацію про фінансовий інструмент, суттєво доповнює ISIN код, котрий в свою чергу забезпечує фінансовому інструменту виключну ідентифікацію.

Система класифікації фінансових інструментів в Україні не в повній мірі відповідає сучасним міжнародним вимогам. Подальша інтеграція українського ринку цінних паперів до глобальних фінансових ринків, зважаючи на підписання та ратифікації угоди «Про асоціацію з Європейським Союзом», буде потребувати

приведення вітчизняної системи класифікації фінансових інструментів до загальновизнаної міжнародної практики.

1.3. Показники стану біржового ринку акцій

Найбільш авторитетною міжнародною організацією, яка об'єднує 54 публічно регульованих бірж акцій, ф'ючерсів та опціонів, тобто ринкових операторів, які є відповідальними за ключові компоненти глобального фінансового ринку є Світова федерація бірж (The World Federation of Exchanges). Станом на кінець 2015 року Українські фондові біржі ПАТ «Перша фондова торговельна система» і ПАТ «Українська біржа» є членами-кореспондентами Федерації. Таким чином, питання запровадження міжнародних стандартів розкриття статистичної інформації фондовими біржами в Україні набуває своєї актуальності.

З цією метою, вважаємо за можливе та доцільне більш детально розглянути систему показників статистики біржового ринку акцій, яку оприлюднює Світова федерація бірж і які будуть використані для оновлення системи та інструментарію аналізу біржового ринку акцій України.

Практично всі дослідники проблем біржового ринку акцій підкреслюють, що найбільш презентабельним показником цього ринку є показник ринкової капіталізації – показник, який оцінює сукупну ефективність фондового ринку, його потужність, конкурентоспроможність на внутрішньому і зовнішньому ринках [144].

У дослідженнях ринкової капіталізації в останні роки вітчизняними вченими можна виділити такі два основних підходи. Перший з них, концентрується на проблемах визначення та оцінки ринкової капіталізації окремого акціонерного товариства, його бізнесу. Продуктивним є, на думку Н. Деєвої, доповнення цього аналізу проблематикою корпоративного управління [32].

Другий підхід, запропонований І. Шумською, розширює аналіз ринкової капіталізації ринку до масштабів всієї економіки: системний підхід у дослідженні

категорії капіталізації, а саме капіталізації економіки, викликає необхідність також і визнання багатовекторності критеріїв ефективності, оскільки будь-який один критерій не відображає всієї множини відносин системи, а також важливої ролі неформалізованих (зокрема, суб'єктивних) її складових. Це саме стосується і кількісних оцінок капіталізації економіки [180, с. 35–49].

Обидва підходи мають право на існування, якщо розглядати їх як більш вузький або більш широкий погляд на таке складне явище як ринкова капіталізація. Але за будь-якого підходу залишається питання стосовно конкретного вимірювання того чи іншого економічно-фінансового показника у тому числі показника ринкової капіталізації біржового ринку акцій. При чому важливо, щоб цей вимір відповідав усталеним міжнародним практикам та традиціям.

У нормативно-правових актах України встановлено, що слід розуміти під ринковою капіталізацією окремого емітента або акціонерного товариства. Так, у національному стандарті № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» зазначено, що: ринкова капіталізація цілісного майнового комплексу визначається як добуток ринкового курсу однієї акції акціонерного товариства, що існує, на загальну кількість акцій такого товариства. Ринковий курс однієї акції за даними про продаж визначається з використанням інформації про останню угоду, укладену в день, що визначений як дата оцінки, а за відсутності укладених угод в цей день – з використанням інформації про останню укладену угоду до дати оцінки, на яку визначається курс [107].

Тоді формулу розрахунку ринкової капіталізації акціонерного товариства в Україні за національним стандартом №3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» можна представити у такому загальному вигляді (1.1).

$$\text{Ринкова капіталізація АТ} = \text{Ринковий курс акції} \times \text{кількість акцій АТ} \quad (1.1)$$

На українських біржах для розрахунку ринкового курсу акцій використовують так звану «ціну закриття», тому що біржовий курс акції є

середньозваженою величиною торгівельної сесії, тобто для розрахунку використовують ціну останньої угоди за цим інструментом. Додатково потрібно вказати, що кількість акцій, яка мається на увазі – це не зареєстрована державним регулятором кількість акцій і не розміщена кількість акцій, тобто оплачена першими власниками, а саме кількість акцій, яка знаходиться в обігу. Іншими словами від кількості розміщених акцій потрібно відняти так звані «викуплені» емітентом власні акції.

В українських реаліях ринкова капіталізація акціонерного товариства може бути визначена за наступною формулою (1.2).

$$\text{Ринкова капіталізація АТ} = \text{Ціна закриття акції АТ} \times \text{кількість акцій АТ в обігу} \quad (1.2)$$

В Положенні НКЦПФР «Про функціонування фондових бірж» встановлено, що ринкова капіталізація емітента – це ринкова вартість акцій емітента, яка визначається фондовою біржею відповідно до методики, затвердженої цією біржею та оприлюднюється на власному веб-сайті фондової біржі у цілодобовому режимі [115].

Важливо було нормативно зафіксувати такі базові для подальшого виміру ринкової капіталізації поняття як біржовий список (допущені до торгівлі на фондовій біржі за категорією лістингових цінних паперів або за категорією позалістингових цінних паперів) та біржовий реєстр (складова біржового списку, що містить інформацію щодо лістингових цінних паперів). Крім того, при проходженні процедури лістингу емітента акцій за відповідним рівнем встановили вимоги до рівня ринкової капіталізації (так для першого рівня – не менше 100 млн грн, а для другого – не менше 50 млн грн). Суттєвою новацією було і запровадження вимоги до емітентів акцій, які проходять лістинг за першим рівнем, до мінімальної частки акцій у вільному обігу протягом попереднього кварталу, яка повинна становити не менше 15 % (за виключенням акцій у

власності інвесторів, що володіють понад 10 % акцій; акцій, що мають обмежений обіг; акцій, що належать державі).

Хоча, слід визнати, що реалізація цієї вимоги українськими фондовими біржами призвела до суттєвого скорочення першого рівня лістингу українських бірж з 13 акцій на 31.12.2013 до 1-ї на 31.12.2015 (табл. 1.7).

Таблиця 1.7

Кількість емітентів акцій 1-го та 2-го рівня лістингу (РЛ) у біржових реєстрах (БР) акцій українських фондових бірж у 2012–2015 рр., шт

	Станом на 31.12.2012			Станом на 31.12.2013			Станом на 31.12.2014			Станом на 31.12.2015		
Фондов а біржа	РЛ 1	РЛ 2	БР	РЛ 1	РЛ 2	БР	РЛ 1	РЛ 2	БР	РЛ 1	РЛ 2	БР
ПФТС	5	38	43	0	45	45	0	33	33	0	7	7
ПФБ	0	29	29	0	33	33	0	27	27	0	1	1
КМФБ	0	19	19	0	23	23	0	18	18	0	9	9
УБ	8	10	18	1	15	16	1	12	13	1	9	10
Перспек тива	0	8	8	0	11	11	0	9	9	0	0	0
УМФБ	0	6	6	0	5	5	0	6	6	0	6	6
СЄФБ	0	3	3	0	6	6	0	1	1	0	0	0
ІННЕК С	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
УФБ	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0
УМВБ	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Разом	13	113	126	1	138	139	1	107	108	1	32	33

Джерело: розраховано та складено автором на основі [192, 193, 194, 195, 196, 197, 198, 199, 200, 201]

Державний регулятор встановив перехідний період у 6 місяців для приведення фондовими біржами України своєї діяльності у відповідність до вимог своїх нормативно-правових актів що функціонування фондових бірж. У липні 2013 року у біржових реєстрах ряду українських фондових бірж відбулись зміни і організація торгівлі вже здійснювалась згідно нових вимог НКЦПФР. З 01.07.2013 всі фондові біржі зобов'язані оприлюднювати на своїх веб-сайтах показники ринкової капіталізації.

На кінець грудня 2012 року в лістингу українських бірж знаходились всього 126 емітентів акцій, з них перший рівень – 13 емітентів акцій, другий рівень – 113 емітентів. Однак, вже за рік відбулись суттєві зміни у реєстрах, станом на 31

грудня 2013 року спостерігалось зростання кількості лістингових емітентів акцій до 139, в той же час суттєво впала кількість емітентів акцій 1-го рівня лістингу – до 1 емітента з 13 у 2012 році. Проте така тенденція до зростання була недовготривалою і з погіршенням економічного стану в країні, та падінням ліквідності на біржовому ринку акцій України зокрема, у 2014 кількість лістингових емітентів акцій впала до 108. В 2015 році НКЦПФР почала політику консолідації біржового ринку акцій, а саме політику очищення ринку від емітентів «сміттєвих акцій» через прийняття рішення щодо зупинки обігу таких акцій на біржовому ринку з метою захисту інтересу інвесторів.

Як можна побачити з таблиці 1.7. за 2015 рік року кількість лістингових емітентів акцій зменшилась з 108 у 2014 до 33. При чому кількість емітентів акцій 1-го рівня лістингу збереглась на рівні 1.

Значний обсяг біржових угод на українських біржах укладається з акціями, які ще не пройшли процедуру лістингу, але потрапили до біржових списків. Кількість таких позалістингових акцій на українських біржах є значною, хоча варто зазначити, більшість угод з такими акціями носять суто технічний характер, що це є суттєвою характеристикою сучасного біржового ринку в Україні.

На провідних ринках є дві основні методики розрахунку ринкової капіталізації біржового ринку акцій. Перша – у розрахунок приймаються виключно лістингові емітенти акцій, друга – допущені до торгів.

Першу методику презентує Світова федерація бірж. Так, за методикою Світової федерації бірж ринкова капіталізація фондової біржі це – загальна кількість акції (простих та привілейованих), емітованих вітчизняними компаніями, що пройшли лістинг на цій фондовій біржі, помножених на відповідні ціни цих акцій. Показник відображає загальну вартість ринку в певний момент часу. Ринкова капіталізація може включати не тільки вартість звичайних акцій вітчизняних емітентів, що пройшли лістинг на фондовій біржі, а й вартість акцій іноземних емітентів, що пройшли лістинг на даній фондовій біржі, однак лише за умови, що вони не котируються на жодній з інших фондових бірж [225].

При визначенні ринкової капіталізації ринку за методикою Світової федерації бірж, до показника не включаються вартість цінних паперів інститутів колективного інвестування, опціонів, варантів, ф'ючерсних контрактів, акцій біржових фондів, фінансових інструментів, що можуть бути конвертовані в інші цінні папери. Додатково не включаються до розрахунку показника акції компаній, що допущені до торгів на біржі, але не пройшли процедуру лістингу на цій біржі.

Інший підхід – визначати ринкову капіталізацію щодо допущених до торгів емітентів акцій. Українські біржі ПрАТ «Українська міжбанківська валютна біржа», ПАТ «ПФТС», ПАТ «Українська біржа» є членами Міжнародної асоціації бірж країн СНД. Відповідно до традицій цієї міжнародної організації, яка змушена враховувати специфіку «молодих» біржових ринків країн СНД, при розрахунку показників ринкової капіталізації дозволяється враховувати не тільки капіталізацію лістингових емітентів акцій, а і капіталізацію емітентів акцій, допущених до добіржових торгів [91, 91].

Ми вважаємо, що для відповідності міжнародним стандартам розрахунку і оцінки ринкової капіталізації фондових бірж, необхідно розраховувати ринкову капіталізацію українських фондових бірж використовуючи міжнародну методику Світової федерації бірж. Тобто потрібно взяти за основу методику підрахунку ринкової капіталізації лише за лістинговими емітентами акцій, не включаючи вартість цінних паперів інститутів колективного інвестування, опціонів, варантів, ф'ючерсних контрактів, акцій біржових фондів, фінансових інструментів, що можуть бути конвертовані в інші цінні папери.

Отже за міжнародною методикою Світової федерації бірж ринкову капіталізацію біржового ринку акцій потрібно визначати за наступною формулою (1.3) [225].

$$\begin{aligned}
 & \text{Ринкова капіталізація біржового ринку акцій} \\
 & \text{Ринкових капіталізацій АТ, які пройшли процедуру та знаходяться} \\
 & \text{у біржовому лістингу (окрім цінних паперів інститутів спільного} \\
 = \sum & \quad \text{інвестування, опціонів, варантів, ф'ючерсних контрактів,} \\
 & \text{акцій біржових фондів, фінансових інструментів, що можуть бути} \\
 & \text{конвертовані в інші цінні папери} \quad (1.3)
 \end{aligned}$$

Для вдосконалення методики аналізу ринкової капіталізації біржового ринку акцій України, ми пропонуємо ввести в науковий обіг та доповнити методику аналізу ринкової капіталізації біржового ринку акцій розрахунком таких додаткових показників, як:

- ринкова капіталізація емітентів акцій 1-го та 2-го рівня лістингу, що входять до біржових реєстрів кожної фондової біржі окремо (далі – РКАБРФБ);
- структура ринкової капіталізації емітентів акцій 1-го та 2-го рівня лістингу, що входять до біржових реєстрів кожної фондової біржі в загальній сумі ринкових капіталізацій емітентів акцій, що пройшли процедуру лістингу (далі – структура РКАБРФБ).

Розрахунок цих показників дозволить здійснити оцінку стану ринкової капіталізації біржового ринку акцій України, виявити її структурні проблеми, а також розробити пропозиції щодо їх подолання

Світова федерація бірж здійснює моніторинг ринкової капіталізації емітентів акцій за методом сегментації капіталізації, методологія якої полягає в тому, що емітенти акцій розподіляють за наступними сегментами капіталізації [225]:

- а) Сегмент великої ринкової капіталізації – понад 1,3 млрд дол США;
- б) Сегмент середньої ринкової капіталізації – від 200 до 1,3 млрд дол США;
- в) Сегмент малої ринкової капіталізації – від 65 до 200 млн дол США;
- г) Сегмент мікро ринкової капіталізації – 65 млн дол США і менше.

Моніторинг ринкової капіталізації українських емітентів акцій за методом сегментації капіталізації ще не здійснюється вітчизняними фондовими біржами. Ми вважаємо за доцільне та необхідне розпочати здійснювати такий моніторинг навіть за існуючого стану біржового ринку акцій України. Найскладніше питання в реалізації цього завдання – репрезентативний вибір фондової біржі та переліку акцій.

Щодо вартісних показників, то встановлені Світовою федерацією бірж критерії для аналізу ринкової капіталізації українських емітентів акцій за методом сегментації капіталізації в наших умовах не є завищеними, а отже для відповідності до стандартів Світової федерації бірж в даному аналізі ми будемо

використовувати встановлену шкалу сегментної градації, перераховану у національну валюту за офіційним курсом НБУ на дату аналізу.

Для аналізу 2009–2013 рр. буде використаний середній курс гривні до американського долару 7,99 до 1, що відповідає середньому курсу гривні, який встановлював НБУ за 2009–2013 рр. А для аналізу 2015 року – офіційний курс НБУ станом на 31.12.2015–24,0006 грн за 1 дол США. В подальшому для аналізу наступних періодів необхідно перераховувати визначену Світовою федерацією бірж сегментну градацію капіталізації за офіційним курсом НБУ на дату проведення аналізу.

Отже для аналізу даних 2009–2013 рр. сегменти ринкової капіталізації для емітентів акцій біржового ринку акцій будуть знаходитись у наступній градації:

- а) Сегмент великої ринкової капіталізації – понад 10,4 млрд грн;
- б) Сегмент середньої ринкової капіталізації – від 1,6 млрд грн до 10,4 млрд грн;
- в) Сегмент малої ринкової капіталізації – від 520 млн грн до 1,6 млрд грн;
- г) Сегмент мікро ринкової капіталізації – 520 млн грн і менше.

Для аналізу даних 2015 року сегменти ринкової капіталізації для емітентів акцій біржового ринку акцій будуть знаходитись у наступній градації:

- а) Сегмент великої ринкової капіталізації – понад 31,2 млрд грн;
- б) Сегмент середньої ринкової капіталізації – від 4,8 до 31,2 млрд грн;
- в) Сегмент малої ринкової капіталізації – від 1,56 до 4,8 млрд грн;
- г) Сегмент мікро ринкової капіталізації – 1,56 млрд грн і менше.

Для аналізу відповідності рівня капіталізації вітчизняних емітентів лістингових акцій до рівня їх ліквідності необхідно використати методику розподілу лістингових емітентів акцій за «Топ – 10 за ринковою капіталізацією» та «Топ –10 за ринковою ліквідністю» емітентів акцій.

Наступним показником для здійснення аналізу статистики біржового ринку акцій ми рекомендуємо визначати показник загального обсягу біржових торгів акціями (в т.ч. за адресними та безадресними заявками), який визначається за стандартами Світової федерації бірж за формулою [225] (1.4).

$$\text{Обсяг біржових торгів акціями} = \text{Кількість акцій, з якими укладені угоди} \times \text{ціни в момент укладання угод} \quad (1.4)$$

Все розмаїття технологій організації біржових торгів можна звести до трьох основних сегментів в залежності від технологій виконання та розрахунків за цими угодами. За класифікацією Світової федерації бірж: угоди укладені за допомогою книг електронних наказів, що відповідає безадресним заявкам; переговорні угоди; угоди, що підлягають обов'язковому звітуванню.

Безадресні угоди – це угоди, за якими перехід права власності на акції здійснюється автоматично через біржову електронну торгову систему, у якій ці угоди купівлі-продажу цінних паперів укладаються через автоматичне співпадіння заявок на купівлю та продаж акцій відповідно до правил фондової біржі, зокрема, визначальними критеріями співпадіння є ціна та час.

Переговорні угоди – це угоди, які здійснені у торговій системі фондової біржі, механізм укладання яких відрізняється від умов на ринку заявок тим, що покупець та продавець заздалегідь обумовлюють умови угоди купівлі-продажу акцій, а саме ціну та кількість цінних паперів. В свою чергу, біржова система автоматично перевіряє відповідність угоди біржовим правилам та відповідність ціни умовам на ринку заявок в момент укладання угоди.

Угоди, що підлягають обов'язковому звітуванню – це угоди, що звітуються через спеціальну систему звітування укладених угод, коли тільки одна із сторін угоди надає інформацію про укладену угоду. Дана система пропонує сервіс розповсюдження інформації про угоду на вимогу контрагентів і у випадку її публічного оприлюднення.

За методикою Світової федерації бірж рекомендується визначати обсяги біржових торгів акціями за вартістю обсягу торгів акціями на ринку заявок. Таким чином в основі показників обсягів торгівлі акціями нами будуть прийматись показники ринку заявок. Головною умовою таких транзакцій є те, щоб вони були доступні та відкриті всім учасникам торгів та автоматично виконувались згідно правил біржі або багатосторонніх торгових систем. Тобто ці угоди як правило

мають в своїй основі двосторонні переговори, які можуть бути недоступні іншим учасникам торгів, поки вони не будуть укладені та виконані або строк та спосіб виконання яких може відрізнятись від стандартного.

Для більш повного аналізу біржового ринку акцій ми вважаємо за необхідне використання таких показників як: кількість угод з акціями на ринку заявок за період, що аналізується, середній розмір угоди з акціями на ринку заявок та середньоденний обсяг угод з акціями на ринку заявок (в т.ч. за адресними та безадресними заявками), які розраховуються за формулами [225] (1.5), (1.6).

$$\text{Середній розмір угоди з акціями на ринку заявок} = \frac{\text{Обсяг угод з акціями на ринку заявок}}{\text{Кількість угод за період}} \quad (1.5)$$

$$\text{Середньоденний обсяг угод з акціями на ринку заявок} = \frac{\text{Обсяг угод з акціями на ринку заявок}}{\text{Кількість торгових днів}} \quad (1.6)$$

Наступний показник аналізу біржової статистики, який ми рекомендуємо використовувати у аналізі стану ринку – показник швидкості оборотності ринку. Швидкість річної оборотності ринку визначається як відношення річного обсягу торгів акціями вітчизняних емітентів на ринку до ринкової капіталізації відповідного ринку на кінець року, формула (1.7).

$$\text{Річна швидкість оборотності біржового ринку акцій} = \frac{\text{Річний обсяг біржових торгів акціями}}{\text{Ринкова капіталізація біржового ринку акцій на кінець року}} \quad (1.7)$$

Для розширення інструментарію аналізу біржової статистики, зокрема показників обсягу торгів акціями, у вітчизняну практику необхідно додати розрахунок показника волатильності біржового індексу, а саме здійснення аналізу середньомісячної волатильності індексу Української біржі [52].

Отже методика аналізу статистичних показників стану біржового ринку акцій України, вдосконалена стандартами Світової федерації бірж, щодо аналізу

показників стану біржового ринку акцій, може бути представлена та здійснюватись за наступною схемою, запропонованою автором (рис. 1.7).

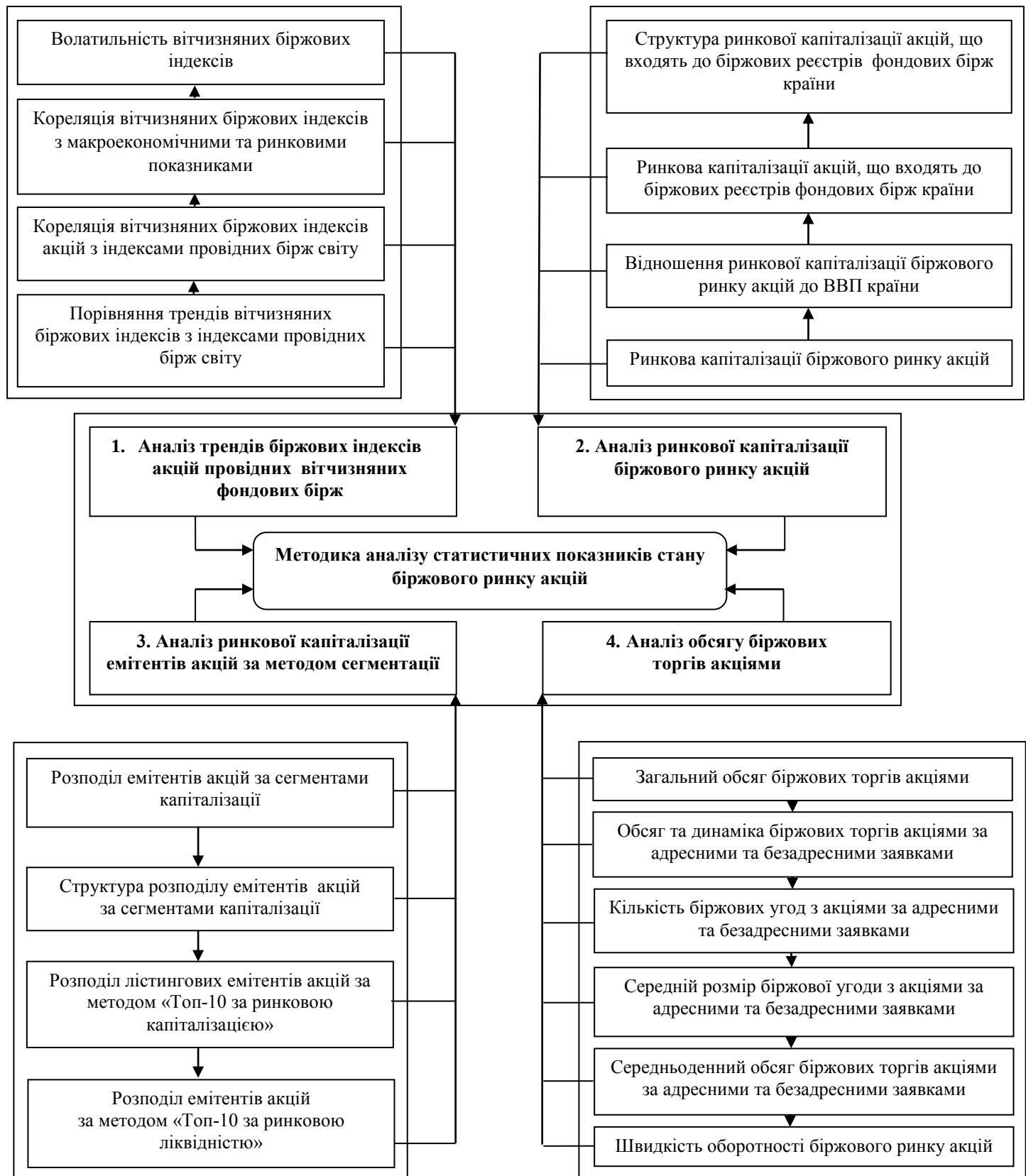


Рис. 1.7. Методика аналізу статистичних показників стану біржового ринку акцій, вдосконалена за стандартами Світової федерації бірж

Джерело: власна розробка автора на основі [225]

Розрахунок та аналіз статистичних показників біржового ринку акцій України та їх динаміки за методикою Світової федерації бірж допоможе здійснити аналіз реального стану сучасного біржового ринку акцій України, виявити нові тенденції та закономірності та проблеми, які характерні для сучасного його стану.

Висновки до розділу 1

1. За результатом аналізу теоретичних аспектів біржового ринку акцій як складової фінансового ринку, ринку цінних паперів та біржового ринку цінних паперів розкрито його основні функції та призначення.

2. На основі узагальнення наукових та практичних підходів до трактування понять «фінансовий ринок», «ринок цінних паперів», «біржовий ринок цінних паперів», автором запропоновано визначення поняття визначення біржового ринку акцій як частини біржового ринку цінних паперів, де відбувається купівля-продаж акцій, які пройшли процедуру включення у біржові списки та реєстри фондових бірж на основі технології безадресних та адресних заявок за принципом поставки проти оплати; формування: а) ринкового біржового курсу, б) ринкової капіталізації емітентів, в) ринкової капіталізації біржового ринку.

3. Розкрито економічне призначення біржового ринку акцій, як частини біржового ринку цінних паперів, яке полягає в: 1) організації та забезпечення процесу відносин, щодо купівлі – продажу акцій учасниками торгів на основі безадресних та адресних заявок за принципом поставки проти оплати; 2) організації та забезпечення процесу відносин між емітентами та фондовою біржею щодо включення їх акцій у біржові списки, або реєстри; 3) формуванні ринкового біржового курсу акцій емітентів; 4) формуванні ринкової капіталізації емітентів акцій; 5) формування ринкової капіталізації біржового ринку акцій.

4. Обґрунтовано необхідність стимулювання консолідації регульованого ринку цінних паперів України, зокрема біржового ринку акцій, а також запропоновано напрями здійснення консолідації, а саме: консолідація біржової інфраструктури; консолідація професійних учасників фондового ринку; очищення

біржового ринку акцій від «сміттєвих» акцій; підвищення вимог до емітентів, акції яких формують 1 та 2 рівень лістингу фондових бірж, запровадження єдиного біржового лістингу.

5. На основі аналізу даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку щодо стану ринку акцій України, зокрема його біржового сегменту, зроблено висновок про те, що цей ринок не використовується для публічного залучення капіталу акціонерними товариствами, а його інвестиційна привабливість залишається низькою. Дослідження засад функціонування фондової біржі як організатора торгівлі на біржовому ринку показало, що попри такий стан розвитку вітчизняного ринку на ньому існують та успішно функціонують такі сучасні технології організації біржової торгівлі, як «ринок заявок» та «ринок котирувань».

6. Виявлено, в процесі аналізу законодавчого регулювання функціонування біржового ринку цінних паперів України, необхідність приведення вітчизняної системи класифікації фінансових інструментів, в тому числі емісійних цінних паперів, до загальновизнаної міжнародної методології, яка визначена Директивою 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради «Про ринки фінансових інструментів».

7. Запропоновано науково-методичний підхід до оцінювання ринкової капіталізації біржового ринку акцій, що передбачає розрахунок показників: 1) ринкова капіталізація акцій 1-го та 2-го рівня лістингу, що входять до біржових реєстрів кожної фондової біржі окремо (РКАБРФБ); 2) структура ринкової капіталізації акцій 1-го та 2-го рівнів лістингу, що входять до реєстрів фондових бірж в загальній сумі ринкових капіталізацій емітентів акцій, що пройшли процедуру лістингу (структура РКАБРФБ). Розрахунок та аналіз цих показників дозволить здійснювати більш глибокий аналіз якісних характеристик та причин змін її динаміки.

8. На основі стандартів Світової федерації бірж вдосконалено методику оцінки стану вітчизняного біржового ринку акцій, за допомогою таких груп показників: 1) тренди біржових індексів; 2) ринкової капіталізації біржового

ринку; 3) ринкової капіталізації емітентів за методом сегментації; 4) обсягів біржових торгів. Це дозволяє об'єктивно оцінити стан сучасного ринку та розробити рекомендації щодо пріоритетів його розвитку.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях автора [129, 131, 132, 134, 140].

РОЗДІЛ 2

ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ БІРЖОВОГО РИНКУ АКЦІЙ В УКРАЇНІ

2.1. Етапи становлення та розвитку біржового ринку акцій в Україні

Еволюція – філософська і загальнонаукова теорія, що дає узагальнений вираз сукупності концепцій розвитку природи, суспільства і духу. У більш вузькому сенсі еволюція розглядається як поступова зміна і протиставляється стрибкоподібному, якісному типу змін. Ідея еволюції включає в себе сукупність уявлень про виникнення нових структур, функцій, законів, форм, якостей. Найбільш повна і цілісна концепція еволюції була розроблена в діалектичній філософії Гегеля, який вперше сформулював ідею еволюції у вигляді законів загального розвитку, розкрив джерела, рушійні сили еволюції, її форму і спрямованість [159].

У соціально-філософському аспекті економічна еволюція досліджує розвиток процесів, що її характеризують, структури цих процесів, зв'язки між ними, розвиток наукових знань про парадигму розвитку суспільства, структури процесів, як створення інститутів, що організують економічну еволюцію. Проблеми питань економічної еволюції, схильність ринкової економіки до повторення економічних явищ ніколи ще не були предметом таких акцентованих дискусій спеціалістів, як в наші дні.

З перших років незалежності в Україні приділялась увагу розвитку ринку цінних паперів, зокрема організованого ринку цінних паперів. Кожен етап його розвитку супроводжувався прийняттям концептуальних документів.

Для аналізу етапів розвитку ринку цінних в Україні, вважаємо необхідним конкретизувати поняття «концептуальний документ» на ринку цінних паперів.

На нашу думку «концептуальним документом» на ринку цінних паперів в Україні, слід вважати – Закон України, Рішення НКЦПФР, Указ Президента

України, прийняття і впровадження норм якого, приводить до якісних, або кількісних змін інфраструктурних елементів та учасників ринку цінних паперів.

Перший етап розвитку ринку цінних паперів, який започаткував формування первісної системи організованого ринку цінних паперів в Україні, на нашу думку, тривав з 1991 по 1995 рік.

Перший етап розвитку ринку цінних паперів ми пропонуємо назвати – етап «Формування первісної системи організованого ринку цінних паперів в Україні».

В цей час були прийняті концептуальні для ринку цінних паперів документи, які вперше окреслили і визначили систему ринку цінних паперів в Україні та його державне регулювання, а саме: Закони України «Про цінні папери і фондову біржу» від 18.06.1991 № 1201-XII [38], «Про господарські товариства» від 19.09.1991 № 1576-XII [37], Указ Президента України «Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії» від 19.02.1994 № 55/94 [156], Указ Президента України від «Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку» від 12.06.1995 № 446/95 [157].

Перші наукові уявлення щодо становлення системи фондового ринку України та його біржового сегменту знайшли своє відображення у Законі України «Про цінні папери та фондову біржу» [38] від 18.06.1991 № 1201-XII. Саме в ньому 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.

Також необхідно зазначити, що в Законі України «Про цінні папери та фондову біржу» вперше було визначено поняття цінного паперу, емітенту 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. Законом визначались вперше 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 [38].

В 1991 році був створений перший організатор торгівлі цінними паперами – Українська фондова біржа. На цьому етапі переважали ідеї розглядати фондовий

ринок та фондову біржу як деякий різновид універсальної товарної біржі або як організатора біржової торгівлі товарами та строковими інструментами: «економічна сутність біржі полягає в наступному: ринок замінних цінностей, організація, реалізація власної вигоди учасниками біржової торгівлі; офіційне котирування цін; специфічний біржовий товар; страхування цінових та курсових ризиків; цифровий вираз попиту і пропозиції; розміщення товарів у просторі й часі; встановлення об'єктивних цін та курсів, в основному майбутніх» [170].

У свою чергу, цінні папери у цих теоретичних координатах 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. Цінні папери, що обертаються на фондовій біржі, мають ще одну властивість: змінюваність цін на ці папери, як правило, повинна бути постійною і мінімальною. Фондова біржа спроможна забезпечити саме таку концентрацію попиту і пропозиції цінних паперів, що дає можливість встановити ціни на них, які реально відбивають економічну ситуацію» [143, с.123].

Разом з тим можна констатувати намагання теоретично обґрунтувати місце фондової біржі як на фінансовому ринку України, так і в економіці в цілому: «Фондова біржа є одним із регуляторів фінансового ринку. Основна роль біржі полягає в обслуговуванні потоків фінансових і позичкових капіталів: нагромадженні і концентруванні капіталів, з одного боку, і кредитуванні і фінансуванні держави і різноманітних господарських структур – з другого. Роль фондової біржі в економіці країни визначається насамперед ступенем роздержавлення власності, а точніше, частки акціонерної власності у виробництві валового національного продукту» [143, с.116].

Прийняття ВРУ Закону України «Про господарські товариства» 19.09.1991 також мало значний вплив на формування системи та учасників ринку цінних паперів в Україні [37].

Так, цим Законом вперше визначались поняття акціонерного товариства в Україні та мінімальний розмір його статутного капіталу, види акціонерних товариств (відкрите, закрите), процедура випуску акціонерним товариством цінних паперів, процедура розповсюдження та підписки на акції акціонерного товариства, викуп власних акцій товариством, визначились основні засади корпоративного управління, а саме: організація та проведення установчих зборів акціонерів та їх компетенція.

Законом також було визначено, що акції саме відкритого акціонерного товариства могли торгуватись на фондовій біржі.

Потреба переоцінки та розвитку теоретичних поглядів формувалась під впливом нових завдань, які економічна реальність висувала перед фондовим ринком та його біржовим сегментом. Розробка програмних документів на середину 90-х років увібрала в себе досягнутий досвід як і теоретичних напрацюваннях, так і досвід практичний, набутий у перші роки формування як фондового ринку України, так і, насамперед, біржового ринку акцій. Так склалось історично, що в Україні саме біржовий ринок акцій вимагав першочергової уваги. Масова приватизація державних підприємств ринкові перетворення вимагали по-новому переосмислити місце та роль біржового ринку акцій. На той момент ринок боргових інструментів був, практично, відсутній.

Важливу роль у первісному формуванні ринку цінних паперів, став Указ Президента України «Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії» від 19.02.1994 [156]. Цим Положенням вперше було визначено поняття та діяльності таких нових суб'єктів для ринку як:

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

- інвестиційний фонд, який визначався як юридична особа, яка заснована у формі закритого акціонерного товариства з урахуванням вимог, встановлених цим Положенням, що здійснює виключну діяльність у

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

Взаємний фонд, який визначався як фонд – філія інвестиційної компанії, утворюється за рішенням її вищого органу. Цей орган затверджує також положення та інвестиційну декларацію взаємного фонду.

Визначалось, що взаємний фонд має окремі баланс та поточний рахунок і підлягає державній реєстрації в порядку, передбаченому для реєстрації філій суб'єктів підприємницької діяльності. На баланс взаємного фонду інвестиційна компанія може передавати майно у вигляді цінних паперів та об'єктів нерухомості.

На підставі Указу Президента України від 12 червня 1995 року №446 «Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку» був започаткований наступний важливий період розвитку ринку цінних паперів в Україні [157].

Так, вперше, в Україні був створений державний орган регулювання ринку цінних паперів – Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, яка є центральним органом державної виконавчої влади, який забезпечує реалізацію єдиної державної політики щодо цінних паперів і функціонування фондового ринку в Україні та координації діяльності міністерств, інших центральних органів державної виконавчої влади у цій сфері, вперше був сформований склад членів ДКЦПФР.

Положенням «Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку», вперше, були визначені функції та завдання ДКЦПФР [157].

Другий етап розвитку ринку цінних паперів, який ознаменував становлення та розвиток сучасної моделі організованого ринку цінних паперів в Україні, ми вважаємо тривав з вересня по червень 2015 року і пропонуємо його назвати – етап «Формування сучасної моделі ринку».

Процес формування сучасної моделі ринку цінних паперів в Україні, протягом 1995–2015 років, здійснювався під впливом наступних концептуальних документів та положень, прийнятих Верховною Радою України та Президентом України.

22.09.1995 ВРУ було схвалено «Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України». Концепцією від 22.09.1995, вперше було визначено принципи функціонування, напрями і мету розвитку ринку цінних паперів в Україні, а саме – становлення цілісного, високоліквідного, ефективного і справедливого ринку цінних паперів в Україні, регульованого державою та інтегрованого у світові фондові ринки» [106]. Також були визначені принципи функціонування та учасників депозитарної системи України.

Вперше у Концепції на законодавчому рівні було розділено ринок цінних паперів на біржовий та позабіржовий і визначено принципи та мету існування кожного з них.

Система біржового ринку цінних паперів в Концепції передбачала його моноцентричність. Цілісність ринку передбачалось забезпечити функціонуванням єдиної біржової системи, що діє під егідою Національної фондової біржі, систем Національного депозитарію та клірингу (розрахунків) по цінних паперах. Принцип цілісності вимагав, на думку авторів, Концепції впровадження єдиних основних правил щодо ціноутворення на ринку цінних паперів на всій території України.

Разом з тим Концепція допускала створення нових фондових бірж в Україні, виходячи з потреб розвитку ринку цінних паперів в Україні.

30.10.1996 Верховною Радою України був прийнятий Закон України № 448/96-ВР «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні». Цей Закон визначив правові засади здійснення державного регулювання ринку цінних паперів та державного контролю за випуском і обігом цінних паперів та їх похідних в Україні [39].

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.

Прийняття ВРУ 10.12.1997 Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні»

від 10.12.1997 № 710/97-ВР визначило правові основи обігу цінних паперів у Національній депозитарній системі та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні [41].

Прийняття цього Закону створило організовану депозитарну систему на ринку цінних паперів України, визначило її дворівневу структуру: нижній рівень – зберігачі та реєстратори, верхній рівень – Національний депозитарій України. На законодавчому рівні унормувало діяльність та функції учасників депозитарної системи.

Законом також було визначено форму випуску цінних паперів в Україні, а саме документарну та бездокументарну.

На відміну від «Концепції функціонування та розвитку фондового ринку України» від 22.09.1995 № 342/95-ВР, Закон України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10.12.1997 № 710/97-ВР допускав, що модель депозитарної системи України, яка обслуговує електронний обіг цінних паперів на фондовому ринку може бути не моноцентричною, прописана можливість існування декількох депозитаріїв.

З метою стимулювання відновлення ринку цінних паперів після фінансової кризи 1998 року Указом Президента України було прийнято, для подальшого розвитку ринку цінних паперів в Україні, положення «Про Основні напрями розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році» від 30.10.1999 № 1415/99 [155].

Окрім засад, щодо розвитку та розбудови інфраструктури ринку цінних паперів, моніторингу показників статистики стану ринку, вдосконалення прав інвесторів, вперше на законодавчому рівні наголошувалось на необхідності стимулювання створення і функціонування саморегулювних організацій, що об'єднують професійних учасників ринку цінних паперів.

На виконання Положення «Про Основні напрями розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році» Верховною Радою України був прийнятий Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15.03.2001 № 2299-III [42]. Цим 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 його діяльності, на відкриті, інтервальні, закриті; за терміном існування – строкові, безстрокові. Вперше були визначення поняття та особливості діяльності корпоративних та пайових інвестиційних фондів.

Проекти наступних концептуальних документів стали результатом роботи великої групи науковців та експертів, яких об'єднала ДКЦПФР в межах своєї Консультаційно-експертної Ради у ці роки. Велику допомогу у підготовці цих програмних документів надавали і іноземні фахівці по лінії технічної допомоги Україні від США та Європейського Союзу.

На кінець 2000 року Стратегічна група з питань розвитку фондового ринку України, до складу якої увійшли такі знані фахівці фондового ринку як С. Бірюк, В. Геец, І. Заря, Д. Леонов, О. Мозговий, О. Ромашко, А. Федоренко та інші, 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. Такий стан ринку не заохочує вітчизняних та іноземних інвесторів до вкладання коштів в цінні папери українських емітентів.

Так Указом Президента України від 26.03.2001 року було прийняте, розроблене Стратегічної групою, «Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України на 2001– 2005 роки» від 26.03.2001 № 198/2001 [153].

Розвиток інвестиційного процесу в економіці України та подальше проведення ринкових реформ неможливі без створення ефективно діючого фондового ринку, що може забезпечувати реалізацію національних інтересів України. В Положення чітко окреслено, що головними тенденціями на міжнародних фондових ринках, що визначатимуть дальший розвиток фондового ринку України, є глобалізація світового ринку капіталу; створення глобальних

торговельних та розрахунково-клірингових систем для обслуговування міжнародних ринків капіталу; технологізація ринків капіталу через зростаюче використання новітніх інформаційних і фінансових технологій; універсализація діяльності фінансових інститутів, які спроможні надавати своїм клієнтам повний спектр фінансових послуг, включаючи послуги на ринках цінних паперів; інституціоналізація або зростання ролі інституційних інвесторів (інститутів спільного інвестування, 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.

Вперше в «Положенні розвитку фондового ринку України на 2001–2005 роки» на порядок дня було поставлено питання конкурентоспроможності фондового ринку України. «Фондовий ринок України за ступенем зрілості і ризиків належить до ринків, які перебувають на початкових стадіях зростання. Йому доводиться жорстко конкурувати за обсяг інвестиційних ресурсів з іншими фондовими ринками, що розвиваються. За своєю капіталізацією та обсягами угод, український фондовий ринок є меншим за ринки країн Східної і Центральної Європи, зокрема Росії [153].

Підвищення конкурентоспроможності українського фондового ринку і цивілізована інтеграція до міжнародних ринків капіталу повинні стати пріоритетами державної політики на фондовому ринку України.

Положенням пропонувалось у якості пріоритетів забезпечення виваженого державного протекціонізму до національних інститутів інфраструктури фондового ринку; стимулювання інститутів інфраструктури фондового ринку (організаторів торгівлі, прямих учасників Національної депозитарної системи) до впровадження нових фінансових послуг, фінансових продуктів і інструментів; впорядкування інтеграційних процесів до фондових ринків ЄС та Росії на засадах цивілізованості і врахування національних інтересів; міжнародне співробітництво в рамках IOSCO та інших міжнародних організацій як основа для створення позитивного іміджу українського фондового ринку.

Визначаючи макроекономічні орієнтири біржового ринку акцій на період 2001–2005 років Стратегічна група взяла за основу два основних показники: ринкову капіталізацію по відношенню до ВВП, та обсяг угод з акціями на організованому ринку. На той час біржова торгівля акціями була практично відсутня, а весь обсяг концентрувався на торговельно-інформаційній системі ПФТС, яка отримала статус фондової біржі лише у 2006 році, хоча цей ринок вже класифікувався як організаційно-оформлений. Безумовно, на той момент ПФТС не претендувала на статус повнофункціональної фондової біржі, але існуючі фондові біржі України за рівнем своєї технологізації суттєво відставали від ПФТС.

Експертами було дана характеристика організованого ринку акцій, який на той час, напевно чи можна було б назвати біржовим, в якій зазначалось, що сьогодні торгова інфраструктура фондового ринку України, що складається з фондових бірж та інформаційно-торговельних систем, перш за все, обслуговує приватизаційні та постприватизаційні процеси розподілу і перерозподілу корпоративної власності. Фондовий ринок України не сприяє ефективному залученню та розподілу капіталу. І навіть за таких умов, ринкова капіталізація і обсяги торгів акціями українських емітентів на ТІС ПФТС слугували у якості макроекономічних показників організованого або організаційно-оформленого фондового ринку України.

Як наслідок, розміри організованого ринку акцій Україні на той час були незначними за обсягами ринкової капіталізації, за кількістю і обсягами угод з цінними паперами; неорганізований ринок значно перевищував організований. Організатори торгівлі повинні були забезпечити ефективну торговельну платформу разом з фінансовими продуктами, які потрібні клієнтам, та за ціною, яку ці клієнти готові будуть платити.

Пріоритетними було визначено створення умов щодо налагодження інформаційного обміну з використанням сучасних технологій між організаційно оформленими ринками з метою забезпечення інвестора своєчасною і необхідною інформацією для прийняття інвестиційних рішень. Як пріоритетної визначалась

необхідність зосередження торгівлі ліквідними акціями на організованому ринку. Створення сприятливих умов для торгівлі на організованому ринку акціями молодих компаній росту. Запровадження заходів для розміщення українськими емітентами своїх акцій на організованих ринках.

Таким чином, можна зробити висновок, що Положенням «Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України на 2001– 2005 роки» фактично визнавалась та закріплювалась поліцентричність біржової та обліково-розрахункової систем фондового ринку України.

З прийняттям Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 09.07.2003 № 1057-IV [40], вперше було визначено правові, економічні та організаційні засади недержавного пенсійного забезпечення в Україні та правовідносини, пов'язані з цим видом діяльності. Були визначені поняття та особливості провадження діяльності таких нових суб'єктів ринку цінних паперів в Україні, як: адміністратор недержавного пенсійного фонду, недержавний пенсійний фонд, корпоративний пенсійний фонд, професійний пенсійний фонд.

23.02.2006 року Верховною Радою України було прийнято новий Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV [44]. Вперше було дано законодавче визначення поняття фондового ринку, а саме фондовий ринок (ринок цінних паперів) – сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів).

Законом визначалась нова класифікація цінних паперів, які можуть бути в цивільному обороті та їх види. Також було встановлено такі основні види професійної діяльності на фондовому ринку як: діяльність з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарна діяльність, клірингова діяльність. Були посилені вимоги до розкриття інформації на фондовому ринку.

17.09.2008 року ВРУ прийняла Закон України «Про акціонерні товариства». Закон визначив порядок створення, діяльності, припинення акціонерних товариств, їх правовий статус, права та обов'язки акціонерів. Були вперше

врегульовані поняття: голосуюча акція, значний правочин, контрольний пакет акцій, обов'язковий викуп акцій, акціонер товариства, кворум загальних зборів акціонерів. Вперше з'явилися публічні та приватні акціонерні товариства, акціонерне товариство з одним акціонером. Було врегульовано порядок виплати дивідендів [46].

21.11.2011 року, Указом Президента України, було затверджено положення «Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку» від 23.11.2011 № 1063/2011 яким було утворено новий державний орган регулювання ринку цінних паперів в Україні, замість на базі існуючої ДКЦПФР – Національну комісію з цінних паперів та фондового ринка. Положенням також були визначені основні завдання НКЦПФР [154].

05.07.2012 року ВРУ прийняла новий Закон, що регулював діяльність інститутів спільного інвестування – Закон України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 № 5080-VI. Цим законом була вдосконалена класифікація інститутів спільного інвестування, вперше введено поняття та особливості діяльності спеціалізованого та кваліфікаційного інститутів спільного інвестування, класифікацію спеціалізованих і кваліфікаційних інститутів спільного інвестування, введено нове поняття, як біржовий інститут спільного інвестування та умови і особливості його створення та функціонування [43].

06.07.2012 ВРУ прийняла Закон України «Про депозитарну систему України» від 06.07.2012 № 5178-VI, який започаткував реформу депозитарної системи в Україні, визначив правові засади функціонування депозитарної системи України, 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 [45].

Законом було визначено поняття депозитарної системи в Україні, види депозитарної діяльності, створено центральний депозитарій, а діяльність зберігачів та реєстраторів була об'єднана в професійну діяльність на ринку цінних паперів – депозитарна діяльність депозитарної установи. Також вперше в Україні був створений розрахунковий центр (у формі банку) з обслуговування договорів

на фінансових ринках, який забезпечує здійснення грошових розрахунків за правочинами щодо цінних паперів, укладеними на фондових біржах та поза фондовою біржею, якщо проводяться розрахунки за принципом «поставка цінних паперів проти оплати». Законом встановлено існування лише одного в Україні розрахункового центру.

У квітні 2012 року НКЦПФР розпочала роботу над низкою дуже важливих документів. Насамперед, 10 квітня 2012 року, НКЦПФР схвалила проект Концепції доступу іноземних емітентів на вітчизняний фондовий ринок. В Концепції підіймалось питання про доступ на український фондовий ринок фінансових інструментів іноземних емітентів, активи яких розташовані в Україні.

Протягом останніх років цілий ряд українських компаній здійснили залучення капіталу у свій бізнес, розміщуючи на європейських фондових біржах (у першу чергу, Лондонській та Варшавській фондових біржах) ті чи інші фінансові інструменти з неукраїнською юрисдикцією. Обіг цих інструментів на українських біржах надасть ринку додаткові більш інвестиційне привабливі і головне більш транспарентні фінансові інструменти.

Концепція охоплювала питання, пов'язані із доступом на український фондовий ринок фінансових інструментів таких іноземних емітентів, переважаюча питома частка активів яких знаходиться в Україні, причому наша держава є основною країною, де такі компанії ведуть свій бізнес.

Так, 22.11.2012 року, НКЦПФР затвердило Положення «Про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України» від 22.11.2012 № 1692, яким 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 [117].

Третій етап розвитку ринку цінних паперів, який започаткував процеси консолідації існуючої системи організованого ринку цінних паперів, на нашу думку, почався 18.06.2015 і буде тривати до кінця 2020 року, з прийняттям

Національним банком України комплексної «Програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року» від 18.06.2015 № 391 [66].

Ми пропонуємо назвати третій етап – етап «Консолідації системи організованого ринку цінних паперів в Україні».

Реалізація комплексної програми передбачає створення та вдосконалення моделі фінансової системи, що здатна забезпечувати сталий економічний розвиток за рахунок ефективного перерозподілу фінансових ресурсів в економіці на основі розбудови повноцінного ринкового конкурентоспроможного середовища згідно стандартів ЄС.

Щодо розвитку ринку цінних паперів, то заходи НКЦПФР повинні бути спрямовані на консолідацію біржової системи, зниження системних ризиків її діяльності, підвищення рівня прозорості діяльності учасників ринку цінних паперів.

Так 06.08.2015 року НКЦПФР своїм рішенням №1217 затвердила «Зміни до Положення про функціонування фондових бірж», якими посилила вимоги до емітентів акцій, які входять у 1 та 2 рівень лістингу біржового реєстру фондової біржі. Ці зміни будуть сприяти очищенню біржових реєстрів фондових бірж від емітентів акцій з низькою інвестиційної привабливістю [118].

01.10.2015 року НКЦПФР прийняло Рішення № 1597 «Про затвердження Положення щодо пруденційних нормативів професійної діяльності на фондовому ринку та вимог до системи управління ризиками». Цим Рішенням, окрім встановлення переліку, порядку розрахунку були значно підвищені мінімальні значення пруденційних нормативних показників, що буде сприяти консолідації професійних учасників ринку [119].

Таким чином, основні етапи становлення організованого ринку цінних паперів в Україні, зокрема і біржового ринку акцій, разом із концептуальними документами, які приймалися протягом цих етапів та їх вплив на розвиток ринку представлені у зведеній таблиці у додатку Г.

2.2. Аналіз індексів фондових бірж

Будь-яке складне соціально-економічне явище, а саме такою є глобальна фінансова криза, прояви якої Україна відчула у 2008 році, потребує своєї періодизації. Прояви цієї кризи, яку нерідко порівнюють за масштабами з «Великою депресією», в кожній країні були різними як часом появи, так і за своєю черговістю.

Український фондовий ринок і його біржовий сегмент реагував на кризу теж по-своєму. На фондовому ринку і насамперед, його біржового сегменту, інших комплексних індикаторів стану ніж біржові індекси поки не існує. В Україні сьогодні розраховуються два основних міжнародно-визнаних біржових індекси:

- індекс українських акцій Української біржі (індексна корзина – 5 емітентів акцій, розраховується з 26 березня 2009 року, початкове значення – 500 пунктів) – «Ukrainian Equities Index UX:IND» в інформаційній системі Bloomberg [191, 198];

- індекс ПФТС фондової біржі ПФТС (індексна корзина – 20 емітентів, початкове значення – 100 пунктів) – «Ukraine PFTS Index PFTS:IND» в інформаційній системі Bloomberg [191, 192].

Хоча в історії фондового ринку України робились неодноразові спроби розпочати розрахунок власних фондових індексів торговцями цінних паперів, базою розрахунку все ж були біржові котировки. Інші українські фондові біржі поки що не змогли створити конкурентні індикатори. Чинників цьому дуже багато, але головна проблема – низька ліквідність цих ринків навіть у порівнянні з Українською біржею та біржею ПФТС. Намагання фондової біржі «Перспектива» створити біржовий ринок акцій заслуговує на повагу, але він поки ще не сприймається інвестиційною спільнотою як повноцінний ринок акцій з реальними ринковим умовами ціноутворення та ліквідністю.

На наш погляд, для об'єктивного аналізу українського біржового ринку акцій, слід сконцентрувати свою увагу на найбільш розвинутому та ліквідному біржовому ринку акцій. До появи в Україні регулярних торгів на Українській біржі, безумовним лідером та індикатором українського біржового ринку акцій

була «Перша фондова торгівельна система», що функціонувала до 2006 року в статусі торгівельно-інформаційної системи «ТІС», а потім отримала статус фондової біржі. Питома вага ПФТС на регульованому ринку багато років перевищувала 80–90 % регульованого обігу акцій. Починаючи з 2009 року фондова біржа ПФТС починає втрачати свою монополію бути головним біржовим ринком акцій в Україні. За 2009 рік на лідируючі позиції у біржовій торгівлі акціями стрімко вийшла Українська біржа, яка за останні роки перетворилась на центр ліквідності вітчизняного біржового ринку акцій. Таким чином у своєму аналізі якісних змін та кількісних показників, ми будемо використовувати біржову статистику Фондової біржі ПФТС до 2009 року, а починаючи з 2009 року будемо додавати до аналізу і біржову статистику Української біржі.

Перед кризою 2008 року, за оцінками вітчизняних експертів питома вага нерезидентів у обсязі угод з акціями нерідко складала до 80 %. Український біржовий ринок розглядався міжнародною інвестиційною спільнотою як перспективний і заслуговує відповідної уваги. Велика приватизація, увага до проблем корпоративного управління та розкриття інформації емітентами, створення основних інфраструктурних інститутів, сприяли створенню позитивного інвестиційного іміджу українського фондового ринку. На початку 2000-х років за ініціативою НКЦПФР та за підтримки міжнародних спонсорських організацій багато уваги приділялось впровадженню в Україні найкращої практики корпоративного управління. В Україні пройшли ряд міжнародних заходів з питань належного корпоративного управління. Були зроблені перші кроки із створення публічної системи розкриття інформації українськими емітентами.

Хоча слід визнати, що на своїх ранніх етапах український ринок не могли не нести потужну спекулятивну складову. Є своя закономірність у становленні нових ринків – першими приходять, як правило, фінансові спекулянти. Можливо саме за рахунок цього український ринок мав такі стрімкі темпи зростання у 2004–2007 рр. (рис. 2.1).

Після кризи 1998 року ринок відновлювався понад 6 років. Так Індекс ПФТС знов досяг відмітки у 100 пунктів лише у лютому 2004 року. Але наприкінці 2007 року індекс ПФТС вже знаходився на рівні 1174 пунктів, а 15 січня 2008 року був зафіксований максимум у 1208,61 пунктів. Таким чином зростання за 4 роки склало понад 1200 %.

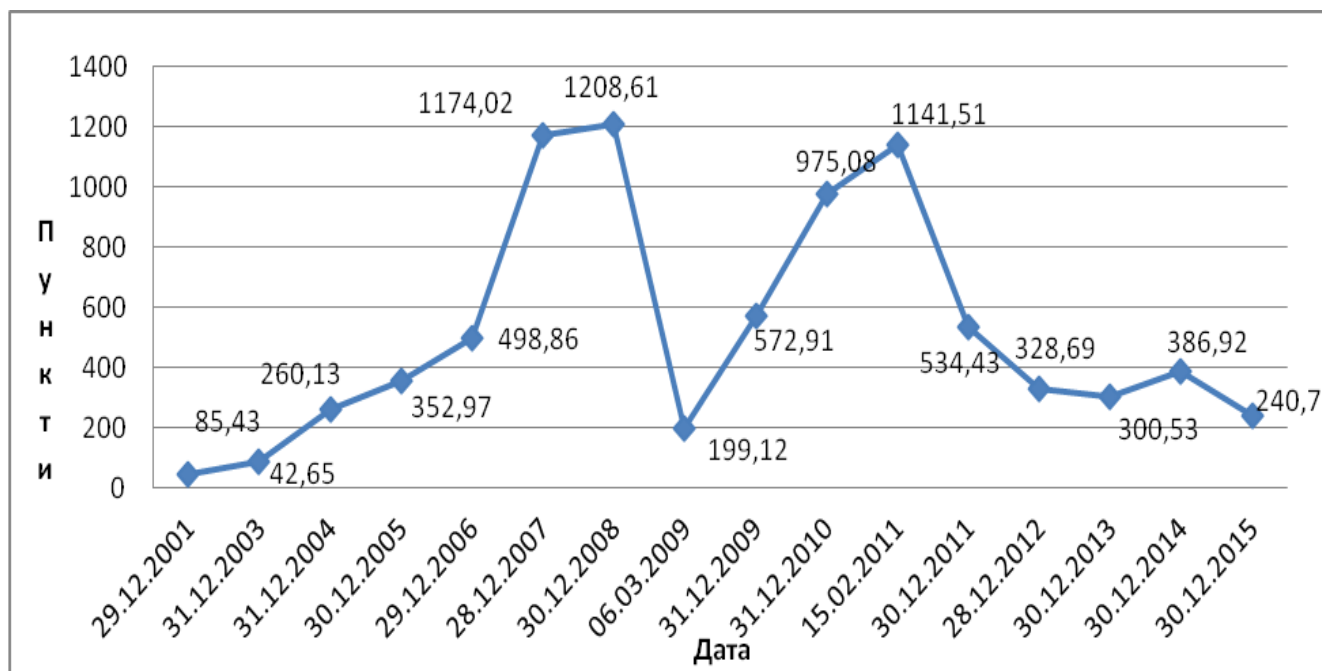


Рис. 2.1. Динаміка індексу ПФТС у 2001-2015 рр., пункти

Джерело: побудовано автором на основі статистичних даних [192]

2007 рік став для українського фондового ринку знаковим. Високі темпи зростання звернули на нього увагу міжнародної фінансової та інвестиційної спільноти. Індекс ПФТС за даними Bloomberg став другим у світі за темпами зростання (рис. 2.2).

Індекс ПФТС за 2007 рік виріс на 135,41 %. Попереду України – лише Китай з індексом Шанхайської біржі (CSI-300) – 179,75 %. Поруч з українським індексом ПФТС біржові індекси Словенії, Нігерії, Бангладеш. З результатом зростання на 65–70 % закінчили 2007 рік біржові індекси Бразилії та Індії. В той же час у 2007 році російські індекси продемонстрували менше зростання – індекс RTS +19,18 %, індекс MICEX + 11,54 %.

Таким чином українська фондова біржа ПФТС у 2007 році знаходилась в групі лідерів зростання серед міжнародних ринків, що розвиваються.

Таке стрімке і в цілому спекулятивне зростання ринку акцій ПФТС з початком глобальної фінансової кризи 2008 року обернулось таким же стрімким падінням.

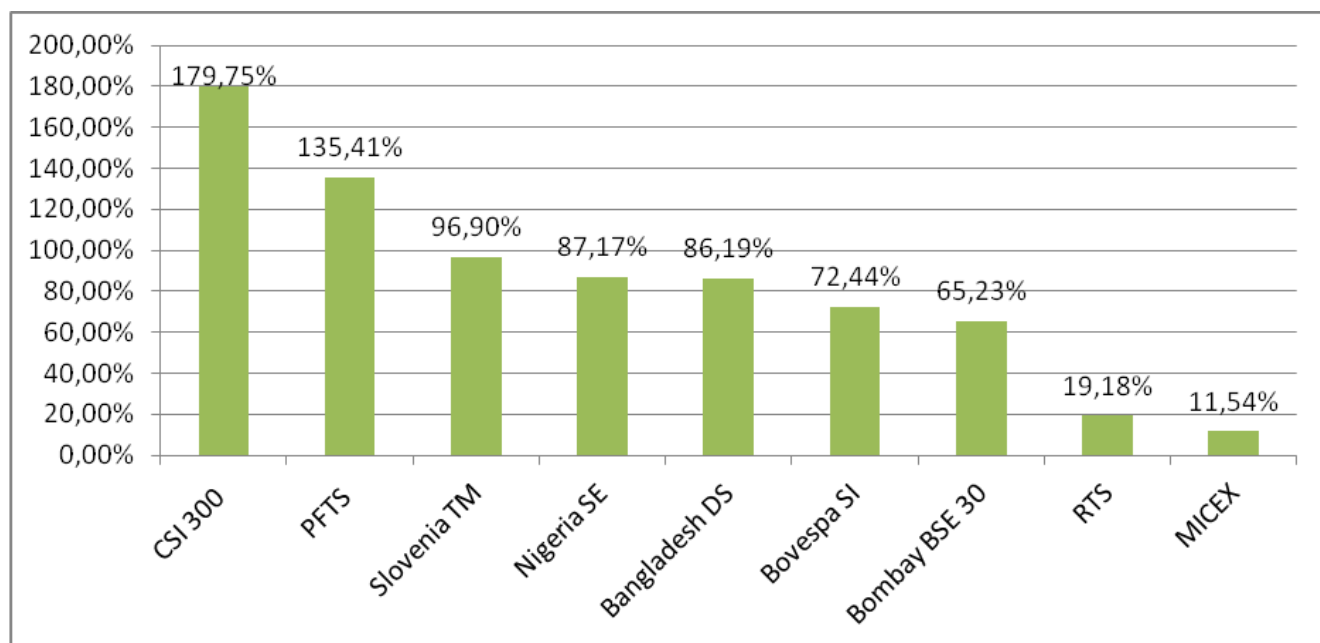


Рис. 2.2. Динаміка індексу ПФТС та індексів провідних фондових бірж міжнародних ринків, що розвиваються у 2007 році, %

Джерело: побудовано автором на основі статистичних даних [191, 192]

Український індекс ПФТС у 2008 році за даними Bloomberg знову другий але вже за темпами падіння (рис. 2.3). Падіння індексу ПФТС у 2008 році склало 74,28 % (грудень 2007 рік – 1174,02 п., грудень 2008 року – 301,91 п.). Якщо ж взяти до уваги докризовий максимум (січень 2008 р. – 1208,61 б. п.) та кризовий мінімум (березень 2009 року – 199,12 б. п.), то падіння було більшим – 83,52 %.

Ринки Росії, Китаю та Індії теж зазнали значних темпів падіння в межах 55 – 70 %. Але значне падінні біржових індексів було характерним не тільки для ринків, що розвиваються. Значне падіння біржових індексів у 2008 році було характерним і для розвинутих біржових ринків. Так, індекс DAX–30 показав падіння на 41,7 %, а найбільш визнані американські індекси S&P–500 та DJ–30 – на 39,8 та 35,1 % відповідно.

Враховуючи суттєві зміни на біржовому ринку акцій України навесні 2009 року, ми вважаємо за потрібне, розширити наш індексний аналіз за рахунок включення до нього динаміку індексу українських акцій за період 2008–2015 рр.,

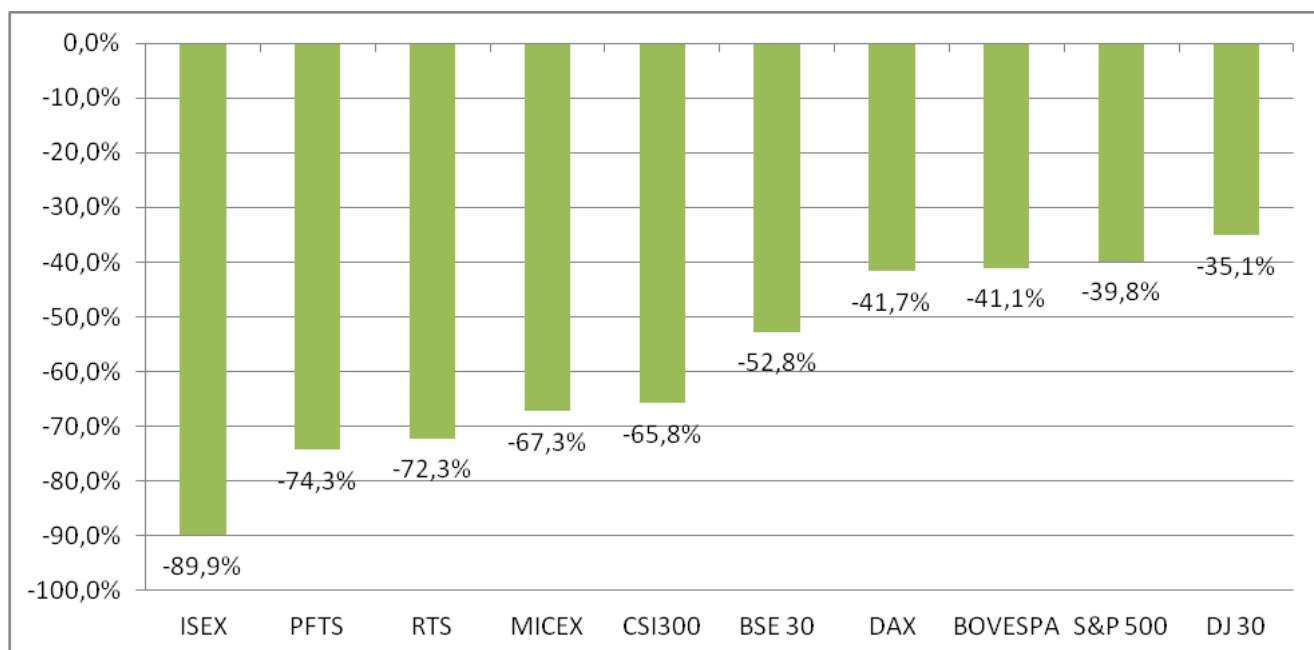


Рис. 2.3. Динаміка індексу ПФТС та індексів провідних фондових бірж світу у 2008 році, %

Джерело: побудовано автором на основі статистичних даних [191, 192]

який з березня 2009 року (до 26 березня 2009 року – розрахунково) почала розраховувати ПАТ «Українська біржа» (рис. 2.4).

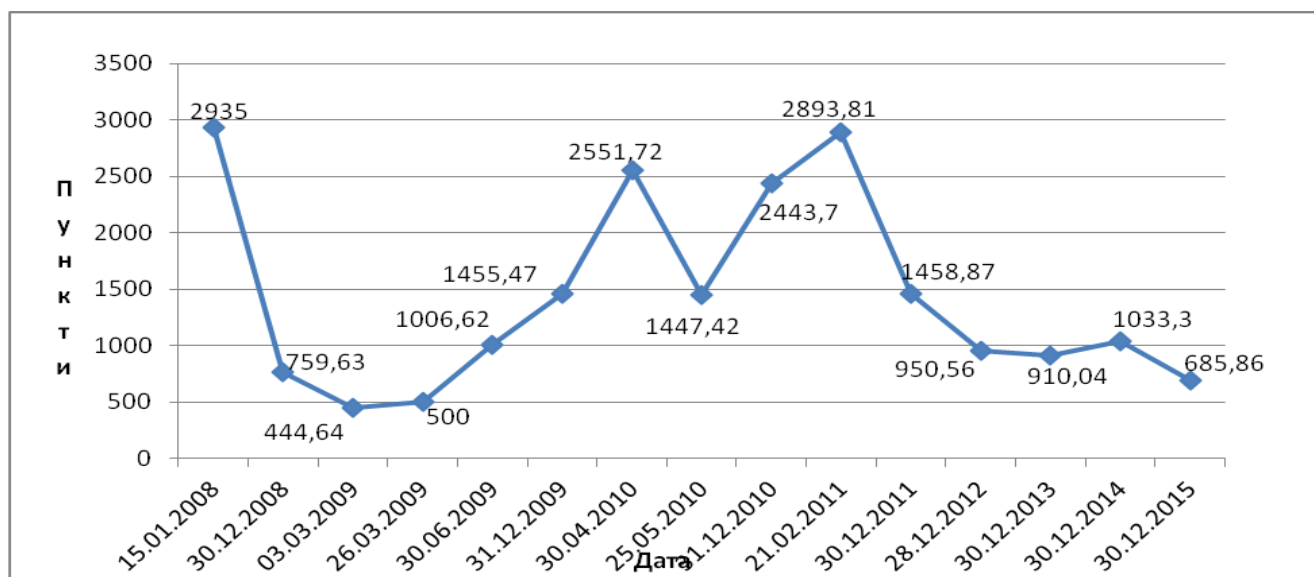


Рис. 2.4. Динаміка індексу Української біржі у 2008-2015 рр. (до 26.03.2009 – розрахунково), пункти

Джерело: побудовано автором на основі статистичних даних [198]

У 2009 році динаміка індексу акцій Української біржі ілюструє відновлення біржового ринку. В 2010 році, незважаючи на загальні позитивні річні результати (зростання за рік – на 67,9 % з відмітки 1455,47 б. п. до 2443,47 б. п.), індекс

показав великі коливання від локальних максимумів до локальних мінімумів. У 2011 році індекс Української біржі 21.02.2011 досягнув величини 2893,81 б. п. Це, практично, рівень січня 2008 року коли ринок був на до кризовому максимумі (Українська біржа надає розрахункову величину на той період).

Тільки за перший тиждень травня 2010 року індекс втрачає понад 17 %, досягнувши 07.05.2010 відмітки у 2109,74 б. п., а 25.05.2010 індекс УБ вже знаходився на рівні у 1447,42 б. п. Тобто навіть у досить успішному для ринку 2010 році на ринку була значна волатильність, коли ринок за декілька тижнів втратив понад 43 % (індекс УБ на 30.04.2010 – 2551 б. п., а на 25.05.2010 – 1447,42 б. п.). Чинники такої стрімкої корекції, безумовно, є зовнішні та внутрішні. На наш погляд, у значній мірі, таке стрімке падіння індексу УБ було пов'язане як із виходом з біржового ринку «залишків» західних інвесторів», які чекали відновлення ринку після мінімумів 2009 року, так і появою перших вітчизняних приватних інвесторів, які зайшли на ринок за допомогою інтернет трейдингу і не завжди адекватно могли сприймати окремі маніпуляційні технології більш досвідчених великих операторів ринку.

При збереженні загальної негативної динаміки індексу українських акцій Української біржі (падіння за 2012 рік – майже 35 %), знову спостерігалась досить висока волатильність індексу протягом року. Індекс коливався в межах від максимальних значень року у 1563,26 пунктів до мінімальних – 781,79 пунктів. У 2013 році спостерігався такий же негативний тренд, як і у 2012 році, однак вже у 2014 році відбулась стабілізація ринку та спостерігалось деяке відновлення після довготривалого падіння. Індекс українських акцій Української біржі на кінець 2014 року досяг відмітки у 1033,3 пунктів, зростання по відношенню до 2013 року становило 13,5 %, однак таке незначне зростання в першу чергу стало наслідком значної девальвації національної валюти протягом 2014 року. Однак, з погіршенням політико – економічного становища в Україні з 2015 року ринок відновив своє падіння. Так, станом на кінець 2015 року індекс Української біржі по відношенню до 2014 року знизився на 33,6 % до 685,86 пунктів.

У 2011 році біржовий ринок України практично досягнув до кризових рівнів. Так, індекс Української біржі 21.02.2011 досягнув величини 2893,81 б. п. Це, практично, рівень січня 2008 року, коли ринок був на до кризовому максимумі (Українська біржа надає розрахункову величину на той період). Але рік закінчився суттєвим падінням українських біржових індексів (рис. 2.5).

Так, індекс Української біржі впав на 39,4 %, а індекс ПФТС – на 41,5 %. Більше за вітчизняні індекси впали індекси Греції та Кіпру. Падіння ринків Франції, Португалії, Польщі, Росії та Німеччини не перевищило 18–23 %, а індекс Доу–Джонса навіть закрився з позитивним результатом.

У 2011 році українські індекси досягали і своїх локальних мінімумів (18.10.2011 – 1275,39 б. п.), що відповідають рівням вересня 2009 року.

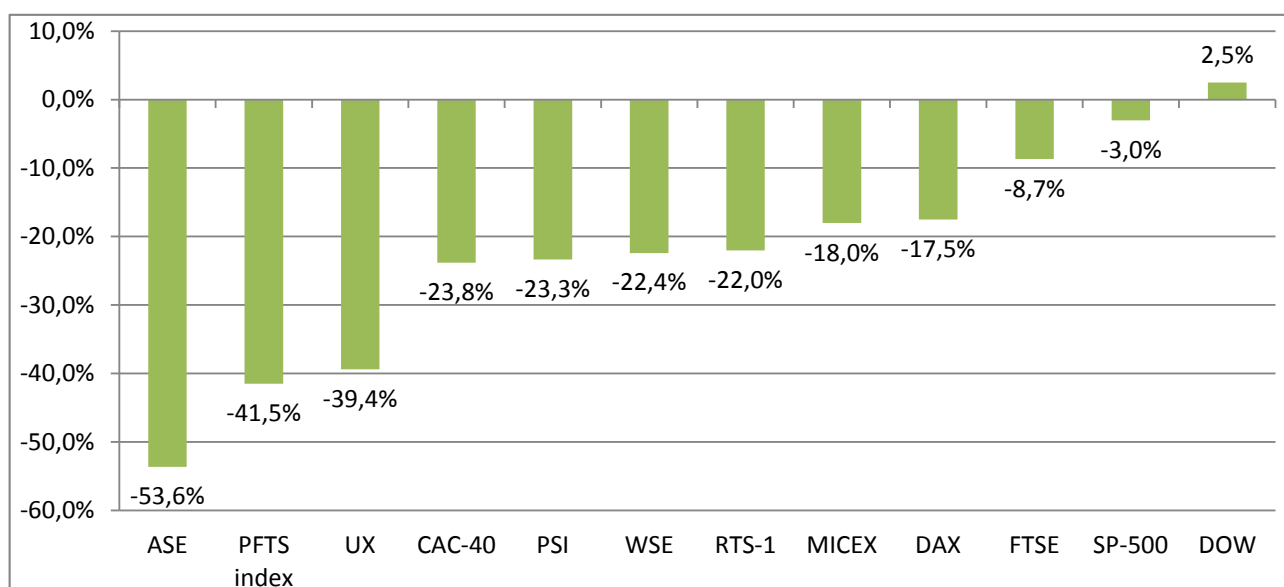


Рис. 2.5. Динаміка індексу Української біржі, ПФТС та індексів провідних фондових бірж світу у 2011 році, %

Джерело: побудовано автором на основі статистичних [191, 192, 198]

У 2012 році українські біржові індекси як і в 2008 та 2011 рр. – другі за глибиною падіння (індекс українських акцій УБ – -34,8 %, індекс ПФТС – -38,5 %). У 2012 році в Європі найбільше падіння було зафіксовано по біржового індексу Кіпрської фондової біржі (-60,8 %). В той же час, за даними агентства Bloomberg, найбільше виріс індекс Стамбульської фондової біржі (+58,4 %). Не очікувано високим був у 2012 році і результат індексу Афінської фондової біржі

(+33,4 %). Також зростання продемонстрував у 2012 році індекс Варшавської фондової біржі (+20,4 %) (рис. 2.6).

У 2012–2014 рр. можна було констатувати втрату кореляції динаміки українських біржових ринків з поведінкою традиційних для них індикаторів. Якщо ще у 2009–2011 рр. можна було вести мову про значущу кореляцію наших індексів до російських, європейських і навіть американських, то у 2012 році цей зв'язок почав стрімко слабнути. Динаміка вітчизняних індексів мало реагувала на зовнішні ринки. Можна висунути припущення, що вперше за багато років внутрішні чинники переважали над зовнішніми у формуванні стійких трендів наших біржових індексів.

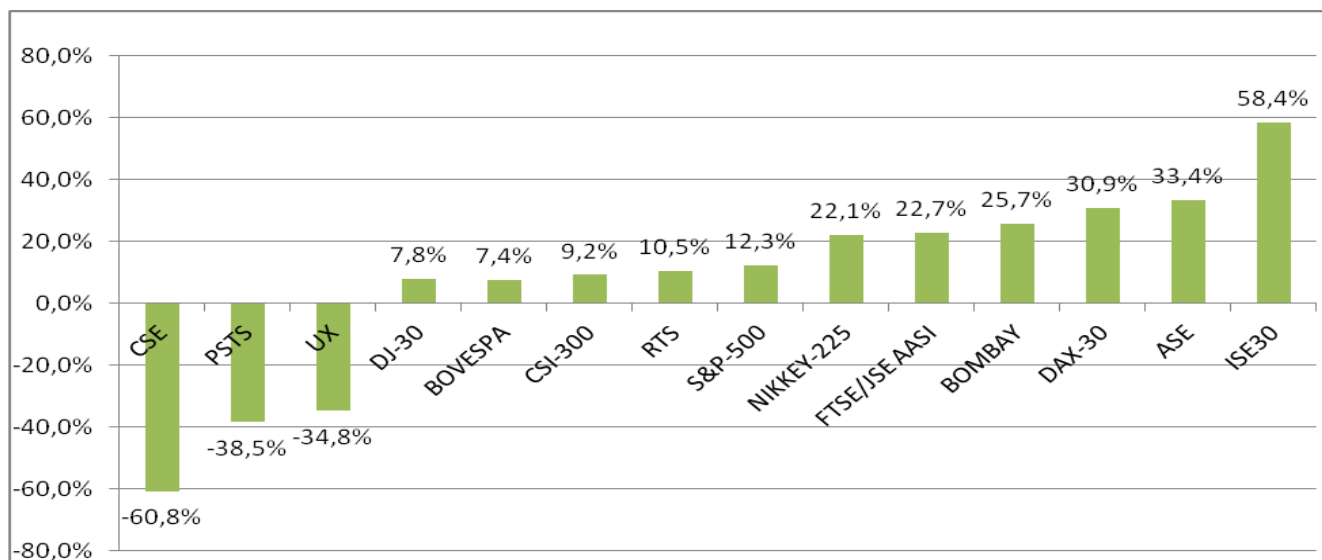


Рис. 2.6. Динаміка індексу Української біржі, ПФТС та індексів провідних фондових бірж світу у 2012 році, %

Джерело: побудовано автором на основі статистичних даних [191, 192, 198]

Як видно з рис. 2.6 та рис. 2.7 українські фондові індекси були серед лідерів падіння, не зважаючи на те, що майже всі світові фондові майданчики зростали протягом 2012–2014 рр. Так у 2012 році падіння українських фондових індексів становило 34,8 % (індекс Української біржі), та 38,5 % (індекс ПФТС).

У 2013 році падіння індексу УБ становило 4,3 %, індексу PFTS 8,6 % відповідно. Такі падіння індексів вкотре стало одними з лідерів серед індексів аутсайдерів 2013 року.

У 2014 році, після революції «Гідності» та початку переходу до курсу економічних реформ разом із підписанням угоди «Про асоціацію України з ЄС», Українські біржові індекси почали своє відновлення, зростання індексу УБ становило +13,5 % , а індексу ПФТС +28,7 % (рис. 2.8).

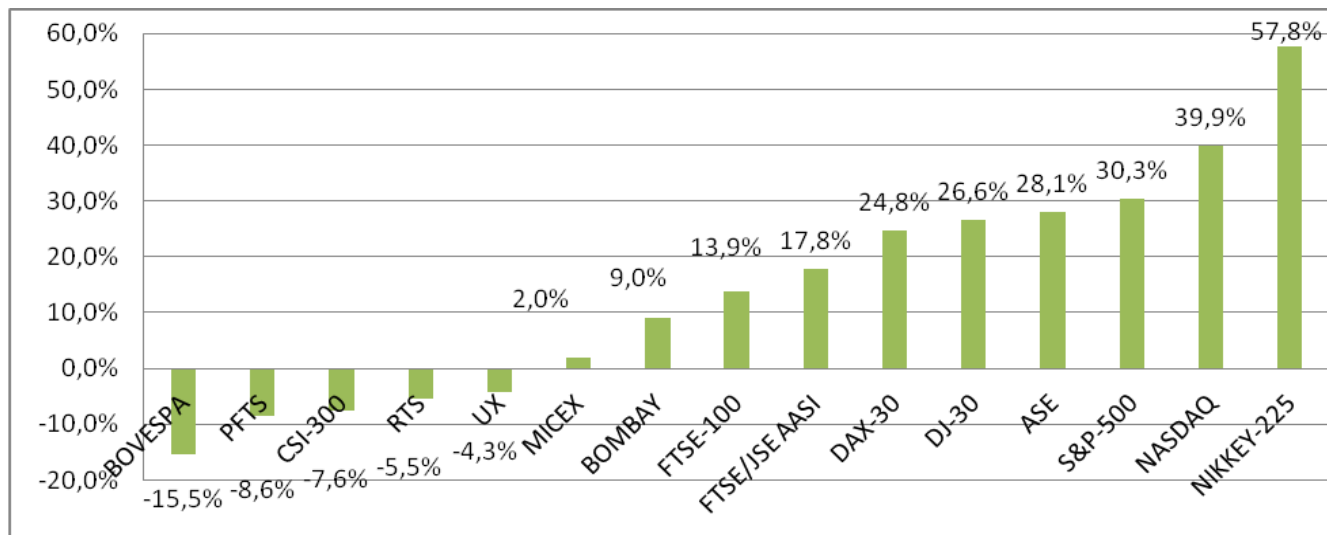


Рис. 2.7. Динаміка індексу Української біржі, ПФТС та індексів провідних фондових бірж світу у 2013 році, %

Джерело: побудовано автором на основі статистичних даних [191, 192, 199]

Однак варто зазначити, що дане зростання індексів відбувалось на фоні значної девальвації національної валюти у 2014 році.

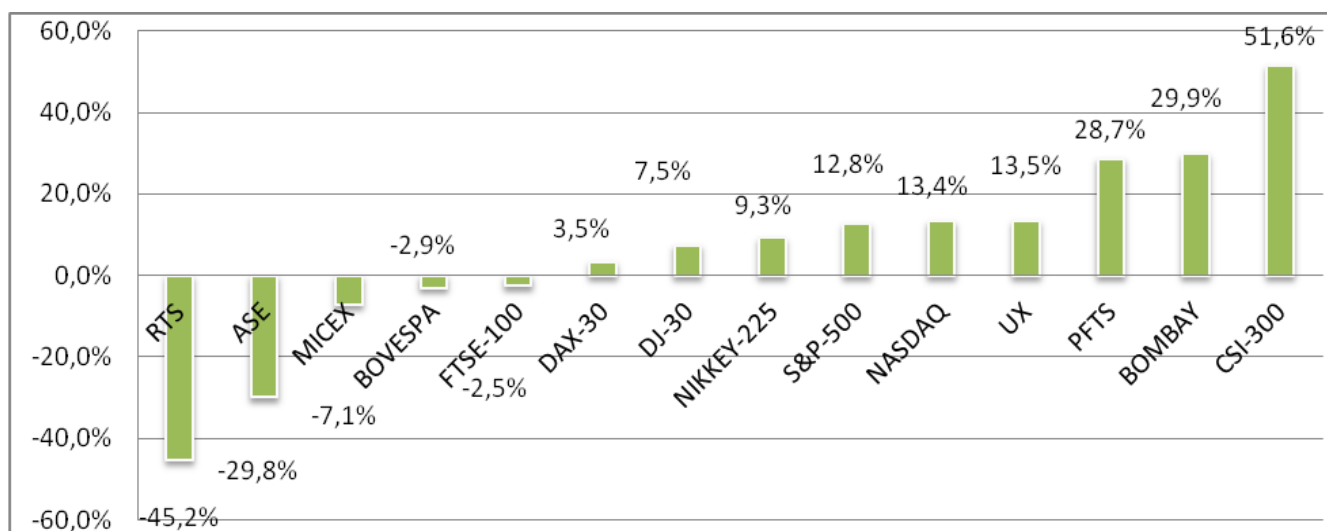


Рис. 2.8. Динаміка індексу Української біржі, ПФТС та індексів провідних фондових бірж світу у 2014 році, %

Джерело: побудовано автором на основі статистичних даних [191, 192, 198]

Попри стрімке відновлення українських біржових індексів акцій у 2014 році,

через загострення політико-економічної ситуації в Україні у 2015 році вітчизняні біржові індекси відновили тенденцію 2012–2013 рр. та стали знову одними з лідерів падіння серед біржових індексів провідних фондових бірж світу. Так, станом на кінець 2015 року індекс Української біржі знизився по відношенню до показника 2014 року на 33,6 %, а індекс ПФТС показав падіння у розмірі 37,8 % відповідно (рис. 2.9).

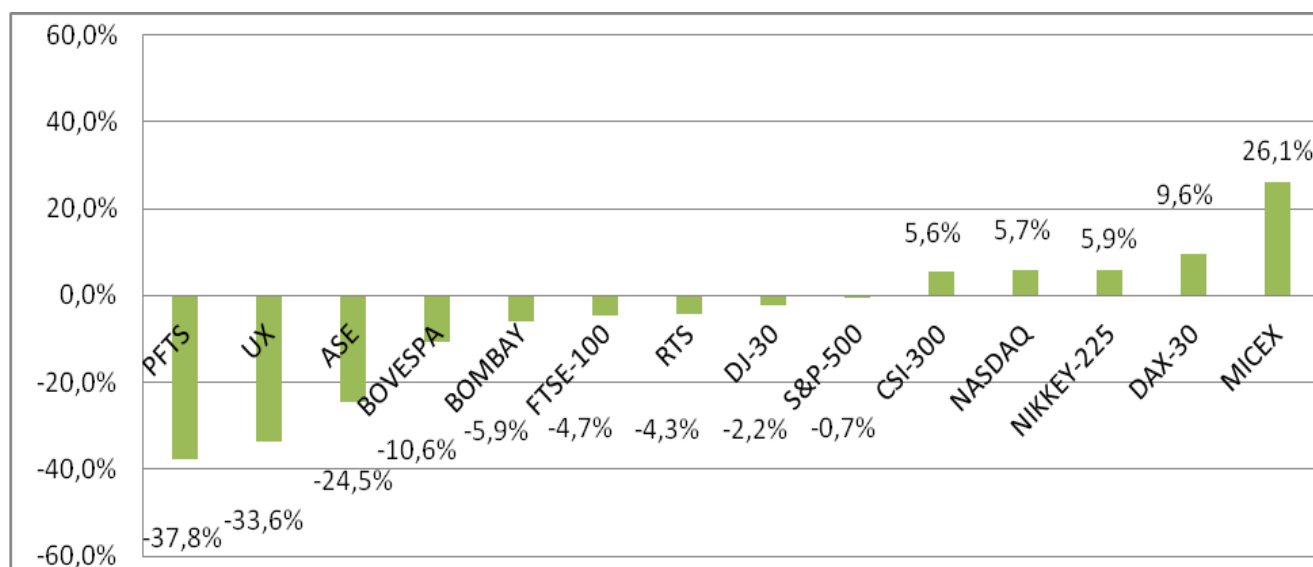


Рис. 2.9. Динаміка індексу Української біржі, ПФТС та індексів провідних фондових бірж світу у 2015 році, %

Джерело: побудовано автором на основі статистичних даних [191, 192, 198]

На українському біржовому ринку історично склалась традиція постійного моніторингу ряду міжнародних біржових індексів. На думку основних біржових гравців саме поведінка цих біржових індикаторів впливає на прийняття поточних інвестиційних та торгових рішень вітчизняними гравцями біржового ринку. На цих ролях впевнено закріпились наступні біржові індикатори: індекс РТС, індекс S&P–500 та DAX–30.

Проведемо, для повноти індексного аналізу біржового ринку акцій України, аналіз коефіцієнтів кореляції, які відображають тісноту взаємозв'язку між змінами індексів провідних біржових майданчиків світу та індексу українських акцій Української біржі. Значення біржових індексів УБ, RTS, S&P–500, DAX–30 у 2009–2015 рр. показані у додатку Г. Розраховані коефіцієнти кореляції

динаміки індексу Української біржі із динаміками індексів RTS, S&P-500, DAX-30 у 2009–2015 рр. показані в табл. 2.1.

Найтісніший кореляційний взаємозв'язок протягом 2009–2015 рр., до початку політико-економічної кризи 2011–2015 рр., прослідковувався з індексом РТС – коефіцієнт кореляції становив понад 0,97 у 2009 та 2011–2012 рр. 0,93 та 0,75 відповідно.

Таблиця 2.1

Коефіцієнти кореляції динаміки індексу Української біржі із динаміками індексів RTS, S&P-500, DAX-30 у 2009–2015 рр.

Роки	Індекс Української біржі						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Індекс RTS	0,97	0,68	0,93	0,75	0,68	-0,02	0,56
Індекс S&P-500	0,97	0,69	0,79	-0,32	-0,35	0,86	0,12
Індекс DAX-30	0,96	0,45	0,91	-0,41	-0,19	0,41	0,31

Джерело: розраховано автором на основі статистичної інформації [191, 198]

Також у 2009 року спостерігалась висока кореляція з індексами S&P-500 та DAX-30 на рівні 0,97 та 0,96 пунктів відповідно. Починаючи з початку української кризи, можна спостерігати у 2011 році початок чіткої тенденції по розкореляції українського біржового ринку акцій з основними світовими ринками. З початку 2011 року можна бачити від'ємну кореляцію з основними індексами.

Значна від'ємна кореляція індексу Української біржі спостерігалась з індексами S&P-500 та DAX-30 у 2012–2013 рр. та становила (-0,32) та (-0,41) у 2012 році і (-0,35) та (-0,19) у 2013 році відповідно. Таку ситуацію можна пояснити по перше початком нового витку економічної та політичної кризи у 2011 році, іноземні та вітчизняні інвестори почали виходити та закривати позиції на Українському ринку цінних паперів загалом та біржовому ринку акцій перш за все, що значно вдарило по інвестиційній привабливості вітчизняного ринку, а також з іншої сторони агресивне продовження центробанками США та Євросоюзу політики кількісного пом'якшення, що додавало інвестиційної привабливості розвинутих ринкам, які продовжили своє значне зростання.

Варто зазначити, що після революції «Гідності» в Україні, починаючи з 2014 року відбулось невелике відновлення кореляції індексу Української біржі з індексами провідних фондових ринків, однак відновлення кореляції не було довготривалим та значним, адже відновлення вітчизняного ринку було підкріплене не фундаментальними економічними чинниками, а лише спекулятивними очікуваннями вітчизняних інвесторів.

Виникає необхідність для більш детального вивчення кореляційних зв'язків індексу Української біржі з індексами провідних світових фондових бірж, розрахувати коефіцієнти кореляцій у 2009–2015 рр. за кожні 6 місяців року (табл. 2.2)

Таблиця 2.2

**Коефіцієнти кореляції динаміки індексу Української біржі із
динаміками індексів RTS, S&P–500, DAX–30 у 2009–2015 рр.**

	Індекс Української біржі													
Роки	2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015	
Півріччя	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2
Індекс RTS	0,91	0,98	0,77	0,75	0,65	0,92	0,90	-0,3	0,75	0,26	0,25	0,76	0,41	0,45
Індекс S&P–500	0,95	0,87	0,85	0,60	0,13	0,52	0,48	-0,3	-0,9	0,84	0,93	-0,6	0,56	-0,23
Індекс DAX–30	0,94	0,67	0,58	0,58	-0,1	0,88	0,68	-0,7	-0,6	0,73	0,97	-0,5	0,31	-0,26

Джерело: розраховано автором на основі статистичної інформації [191, 198]

З аналізу таблиці 2.2. можна побачити, що розрахунки піврічних коефіцієнтів кореляції індексу Української біржі з індексами провідних фондових бірж світу у 2009–2015 рр. підтвердили наш тезис, що починаючи з 2011 року відбулось зниження кореляції індексу Української біржі з індексами світових фондових бірж. Так, низькі і від'ємні значення кореляції спостерігались протягом 2011–2015 рр. включно.

Не зважаючи на тимчасове відновлення кореляції вітчизняного біржового ринку акцій у 2-му півріччі 2013 року та 1-му півріччі 2014 року, що було викликано короткостроковим спекулятивним зростанням ринку, через очікування інвесторів початку реформ і відновлення економіки України після революції

«Гідності» 2014 року, починаючи з 2-го півріччя 2014 року слабка та негативна кореляція вітчизняного біржового ринку акцій з провідними ринками акцій світу відновились та продовжилась до кінця 2015 року.

Отже, можна зробити висновок, що з 2011 року на динаміку біржового ринку акцій України, зокрема індексу Української біржі почали впливати не зовнішні фактори як динаміка індексів провідних фондових бірж світу, а вже внутрішні, економічні та ринкові фактори, що формують стан економіки України та біржового ринку акцій. Проте, для підтвердження даного тезису, ми маємо зробити додаткові дослідження.

Аналізуючи внутрішні економічні фактори впливу на динаміку біржового індексу S&P-500, Федеральний резервний банк Сент Луїс, США, рекомендує використовувати, як один з важливіших макроекономічних показників, обсяг монетарної бази США, її динаміку та порівняння з динамікою індексу [221].

На основі статистичних даних обсягу монетарної бази США та індексу S&P-500 у 2009–2015 рр. (додаток Д) побудуємо графічне зображення динаміки цих двох показників та розрахуємо коефіцієнти кореляції для перевірки зв'язку динаміки індексу S&P-500 та монетарної бази США (рис. 2.10).

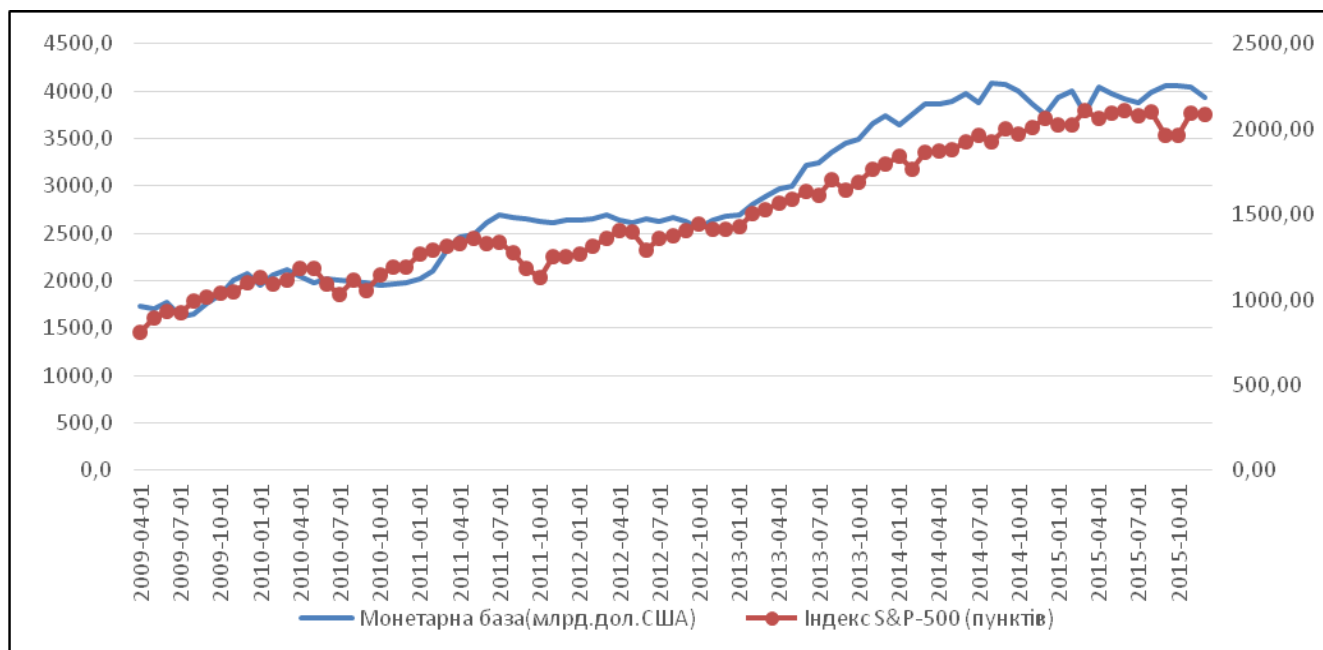


Рис. 2.10. Динаміка індексу S&P-500 (пунктів) та монетарної бази США у 2009–2015 рр., пунктів, млрд дол США

Джерело: побудовано автором на основі статистичних даних [191, 215]

З аналізу рис. 2.10 дійсно можна побачити чітку залежність динамік індексу S&P-500 та монетарної бази США протягом 2009–2015 рр. Однак, для більш точного аналізу залежності динаміка індексу S&P-500 від монетарної бази США, розрахуємо коефіцієнт кореляції у 2009–2015 рр. Розрахований коефіцієнт кореляції динаміки індексу S&P-500 та динаміки монетарної бази США, за статистичними даними додатку, становив $R^2 = 0,97$. Велике значення коефіцієнту кореляції доводить залежність динаміки індексу S&P-500 та обсягу монетарної бази США.

Проведемо аналогічне дослідження, аналізуючи внутрішні економічні фактори впливу на динаміку індексу Української біржі у 2009–2015 рр. на основі статистичних даних (додаток Д). Побудуємо графічне зображення динамік монетарної бази України та індексу Української біржі у 2009–2015 рр. (рис. 2.11) та розрахуємо коефіцієнти кореляції для аналізу кореляційних зв'язків та впливу монетарної бази України на динаміку індексу Української біржі.

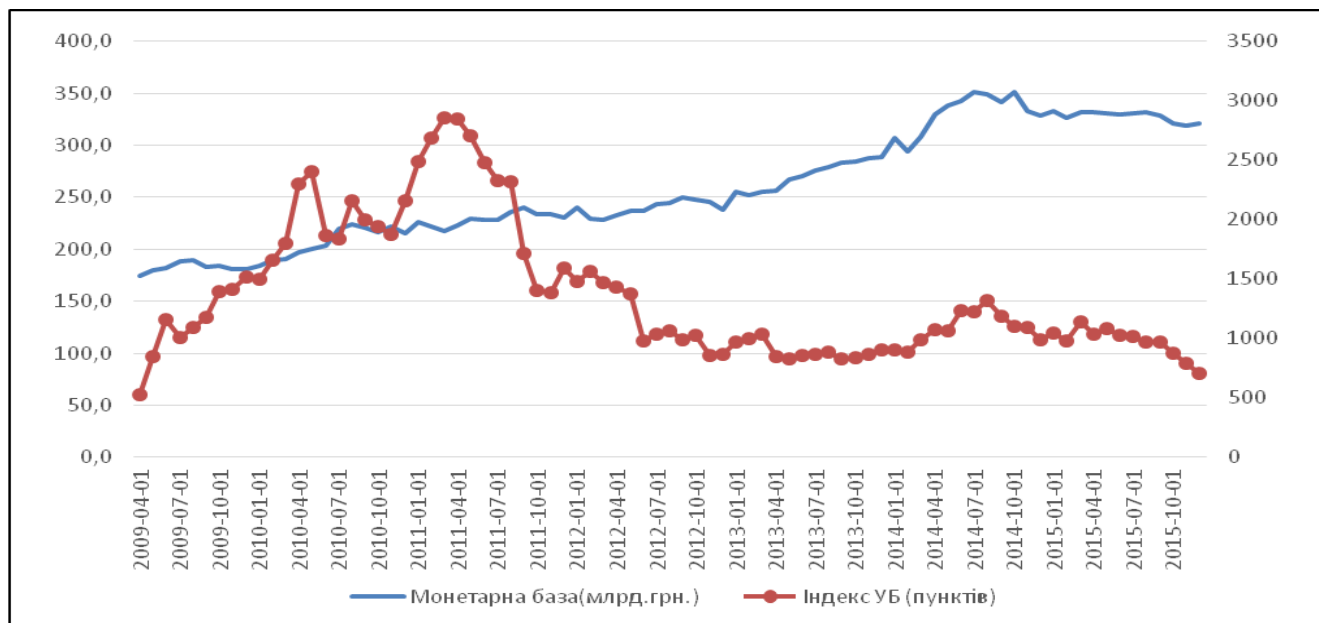


Рис. 2.11. Динаміка індексу Української біржі та монетарної бази України у 2009–2015 рр., пунктів, млрд грн

Джерело: побудовано автором на основі статистичних даних [186, 198, 202]

З рис. 2.11 можна побачити важливу тенденцію, а саме: з 2009 по 2011 рік спостерігалась позитивна залежність між індексом Української біржі та обсягом монетарної бази України, так зростання монетарної бази у 2009–2011 рр.

супроводжувалось і зростанням індексу Української біржі. Кореляція протягом даного періоду між цим показником та індексом Української біржі становила $R^2 = 0,77$. Однак починаючи з 2011 року відбулась розкореляція даних показників. Варто зазначити, що саме з 2011 року відбулась і розкореляція між індексом Української біржі та індексами провідних фондових бірж світу.

Коефіцієнт кореляції динамік індексу Української біржі та монетарної бази України з вересня 2011 року по 2015 рік становив $R^2 = -0,31$, що підтверджує дане твердження.

Загальний коефіцієнт кореляції між показником монетарної бази України та індексом Української біржі протягом 2009–2015 рр. був від’ємний і становив $R^2 = -0,46$.

Проаналізуємо також динаміку номінального ВВП України та динаміку індексу Української біржі у 2009–2015 рр. та розрахуємо коефіцієнт кореляції між ними для перевірки впливу ВВП України на динаміку індексу Української біржі (рис. 2.12).

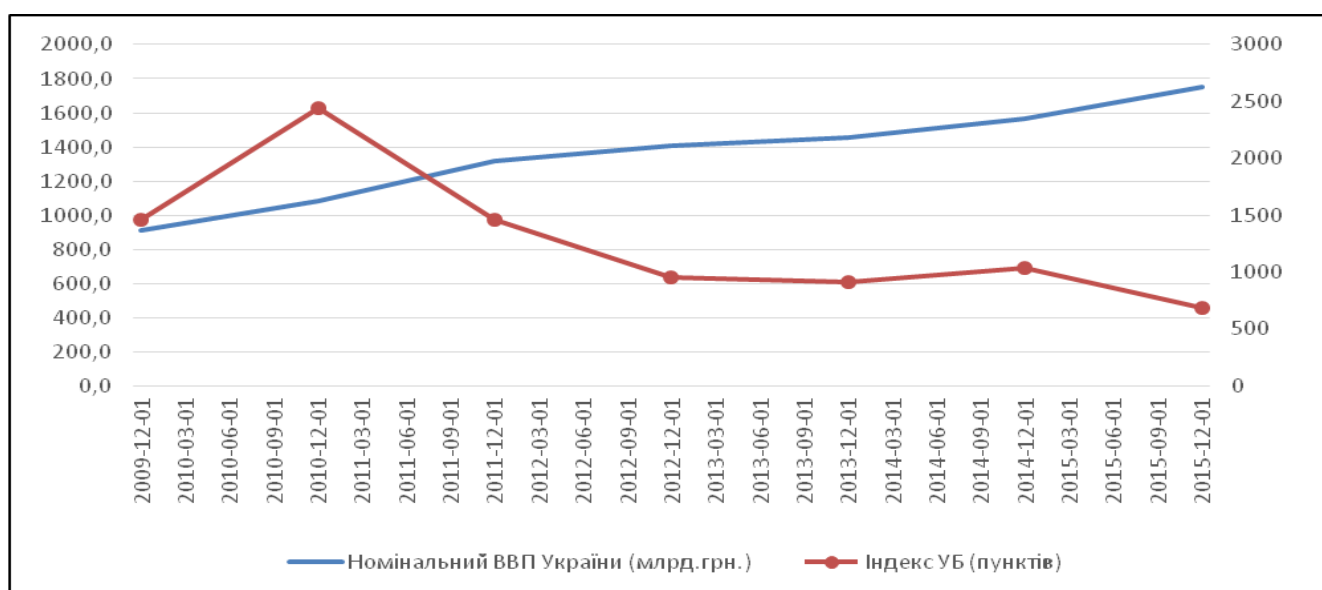


Рис. 2.12. Динаміка індексу Української біржі та номінального ВВП України у 2009–2015 рр., пунктів, млрд грн

Джерело: побудовано автором на основі статистичних даних [186, 198, 202]

З аналізу рис. 2.12 можна побачити схожу тенденцію із залежністю динаміки індексу Української біржі від монетарної бази України у 2009–2015 рр., а саме позитивну кореляційну залежність протягом 2009–середни 2011 рр., яка протягом

цього періоду становила $R^2 = 0,95$ і початок розкореляції із середини 2011 до 2015 року включно. Як можна побачити з рис. 2.12 номінальний ВВП України демонструє зростання з 2009 по 2015 рік включно, а індекс Української біржі почав стрімке падіння з 2011 по кінець 2015 року включно. Кореляція між динаміками ВВП України та індексом Української біржі з 2011 по 2015 рік становила $R^2 = -0,8$.

Коефіцієнт кореляції динамік індексу Української біржі та номінального ВВП України у 2009–2015 рр. становив $R^2 = -0,741$.

З проведеного аналізу можна зробити висновок, що з 2011 року вітчизняний біржовий ринок акцій, а саме динаміка індексу Української біржі, втратила кореляційний зв'язок як із зовнішніми факторами – динаміками індексів провідних фондових бірж, так і з внутрішніми макроекономічними факторами – динамікою номінального ВВП України та монетарної бази України.

Можемо також зробити припущення, що з 2011 року на стан та динаміку вітчизняного біржового ринку акцій, а саме індексу Української біржі почали впливати та привілеювати такі, на нашу думку, внутрішні ринкові фактори, як:

– показники стану ліквідності біржового ринку акцій: середньомісячні залишки коштів, попередньо зарезервованих в Розрахунковому центрі для забезпечення виконання договорів щодо цінних паперів, укладених на Українській біржі (далі – ГЗК), млн грн, місячний обсяг біржових торгів акціями індексного кошику Української біржі за безадресними заявками, млн грн;

– показник активності біржових торгів акціями: місячна кількість укладених біржових угод з акціями індексного кошику Української біржі за безадресними заявками, тис угод.

Статистичні дані цих показників представлені в додатку Е.

Здійснимо дослідження динаміки середньомісячних залишків коштів, попередньо зарезервованих в Розрахунковому центрі для забезпечення виконання договорів щодо цінних паперів, укладених на Українській біржі та індексу Української біржі у 2010–2015 рр. та розрахуємо кореляційний зв'язок між ними (рис. 2.13).

Графічний аналіз динамік індексу Української біржі та ГКЗ у 2010–2015 рр. підтвердив вплив залишків грошових коштів як показника ліквідності ринку на динаміку біржового індексу.

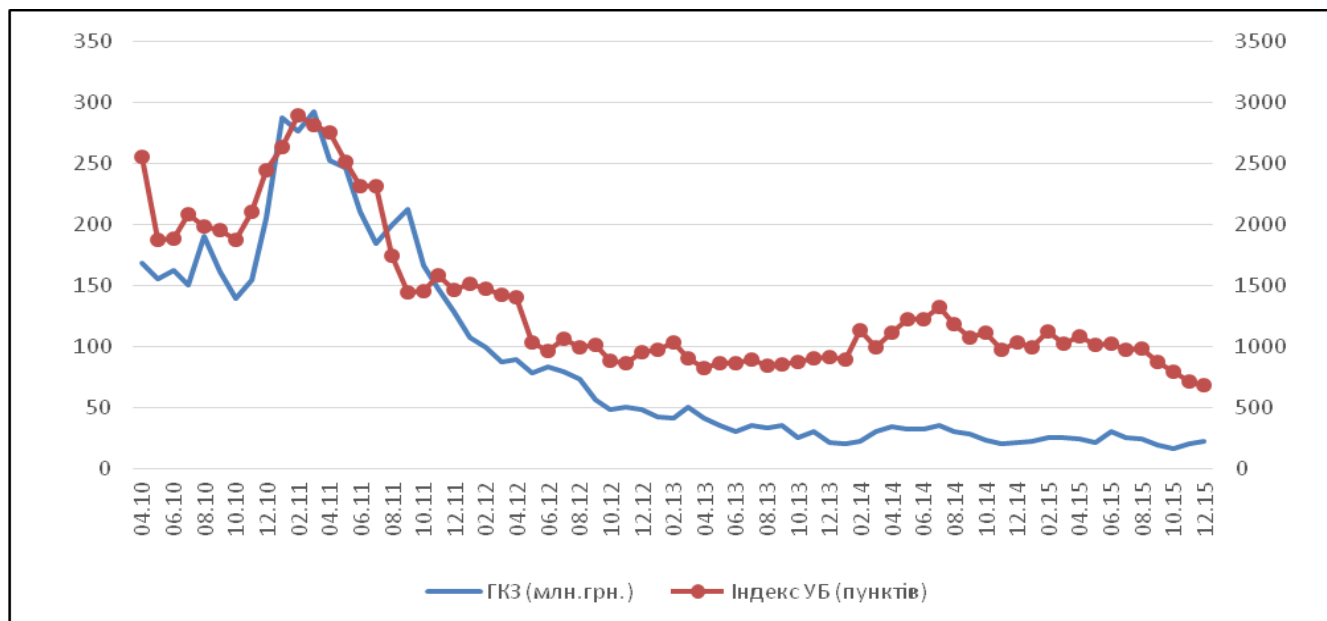


Рис. 2.13. Динаміка індексу Української біржі та середньомісячних залишків коштів, попередньо зарезервованих в Розрахунковому центрі для забезпечення виконання договорів щодо цінних паперів, укладених на Українській біржі у 2010–2015 рр., пунктів, млн грн

Джерело: побудовано автором на основі статистичних даних [189, 198]

Розрахований автором коефіцієнт кореляції між цими двома показниками на основі статистичної інформації (додаток Е) за 2010–2015 рр. становив $R^2 = 0,93$. Варто зазначити, що до 2011 року, коли розпочалась розкореляція динаміки індексу Української біржі з динаміками індексів провідних фондових бірж світу та макроекономічними показниками економіки України, коефіцієнт кореляції у 2010 році між індексом Української біржі та ГКЗ складав $R^2 = 0,52$, а вже з середини 2011 році по 2015 рік зріс до $R^2 = 0,92$.

Проведений автором розрахунок кореляційних зв'язків динаміки індексу Української біржі та динаміки місячного обсягу біржових торгів акціями індексного кошику Української біржі за безадресними заявками виявив кореляційний зв'язок між цими показниками у 2010–2015 рр. на рівні $R^2 = 0,9$. В той же час, при кореляційному аналізі було виявлено аналогічну тенденцію з

кореляційним зв'язком індексу УБ та ГКЗ. До 2011 року кореляційний зв'язок між індексом Української біржі та показником ліквідності – місячним обсягом біржових торгів акціями індексного кошику Української біржі був низький та становив в 2010 році $R^2 = 0,28$, однак вже з середини 2011 до 2015 року зріс до $R^2 = 0,91$.

Кореляційний зв'язок динаміки індексу Української біржі та показнику активності біржових торгів – місячної кількості укладених біржових угод з акціями індексного кошику Української біржі за безадресними заявками протягом 2010 – 2015 рр. становив $R^2 = 0,80$. До 2011 року кореляційний зв'язок становив $R^2 = 0,28$, з середини 2011 до 2015 року зріс до $R^2 = 0,82$.

Проведений аналіз кореляційних зв'язків динаміки внутрішній ринкових факторів як ГКЗ, місячний обсяг торгів акціями індексного кошику Української біржі та кількості біржових угод з акціями індексного кошику Української біржі у 2010 – 2015 рр. повністю підтвердили зроблений нами висновок, що до 2011 року домінуючими факторами впливу на динаміку індексу Української біржі були зовнішні фактори – динаміки індексів провідних фондових бірж світу та макроекономічних показників стану економіки України, однак з 2011 року домінуючими факторами впливу на динаміку індексу Української біржі стали внутрішні ринкові фактори як показники ліквідності ринку та активності біржових торгів.

На нашу думку зростання впливу внутрішніх факторів і зменшення впливу зовнішніх факторів на динаміку індексу Української біржі було зумовлене із загостренням системної кризи на біржовому ринку акцій України з 2011 року, систематичним падінням ліквідності ринку, ухід з ринку інвесторів нерезидентів, зменшення кількості вітчизняних інвесторів.

Проведений нами аналіз кореляційних зв'язків внутрішніх ринкових факторів, та доведення їх ролі як домінуючих факторів впливу на динаміку індексу Української біржі з 2010 по 2015 рік дозволяє нам побудувати економіко-математичну модель впливу внутрішніх ринкових факторів на динаміку індексу

Української біржі, провівши регресійний аналіз статистичних даних (додаток Е). Результати аналізу представлені у додатку Є.

Для дослідження у якості результуючого показника (Y) обрано показник індексу українських акцій Української місяця біржі станом на кінець відповідного місяця, а у якості факторних величин наступні показники:

– X1 – місячний обсяг біржових торгів акціями індексного кошику Української біржі за безадресними заявками, млн грн;

– X2 – кількість укладених біржових угод з акціями індексного кошику Української за безадресними заявками, тис угод;

– X3 – середньомісячні залишки коштів, попередньо зарезервовані в Розрахунковому центрі для забезпечення виконання договорів щодо цінних паперів, укладених на Українській біржі, млн грн.

За результатами аналізу побудуємо економіко-математичну модель залежності індексу Української біржі від обраних внутрішніх ринкових факторів ліквідності ринку та активності торгів (2.1).

$$Y=899,21+0,47X1-7,91X2+5,64X3 \quad (2.1)$$

Регресійний аналіз підтвердив, що протягом 2010–2015 рр. домінуючим фактором впливу на динаміку індексу Української біржі залишається кошти, попередньо зарезервованих в Розрахунковому центрі для забезпечення виконання договорів щодо цінних паперів, укладених на Українській біржі. Згідно розрахованої економіко – математичної моделі зміна обсягу ГЗК на 1 млн грн приводить до зміни індексу Української біржі на 5,64 пункти.

Для поглиблення індексного аналізу розрахуємо та проаналізуємо показник волатильності біржового індексу акцій Української біржі та його динаміку за 2009–2015 рр., за методикою наведеною у додатку Ж.

Результати дослідження розраховані та представлені у додатку З. Для графічного відображення та аналізу показників середньомісячної волатильності

індексу Української біржі побудуємо за отриманими даними графічне відображення (рис. 2.14).

Проаналізувавши графік середньомісячної волатильності індексу акцій Української біржі і співставивши його з динамікою самого індексу можна побачити наступні закономірності.

Так, різке зростання середньомісячної волатильності індексу до більше 10 % приводить до зміни довгострокового тренду. Наприклад, у квітня 2009 року ми можемо бачити зростання волатильності до 11,3%, після чого індекс Української біржі продовжив стрімке зростання протягом 12 місяців, яке становило 422,5 %.

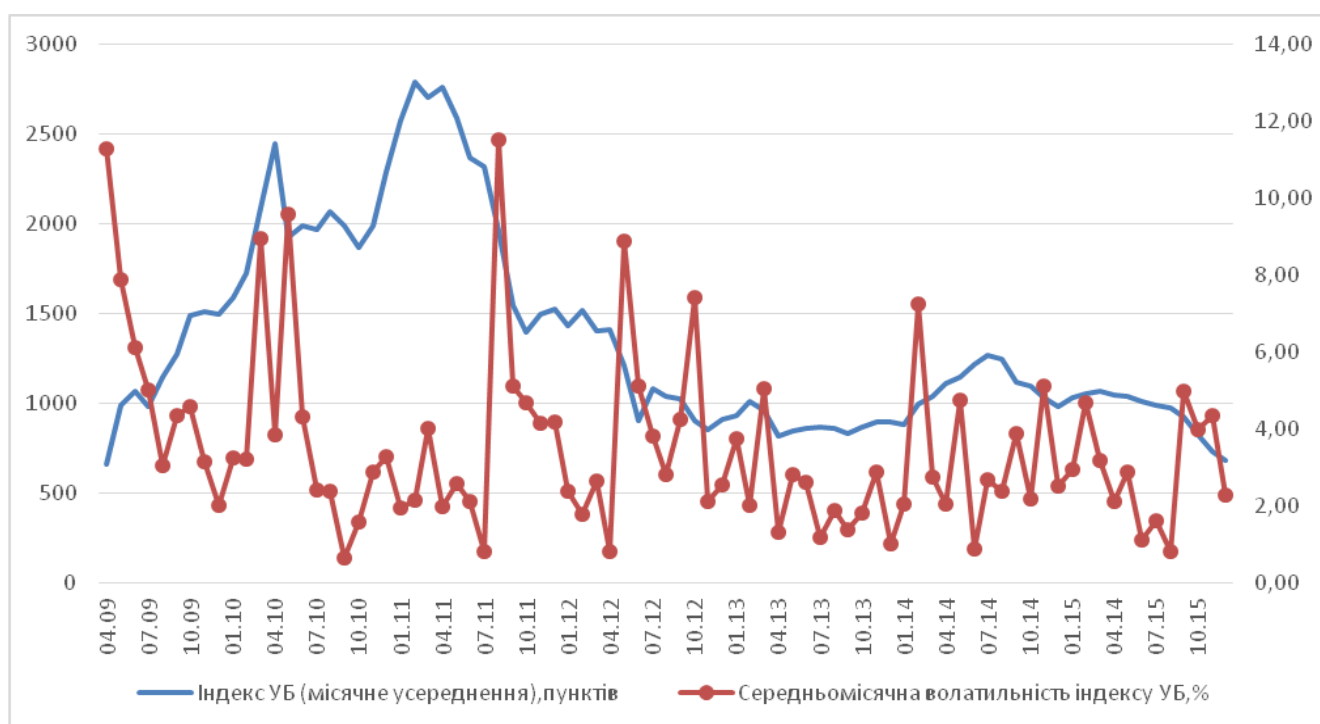


Рис. 2.14. Середньомісячна волатильність індексу акцій Української біржі у 2009–2015 рр., %

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі статистичної інформації [198]

У серпні 2011 року можна спостерігати аналогічне стрімке зростання волатильності, яке становило 11,5 % і ознаменувало завершення «бичачого» тренду на українському біржовому ринку акцій. До речі, саме серпень 2011 року вважається початком нової політико-економічної кризи в Україні. Після зростання волатильності у серпні 2011 року до 11,5 % ринок змінив довгостроковий зростаючий тренд на падаючий, який продовжувався 16 місяців, а падіння ринку становило 64 %.

Не менш цікаві закономірності можна побачити і при зростанні середньомісячної волатильності у межах 7–10 %. Як можна побачити з рис. 2.14, зростання волатильності призводять до різких змін індексу у середньостроковому періоді у рамках довгострокового тренду. Так, у березні 2010 волатильність індексу склала 8,95 %, а зростання індексу протягом наступного місяця склало 17 %. Схожу ситуацію можна спостерігати наприклад у лютому 2014 року, коли волатильність зросла до 7,26 %, а індекс почав зростання, яке продовжувалось 6 місяців і становило 24,66 %. Подібна властивість волатильності спостерігалась і під час довгострокового падаючого тренду. Наприклад різке зростання волатильності індексу у травні 2012 року до 8,88 % привело до падіння індексу протягом 5 місяців і становило 25,5 %. Якщо показник волатильності індексу знаходиться у межах 0,5–3 % – ринок знаходить у боковому тренді.

Для узагальнення висновків консолідуємо отримані закономірності у таблицю аналізу середньомісячної волатильності динаміки індексу Української біржі у 2009–2015 рр. (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

Залежність індексу Української біржі від зміни його середньомісячної волатильності у 2009–2015 рр., %

Середньомісячний показник волатильності індексу, %	Вплив на динаміку індексу	Очікувана зміна індексу, %
>10	Зміна довгострокового тренду, тривалість нового тренду більше 12 місяців	При зростаючому тренді – зростання >100 При падаючому тренді – падіння >50
7–10	Середньострокові зміни тренду індексу у межах довгострокового тренду. Тривалість від 1 до 6 місяців.	Очікувана зміна індексу – +(-)10–25.
0,5–3	Боковий тренд. Ринок знаходитиметься на досягнутих значеннях по індексу. Тривалість від 1 до декількох місяців, або до початку зростання показника волатильності більше 3 %.	Очікувана зміна індексу – +(-) 0–5.

Джерело: розраховано та складено автором на основі статистичної інформації [198]

Розрахувавши показник середньомісячної волатильності індексу Української біржі та проаналізувавши його динаміку впродовж 2009–2015 рр., а також узагальнивши отримані результати – саме сталі тенденції впливу волатильності на індексу Української біржі на його динаміку у майбутньому, ми змогли зробити висновки, які можуть стати додатковим інструментом аналізу та прогнозування динаміки індексу Української біржі для прийняття торгових рішень, або прогнозування дохідності інвестиційного портфелю при прийнятті рішень щодо його формування.

2.3. Оцінка стану біржового ринку акцій України за методикою Світової федерації бірж

Як справедливо зазначає В. Суторміна – основними показниками, що характеризують стан ринку акцій, є його капіталізація, тобто поточна вартість акцій на ринку капіталів та її відношення у процентах до ВВП, або коефіцієнт капіталізації, який визначається за показниками вторинного ринку; частка емісії акцій у фінансуванні капітальних вкладень [148, с. 453].

Ми повністю притримуємося цього твердження і продовжуючи аналіз біржової статистики та показників стану біржового ринку акцій в Україні пропонуємо здійснити аналіз показників ринкової капіталізації. Саме через систему цих показників складається уявлення про масштаби ринків та їх динаміку

Здійснюючи розрахунок ринкової капіталізації біржового ринку акцій України скористуємось методикою Світової федерації визначення показнику ринкової капіталізації українських фондових бірж, тобто взявши за основу методику підрахунки ринкової капіталізації лише за лістинговими емітентами акцій, не включаючи вартість цінних паперів інститутів спільного інвестування, опціонів, варантів, ф'ючерсних контрактів, акцій біржових фондів, фінансових інструментів, що можуть бути конвертовані в інші цінні папери.

Розрахуємо капіталізацію біржового ринку акцій України у 2009–2018* рр.

за методикою Світової федерації бірж, отримані результати представимо графічно (рис. 2.15).

Як можна побачити з рис. 2.15 ринкова капіталізація біржового ринку акцій України з 2010 по 2014 рік демонструвала постійне зростання. На початку 2010 року ринкова капіталізація біржового ринку акцій України становила 171,76 млрд грн. У 2014 році даний показник сягнув відмітки у 457,61 млрд грн, зростання по відношенню до 2010 року склало 266,4 %.

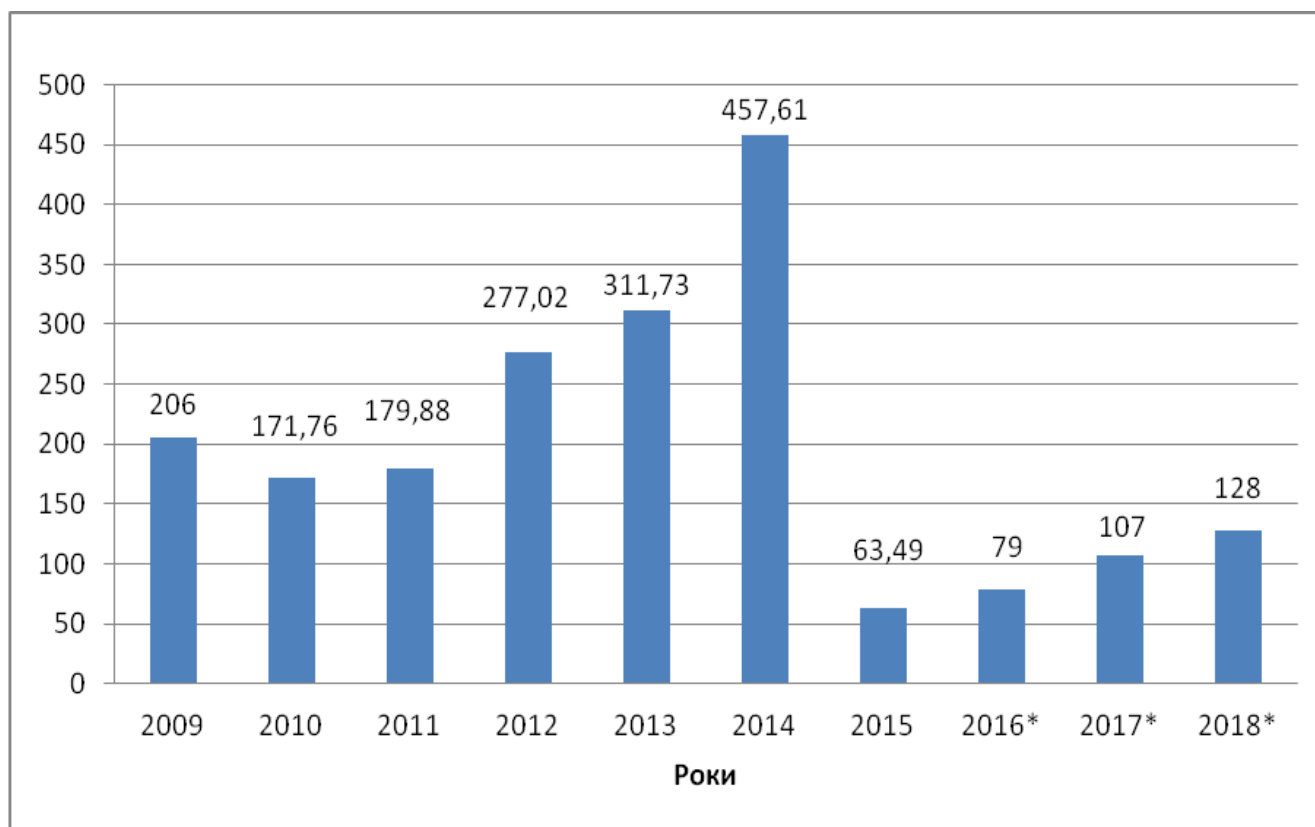


Рис. 2.15. Ринкова капіталізація біржового ринку акцій у 2009–2018* рр., млрд грн

**Прогноз на кінець 2016–2018 рр.*

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі статистичної інформації [192, 193, 194, 195, 196, 197, 198, 199, 200, 201]

Однак, станом на 31.12.2015 капіталізація біржового ринку акцій України впала на 86,1 % по відношенню до 2014 року і становила 63,49 млрд грн.

За нашими прогнозами у 2016 році біржовий ринок акцій разом із економікою України почне своє відновлення, а його ринкова капіталізація зросте до 79 млрд грн, або приблизно на 25 %, у 2017 році зросте до 107 млрд грн, або на 35 %, а у 2018 році ринкова капіталізація збільшиться на 20 % до 128 млрд грн.

В подальшому для аналізу ринкової капіталізації біржового ринку ми вважаємо за необхідне використати – показник ринкової капіталізації у відношенні до ВВП.

Показник ринкової капіталізації у відношенні до ВВП є одним із важливіших показників біржових ринків акцій. Ще у 2000 році практично відсутній організований ринок акцій показував рівень ринкової капіталізації у 9 % до ВВП.

В першій Програмі розвитку фондового ринку України на 2001–2005 рр. ставилось завдання досягти показнику ринкової капіталізації до ВВП у 17 %.

На кінець 2007 року показник ринкової капіталізації вперше досяг рекордного рівня за всю історію вітчизняного біржового ринку – 73,22 % до ВВП.

На перший погляд, може здатися, що цей рівень ринкової капіталізації є дуже великим. В Росії в 2007 році рівень ринкової капіталізації до ВВП складав 79,6 %. У 2001 році у США рівень цього ж показника перевищував 150 % ВВП, хоча у 2009 році (рік, коли глобальні ринки досягли своїх кризових мінімумів) рівень ринкової капіталізації до ВВП впав до 58 %.

Характерним є порівняння показників ринкової капіталізації у відношенні до ВВП двох провідних європейських країн, так у 2011 році показник ринкової капіталізації у Німеччини склав 1,18 трлн дол, що становило 46,1 % ВВП, а у Великобританії становив 2,35 трлн дол, що становило 95,04 % ВВП. Саме на прикладі цих показників можна проілюструвати особливості біржових ринків цих двох потужних глобальних гравців. Традиційно на ринках Німеччини переважають біржові угоди з борговими інструментами з фіксованою доходністю, в той час як ринки Великобританії традиційно переважають на ринку пайових цінних паперів, насамперед, акцій. Показники ринкової капіталізації лише фіксують цю закономірність.

Розрахунок та аналіз показника ринкова капіталізація біржового ринку акцій до ВВП України показує, що біржовий ринок акцій України знаходиться лише на початкових стадіях свого розвитку.

На ньому в обмежених розмірах обертаються як пайові, так і боргові інструменти. Тому сьогодні ринкова капіталізація біржового ринку акцій до ВВП

України досі не перевищувала навіть і 30 %, а максимальний показник після кризи 2008 року був зафіксований лише у 2014 році та становив 29,21 %. Станом на 31.12.2015 відношення капіталізації біржового ринку акцій України до ВВП України різко знизилось до 3,21 %, що було зумовлено різким зниженням, за відповідний період, капіталізації біржового ринку акцій (рис. 2.16). Однак, враховуючи прогноз зростання капіталізації біржового ринку акцій України та відновлення зростання ВВП України, ми прогнозуємо відношення капіталізації біржового ринку акцій до ВВП України на кінець 2016 року на рівні 3,5 %, на кінець 2017 року – 4,5 %, а на кінець 2018 року – 5,5 %.

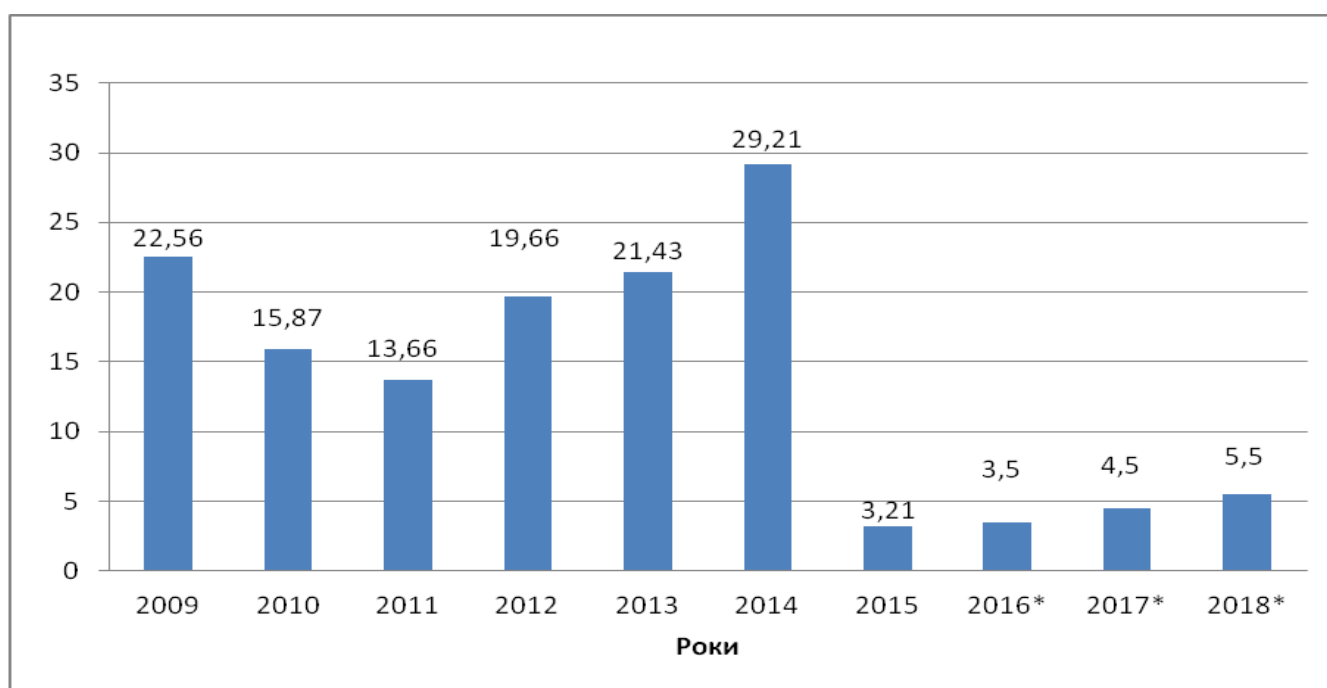


Рис. 2.16. Ринкова капіталізація біржового ринку акцій до ВВП України у 2009 – 2018* рр., %

**Прогноз на 2016–2018 рр.*

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі статистичної інформації [186, 192, 193, 194, 195, 196, 197, 198, 199, 200, 201]

Наступним після показників ринкової капіталізації та відношення капіталізації до ВВП України біржового ринку акцій України, ми рекомендуємо та вважаємо необхідним ввести у методику аналізу ринкової капіталізації біржового ринку акцій України показник – ринкова капіталізація емітентів акцій 1-го та 2-го рівнів лістингу, що входять до біржових реєстрів кожної фондової біржі окремо. На нашу думку це дозволить виявити певні характерні особливості

вітчизняного біржового ринку акцій, зокрема проаналізувати якісну характеристику та причини зростання ринкової капіталізації біржового ринку акцій України, особливо у період 2011–2014 рр., а також змін у 2015 році.

В табл. 2.4 наведені зведені результати підрахунку ринкової капіталізації емітентів акцій 1-го та 2-го рівнів лістингу, що входять до біржових реєстрів кожної фондової біржі окремо у 2010–2015 рр.

Таблиця 2.4

Ринкова капіталізація емітентів акцій 1-го та 2-го рівня лістингу, що входять до біржових реєстрів кожної фондової біржі окремо (РКАБРФБ) у 2010–2016* рр., млрд грн

ФБ	2010	2011	2012	2012 до 2011 р, %	2013	2013 до 2012 р, %	2014	2014 до 2013 р, %	2015	2015 до 2014 р, %	2016*
ПФБ	6,16	52,75	184,2	349,2	237,6	28,9	325,9	37,2	8,44	-97,4	10,5
ПФТС	153,98	85,3	41,8	-51	55,7	33,2	65,89	18,3	25,78	-60,87	32
УБ	94,25	54,3	58,2	7,1	65,1	11,8	56,76	-12,8	34,03	-40	42,2
КМФБ	9,32	10,4	11,3	8,6	12,5	10,6	13,46	7,7	3,16	-76,52	3,9
УМФБ	1,2	1,32	1,5	13,6	2,6	73,2	4,22	62,3	4,34	+2,84	5,4
ФБ Перспек тива	3,18	3,6	3,4	-5,6	10,4	205,8	3,51	-66,3	0	-100	0
СЄФБ	2,4	2,2	2,6	18,1	5,7	119,3	1,73	-69,6	0	-100	0
УФБ	0	0	0	0	0	0	0,81	100	0	-100	0
УМВБ	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ФБ ІННЕК С	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Разом	270,49	209,87	303,4	44,5	389,6	28,4	472,33	21,2	75,75	-83,96	94

*Прогноз на кінець 2016 року

Джерело: розраховано та складено автором на основі статистичної інформації [192, 193, 194, 195, 196, 197, 198, 199, 200, 201]

Загальна ринкова капіталізація акцій, що входять до біржових реєстрів українських фондових бірж станом на кінець 2011 року становила 209,87 млрд грн, у 2012 році склала вже 303,4 млрд грн, станом на кінець 2013 року становила 389,6 млрд грн, а станом на кінець 2014 року – 472,33 млрд грн.

Стрімке зростання загальної ринкової капіталізації біржових реєстрів відбулось у 2012 році на 44,5 %, що було зумовлено значним зростанням

капіталізації акцій біржового реєстру фондової біржі «ПФБ» на +349,2 %, в той час, як капіталізація акцій біржового реєстру провідної фондової біржі «ПФТС» знизалась на 51 %.

Зростання загальної ринкової капіталізації біржових реєстрів у 2013 році на 28,4 % було зумовлене зростанням капіталізацій біржових реєстрів фондових бірж «ПФБ» (+28,9 %), «ПФТС» (+33,2 %), «УБ» (+11,8 %), «ФБ Перспектива» (+205,8 %). Тенденція до зростання продовжилась і в 2014 році, за рахунок зростання біржових реєстрів фондових бірж «ПФБ» (+37,2 %), «ПФТС» (+18,3 %), «КМФБ» (+7,7 %), «УМФБ» (+62,3 %).

Однак, вже у 2015 році, з початком заходів і дій НКЦПФР щодо консолідації біржової системи та очищення, з метою захисту інвесторів, ринку від «сміттєвих акцій», через заборону їх обігу на біржовому ринку акцій та виключення їх з біржових реєстрів акцій фондових бірж України, відбулось суттєве зниження ринкової капіталізації акцій що входять у біржові реєстри. Однак варто зауважити, що таке зниження ринкової капіталізації було також викликане і зниженням ринкової вартості акцій лістингових емітентів протягом 2015 року.

Так, станом на 31.12.2015 ринкова капіталізація акцій, що входять у біржові реєстри становила 75,75 млрд грн, що на 83,96 % менше ніж у 2014 році. Результатом суттєвого зменшення капіталізації стало очищення від «сміттєвих акцій» біржових реєстрів та списків фондових бірж «ПФБ», «ПФТС», «КМФБ», «УМФБ».

Станом на кінець 2016 року, за нашим прогнозом, ринкова капіталізація акцій, що входять у біржові реєстри становитиме 94 млрд грн, що на 24 % більше за показник 2015 року. Найбільші за ринковою капіталізацією на кінець року становитимуть біржові реєстри фондових бірж «УБ», «ПФТС», «ПФБ» – 42,2, 32, 10,5 млрд грн відповідно.

Розрахувавши додатково до методики аналізу ринкової капіталізації біржового ринку акцій України показник – структура ринкової капіталізації емітентів акцій 1-го та 2-го рівнів лістингу, що входять до біржових реєстрів кожної окремо фондової біржі в загальній сумі ринкових капіталізацій емітентів

акцій, що пройшли процедуру лістингу, можна побачити важливу тенденцію, яка триває вже протягом 2011–2014 рр. і є однією з головних факторів стрімкого зростання ринкової капіталізації біржового ринку акцій України в 2011–2014 рр. (табл. 2.5).

Таблиця 2. 5

Структура ринкової капіталізації емітентів акцій 1-го та 2-го рівня лістингу, що входять до біржових реєстрів кожної окремо фондової біржі в загальній сумі ринкових капіталізацій емітентів акцій, що пройшли процедуру лістингу (структура РКАБРФБ) у 2010–2016* рр., %

Структура, %	2010	2011	2012	2012 до 2011 р, %	2013	2013 до 2012 р, %	2014	2014 до 2012 р, %	2015	2015 до 2014 р, %	2016*
ПФБ	2,28	25,13	60,71	241	60,99	0,45	69,01	13,2	11,14	-84	11,17
ПФТС	56,93	40,64	13,78	-66	14,30	3,77	13,95	-2,4	34,03	244	34,04
УБ	34,84	25,87	19,18	-26	16,71	-13	12,02	-28	44,92	374	44,89
КМФБ	3,45	4,96	3,72	-25	3,21	-14	2,85	-11	4,17	146	4,15
УМФБ	0,44	0,63	0,49	-22	0,67	35	0,89	33,8	5,73	644	5,74
ФБ Перспектива	1,18	1,72	1,12	-35	2,67	138	0,74	-72	0,00	-100	0
СЄФБ	0,89	1,05	0,86	-18	1,46	70,7	0,37	-75	0,00	-100	0
УФБ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,17	100	0,00	-100	0
УМВБ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-100	0
ІННЕКС	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-100	0
Разом	100	100	100		100		100		100		100

*Прогноз на кінець 2016 року

Джерело: розраховано та складено автором на основі статистичної інформації [192, 193, 194, 195, 196, 197, 198, 199, 200, 201]

За даними аналізу структури капіталізації акцій, що входять до біржових реєстрів окремих фондових бірж у загальній капіталізації акцій, що входять до біржових реєстрів можна зробити наступний важливий висновок, який описує одну з важливіших властивостей вітчизняного біржового ринку акцій в 2011–2015 рр.

Як можна побачити з аналізу, найбільшу частку у капіталізації акцій, що входять до біржових реєстрів займала капіталізація акцій біржового реєстру

Придніпровської фондової біржі. Так у 2011 році частка біржового реєстру Придніпровської фондової біржі у загальній капіталізації біржових реєстрів фондових бірж України становила 25,13 %, однак вже в 2012 частка стрімко зросла до 60,71 %, у 2013 році до 61 %, а у 2014 її частка зросла ще 13,16 % і склала 69,01 %. Варто зазначити, що у біржовому реєстрі Придніпровської фондової біржі немає жодного відомого емітенту ліквідних акцій, або «блакитних фішок» (додаток И).

В той же час необхідно констатувати факт, що біржові реєстри фондових бірж «УБ» та «ПФТС», у яких знаходяться найліквідні акції українських емітентів – саме «блакитні фішки», у 2012–2014 рр. займали відносно невелику частку у загальній капіталізації біржових реєстрів українських бірж. Так частка капіталізації біржового реєстру «ПФТС» у 2012 складала 13,78 %, у 2013 – 14,4 %, а у 2014 – 13,95 %. Частка капіталізації біржового реєстру УБ протягом 2012–2014 років постійно знижувалась з 19,8 % у 2012 році до 16,71 % та до 12,02 % у 2014 році, в той час як у 2010 році їх частки становили 34,8 % і 56,93 %, а у 2011 році – 25,8 % та 40,6 % відповідно. Частки біржових реєстрів інших бірж протягом 2012–2014 рр. не перевищували 4 %.

Отже, можна зробити наступні висновки про дуже велику частку капіталізації біржового реєстру акцій Придніпровської фондової біржі у структурі загальної капіталізації біржових реєстрів фондових бірж України, зокрема при тому факті, що на даній біржі відсутні у лістингу ліквідні акції українських емітентів – «блакитні фішки», в той час, коли частка капіталізацій біржових реєстрів «УБ» та «ПФТС», бірж де лістингуються акції «блакитні фішки», в середньому складала 16 % та 14 % у загальній капіталізації біржових реєстрів, а отже існує значна невідповідність ліквідності та капіталізації акцій українських емітентів на біржовому ринку акцій України.

Даний аналіз дає можливість пояснити причину стрімкого зростання ринкової капіталізації біржового ринку акцій України, зокрема зробити висновок про якість такого зростання, яке в основному зумовлене неринковим зростанням та завищенням ціни неліквідних технічних акцій на Придніпровській фондовій

біржі у період 2012 – 2014 рр. Нагадаємо, що капіталізація біржового реєстру Придніпровській фондові біржі у 2012 році становила 184,2 млрд грн, або 60,71 % капіталізації біржових реєстрів фондових бірж України, а в 2014 році показник капіталізації біржового реєстру Придніпровській фондові біржі зріс до 325,95 млрд грн, або 176,9 % при частці у загальній капіталізації біржових реєстрів фондових бірж України у 69,01 %.

Проте у 2015 році ситуація змінилась. Як ми зазначали вище, з початком заходів і дій НКЦПФР щодо консолідації біржової системи та очищення, з метою захисту інвесторів, ринку від «сміттєвих акцій» структура ринкової капіталізації біржових реєстрів кардинально змінилась.

Так, станом на 31.12.2015 частки ринкової капіталізації емітентів акцій, що входять до біржових реєстрів фондових бірж ПФТС та Українська біржа, становили 34,03 % та 44,92 % загальної ринкової капіталізації біржових реєстрів фондових бірж України. А це значить, що тепер ринкова капіталізації біржового ринку акцій України відповідає адекватній ринковій оцінці, адже розраховується на базі ліквідних, лістингових акцій, з якими проходять реальні біржові торги.

Відповідно до нашого прогнозу, на кінець 2016 року, біржові реєстри фондових бірж «УБ», «ПФТС», «ПФБ» матимуть найбільші частки у загальній ринковій капіталізації біржових реєстрів та становитимуть – 44,89, 34,04, 11,17 відсотків відповідно.

Для продовження та поглиблення аналізу статистики біржового ринку акцій України ми вважаємо за доцільне скористатись методикою Світової федерації бірж по сегментному аналізу ринкової капіталізації. Вище ми наводили критерії цієї сегментації. Враховуючи існуючий стан біржової статистики та особливості розвитку біржового ринку акцій України, які ми вже описували, аналіз буде здійснюватись за даними лише Української біржі. Результати аналізу зведені у табл. 2.6.

Ми вважаємо, що це відображає нову якість біржового ринку акцій України у період 2009–2015 рр. Після кризових мінімумів 2009 року відбулось більш менш рівномірне відновлення ринкової капіталізації по сегментам, але вже в 2010 році

Таблиця 2.6

**Розподіл емітентів акцій на ПАТ «Українська біржа» за сегментами
капіталізації у 2009–2015 рр.**

	2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	К-сть емітентів, шт	Ринкова кап, млрд грн	К-сть емітентів, шт	Ринкова кап, млрд грн	К-сть емітентів, шт	Ринкова кап, млрд грн	К-сть емітентів, шт	Ринкова кап, млрд грн	К-сть емітентів, шт	Ринкова кап, млрд грн	К-сть емітентів, шт	Ринкова кап, млрд грн	К-сть емітентів, шт	Ринкова кап, млрд грн
Велика	2	50,69	8	229,5	4	77,4	2	40,3	1	18,4	0	0	0	0
Середня	30	124,5	32	128,5	21	78,3	23	77,1	21	74,5	16	119,9	9	75,2
Мала	23	20,9	25	24,5	29	24,1	19	19,1	21	21,7	24	46,7	13	31,1
Мікро	53	10,5	108	20,7	131	17,3	136	19,2	111	15,4	123	22,4	133	30,1
Разом	108	207	173	275	185	197	180	156	154	130	163	189	156	136

Джерело: розраховано та складено автором на основі статистичної інформації [198]

зростання відбувалось, перш за все, за рахунок сегменту великої капіталізації і сегменту мікро капіталізації.

2011 рік показав значне падіння капіталізації в сегменті великої та середньої капіталізації в яких сконцентрована переважна більшість ліквідних емітентів, що у кінцевому підсумку підтвердила відповідна динаміка індексу українських акцій Української біржі. У 2013–2015 тенденція продовжилась. Так, кількість емітентів акцій у сегменті великої капіталізації у 2013 році вже становила – 1 з капіталізацією у 18,4 млрд грн, а у 2014 році кількість емітентів у відповідному сегменті знизилась до 0. У сегменті середньої капіталізації також відбулись зміни протягом відповідного періоду в сторону зменшення. Так кількість емітентів відповідного сегменту знизилась у 2013 році до 21, а у 2014 році до 16. В той же час, протягом 2014 року відбулось значне зростання кількості емітентів у сегменті мікро капіталізації до 123 по відношенню до 111 у 2013 році.

Станом на 31.12.2015 у сегменті великої капіталізації так і не відбулось відновлення та зростання кількості емітентів акцій. Сегмент середньої капіталізації втратив, порівняно з 2014 роком, 7 емітентів акцій, а капіталізація даного сегменту знизилась на 37,3 % до 75,2 млрд грн. Аналогічна тенденція до

зниження спостерігалась і у сегменті малої капіталізації. Так, порівняно з 2014 роком, кількість емітентів акцій у даному сегменті зменшилась на 11 емітентів акцій, а капіталізація сегменту впала на 33,4 % до 31,1 млрд грн. В сегменті мікро капіталізації продовжилась тенденція останніх років до зростання, а саме кількість емітентів акцій в сегменті зросла до 133, або на 10 емітентів акцій. Капіталізація даного сегменту зросла на 34,3 % до 30,1 млрд грн.

Для більш повного сегментного аналізу проведемо дослідження структури ринкової капіталізації українських емітентів акцій на Українській біржі за сегментами капіталізації у 2009–2015 рр. (табл. 2.7).

Таблиця 2.7

**Структура ринкової капіталізації українських емітентів акцій на ПАТ
«Українська біржа» за сегментами капіталізації у 2009–2015 рр., %**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Велика	25	57	39	26	14	0	0
Середня	60	32	40	50	57	63	55
Мала	10	6	12	12	17	25	23
Мікро	5	5	9	12	12	12	22
Разом	100	100	100	100	100	100	100

Джерело: розраховано та складено автором на основі статистичної інформації [198]

Так, в 2009 році вага сегменту середньої капіталізації перевищувала 60 %, у 2010 році – вона падає до 32 %, а у 2011 році знову зростає до 40 %. Протягом 2009–2010 років стабільно малою залишається вага сегменту мікро капіталізації в межах 5 % із незначним зростанням до 9 % у 2011 році. Практично стабільною у 2009–2011 рр. залишалась питома вага сегменту малої капіталізації, хоча річні коливання досить значні, але вага сегменту в загальній ринковій капіталізації змінювалась в межах від 6 до 12 %. І лише питома вага сегменту великої ринкової капіталізації показує суттєві зміни від 25 % – у 2009 році, до 57 % – у 2010 році, і 39 % – у 2011 році. Дуже показово те, що зростання питомої ваги сегменту середньої ринкової капіталізації у 2011 році відбулось, перш за все, за рахунок суттєвого зменшення ваги сегменту з великою ринковою капіталізацією.

Сегмент малої ринкової капіталізації навіть дещо виріс. Все це відображає реальний процес значного падіння ринкової капіталізації найбільш ліквідних емітентів на біржовому ринку акцій України.

Аналогічна ситуація продовжилась і у 2012–2013 рр., а саме продовження падіння сегменту «велика капіталізація» до 14 %, при цьому зростання до 17 % сегменту «мала капіталізація». Сегмент середньої капіталізація зберіг домінуюче становище і досяг рівня 57 %.

У 2014 році повністю зник сегмент великої капіталізації, сегмент середньої капіталізації продовжив тенденцію минулих років до зростання і становив 63 % у загальній структурі, значне зростання до 25 % продемонстрував сегмент малої капіталізації.

Така статистика може свідчити про, те що за часів посткризового періоду ринок не зміг зберегти інвестиційну привабливість та високі вартісні оцінки «блакитних фішок» Української біржі. Так з 2010 року сегмент «велика капіталізація» втратив свою частку з 57 % до 0 % у 2015 році.

Станом на 31.12.2015 сегмент великої капіталізації не продемонстрував відновлення і залишився на рівні 0 % загальної капіталізації всіх сегментів. Сегмент середньої капіталізації зменшив свою частку до 55 %, сегмент малої капіталізації також продемонстрував зниження частки до 23 %. В той же час у 2015 році зросла частка мікро капіталізації до 22 % продовживши тенденцію до зростання у минулих роках. На наш погляд, сегментний аналіз ринкової капіталізації додатковим інструментом аналізу біржового ринку акцій, зокрема якісних характеристик ринкової капіталізації біржового ринку акцій.

В Україні реальний розрив між капіталізацією емітентів, які знаходяться в лістингах бірж та їх біржовою ліквідністю – дуже великий. Це можна перевірити і довести наступним дослідженням, проаналізувавши дані всіх фондових бірж України, а саме статистику ринкової капіталізації 10-ти найбільших за капіталізацією лістингових емітентів акцій «ТОП – 10 за капіталізацією» у 2013–2015 рр. (табл. 2.8), у порівнянні з ринковою капіталізацією 10-ти найліквідніших

емітентів акцій, «блакитних фішок», які входять в індекс акцій Української біржі – «ТОП – 10 за ліквідністю» у 2013–2015 рр. (табл. 2.9).

Таблиця 2.8

**«ТОП – 10 за ринковою капіталізацією» лістингових емітентів акцій у
2013–2015 рр., млрд грн**

№	2013				2014				2015			
	Емітент	ФБ	Р Л	РК (млрд грн)	Емітент	ФБ	Р Л	РК (млрд грн)	Емітент	ФБ	Р Л	РК (млрд грн)
1	«Авк-фінанс»	ПФБ	2	27,2	«Код - інвест»	ПФБ	2	111,6	«Північний гірничо-збагачувальний комбінат»	УБ	2	12,29
2	«ФК «Трійка інвест»	ПФБ	2	25,88	«Силові електронні прилади управління»	ПФБ	2	31,9	«Укрнафта»	УБ	2	9,6
3	«Силові електронні прилади управління»	ПФБ	2	23,89	«Авк-фінанс»	ПФБ	2	26,9	«Дніпроазот»	ПФБ	2	8,44
4	«Укрфарм-інвест»	ПФБ	2	19,12	«Лфс-сервісес»	ПФБ	2	23,53	«Укрсоцбанк»	ПФТС	2	6,97
5	«Північний гірничо-збагачувальний комбінат»	УБ	2	18,54	«Трейд ойл»	ПФБ	2	21,28	«Мотор Січ»	УБ	1	4,11
6	«Ост-інвест»	ПФБ	2	16,61	«Північний гірничо-збагачувальний комбінат»	УБ	2	19,28	«Райфайзен банк Аваль»	ПФТС	2	2,4
7	«Праймбудінвестгруп»	ПФБ	2	13,84	«Укрфарм-Інвест»	ПФБ	2	19,13	«Укртелеком»	УБ	2	2,25
8	"Лфс-сервісес"	ПФБ	2	12,8	«Ост-інвест»	ПФБ	2	16,88	«ІК "Будфінконсалтинг»	КМФБ	2	2,04
9	"Ужгородський Турбогаз"	ПФТС	2	12,03	«Ужгородський Турбогаз»	ПФТС	2	12,95	«МК Азовсталь»	УБ	2	1,68
10	«Укрдорбуд»	ПФБ	2	11,65	«Укрнафта»	УБ	2	11,02	«Центренерго»	ПФТС	2	1,65
	Разом			181,64				294,03				51,42

Джерело: розраховано автором на основі статистичної інформації [192, 193, 194, 195, 196, 197, 198, 199, 200, 201]

Сума ринкових капіталізацій «ТОП – 10 за ринковою капіталізацією» лістингових емітентів акцій на 31.12.2013 склала 181,64 млрд грн, це майже

46,6 % загальної ринкової капіталізації всіх біржових реєстрів 10 українських бірж станом на цю дату (389,5 млрд грн), 8 з них знаходяться у біржовому реєстрі Придніпровської фондової біржі, один емітент – в біржовому реєстрі ПФТС і один емітент – в біржовому реєстрі Української біржі.

Як можна побачити, серед цієї десятки є лише один відомий на українському біржовому ринку емітент акцій – ПАТ «Північний гірничо-збагачувальний комбінат», капіталізація якого становила на цю дату – 18,54 млрд грн.

Сума ринкових капіталізацій «ТОП-10 за ринковою ліквідністю» емітентів акцій на 31.12.2013 склала 24,55 млрд грн, що становило всього 6,3 % загальної ринкової капіталізації всіх біржових реєстрів 10 українських бірж станом на цю дату (389,5 млрд грн), для порівняння, у 2013 році сума ринкових капіталізацій «ТОП-10 за капіталізацією» лістингових емітентів акцій на становила 46,6 % загальної ринкової капіталізації всіх біржових реєстрів 10 українських бірж станом на цю дату. Таким чином, провівши аналіз у 2013 році, можна побачити, що розрив капіталізацій між найбільш капіталізованими та найбільш ліквідними емітентами у 2013 році склав більш ніж 8 разів, а отже можна зробити висновок, що в цілому на біржовому ринку акцій України рівень ринкової капіталізації емітентів акцій не залежав та не відповідав рівню ліквідності акцій.

Для підтвердження тезису, значного розриву між капіталізацією емітентів, які знаходяться в лістингах бірж та їх біржовою ліквідністю на біржовому ринку акцій України як однієї з його ключових ознак та характеристик, проведемо аналогічний аналіз за 2014 рік.

Сума ринкових капіталізацій «ТОП – 10 за ринковою капіталізацією» лістингових емітентів акцій на 31.12.2014 склала 294,03 млрд грн, що на 61,18 % більше ніж у 2013 році. Варто зазначити і зростання частки цього показника з 46,6 % у 2013 до 62,2 % у 2014 році по відношенню до загальної ринкової капіталізації всіх біржових реєстрів 10 українських бірж станом на 31.12.2014 (472,23 млрд грн).

Це означає, що останні роки зростання ринкової капіталізації біржових реєстрів відбувається в основному за рахунок технічних акцій, які не відносяться до ліквідних акцій – «блакитних фішок».

Таблиця 2.9

**«ТОП – 10 за ринковою ліквідністю» емітентів акцій у 2013–2015 рр.,
млрд грн**

№	2013				2014				2015			
	Емітент	Ф Б	Р Л	РК (млрд грн)	Емітент	Ф Б	Р Л	РК (млрд грн)	Емітент	Ф Б	Р Л	РК (млрд грн)
1	«Укрнафта»	УБ	2	5,87	«Укрнафта»	УБ	2	11,02	«Укрнафта»	УБ	2	9,59
2	«Мотор Січ»	УБ	1	3,73	«Мотор Січ»	УБ	1	5,16	«Мотор Січ»	УБ	2	4,11
3	«Укрсоцбанк»	УБ	2	3,41	«Азовсталь»	УБ	2	3,13	«Райффайзен Банк Аваль»	УБ	2	2,26
4	«Райффайзен Банк Аваль»	УБ	2	3,37	«Райффайзе н Банк Аваль»	УБ	2	2,87	«Центренерго »	УБ	0	1,68
5	«МК Азовсталь»	УБ	2	2,79	«Центренерг о»	УБ	2	2,78	«МК Азовсталь»	УБ	0	1,68
6	«Центренерго»	УБ	2	2,78	«Крюківськи й вагонобудів ний завод»	УБ	2	1,47	"Крюківський вагонобудівн ий завод"	УБ	0	0,9
7	«Алчевський металургійний комбінат»	УБ	2	1,05	«Донбасенер го»	УБ	2	0,78	«Донбасенерг о»	УБ	2	0,37
8	«Донбасенерго»	УБ	2	0,64	«Алчевський металургійн ий комбінат»	УБ	2	0,37	«Алчевський металургійни й комбінат»	УБ	0	0,29
9	«Авдіївський коксохімічний завод»	УБ	2	0,57	«Авдіївськи й коксохімічн ий завод»	УБ	2	0,33	«Авдіївський коксохімічни й завод»	УБ	2	0,21
10	«Снаківський металургійний завод»	УБ	2	0,34	«Снаківськ ий металургійн ий завод»	УБ	2	0,22	«Снаківський й металургійни й завод»	УБ	0	0,15
	Разом			24,55				28,13				21,24

Джерело: розраховано та складено автором на основі статистичної інформації [198]

Як і у 2013 так і у 2014 році зберігалась наступна тенденція: 7 з «ТОП 10 за ринковою капіталізацією» знаходяться у біржовому реєстрі Придніпровської фондової біржі, один емітент – в біржовому реєстрі ПФТС і два емітенти акцій – в біржовому реєстрі Української біржі. Окрім відомого на українському біржовому ринку емітенту акцій – ПАТ «Північний гірничо-збагачувальний комбінат», капіталізація якого становила на цю дату – 19,28 млрд грн, вперше у «ТОП 10 за

ринковою капіталізацією» лістингових емітентів акцій, починаючи з 2013 року, з'явився емітент акцій «блакитна фішка» – ПАТ «Укрнафта» з ринковою капіталізацією – 11,02 млрд грн. Хоча це і позитивний сигнал для біржового ринку акцій в цілому, однак говорити про зміну тенденції поки ще рано.

Сума ринкових капіталізацій «ТОП – 10 за ринковою ліквідністю» емітентів акцій на 31.12.2014 склала 28,13 млрд грн, що на 14,58 % більше за показник 2013 року і становило всього 5,9 % загальної ринкової капіталізації всіх біржових реєстрів 10 українських бірж станом на цю дату (472,33 млрд грн). Для порівняння у 2013 році сума ринкових капіталізацій «ТОП-10 за капіталізацією» емітентів становила 62,2 % загальної ринкової капіталізації всіх біржових реєстрів 10 українських бірж станом на цю дату.

Необхідно констатувати факт, що у 2014 році відбувалось зростання капіталізацій «ТОП – 10 за ринковою капіталізацією» лістингових емітентів акцій, а разом із зростання їх частки по відношенню до загальної ринкової капіталізації всіх біржових реєстрів українських фондових бірж з 46,6 до 62,2 %, в той час коли частка капіталізації «ТОП – 10 за ліквідністю» емітентів акцій зменшилась з 6,3 до 5,9 % у 2014 році.

Таким чином, провівши аналіз у 2014 році, можна констатувати продовження тенденції до розриву капіталізацій між найбільш капіталізованими та найбільш ліквідними емітентами у 2014 році, який становив більш ніж 10,5 раз, а отже можна зробити висновок, що в цілому на біржовому ринку акцій України рівень ринкової капіталізації емітентів акцій не залежав та не відповідав рівню ліквідності акцій.

Отже провівши аналіз за 2013–2014 рр. ми довели та підтвердили статистично, тезис, щодо значного розриву між капіталізацією емітентів, які знаходяться в лістингах бірж та їх біржовою ліквідністю на біржовому ринку акцій України, як однієї з його ключових ознак та характеристик.

Однак з початком виконання НКЦПФР політики щодо очищення біржового ринку акцій України від «сміттєвих» емітентів акцій у 2015 році проблема з невідповідності капіталізацій між найбільш капіталізованими та найбільш

ліквідними емітентами почала поступово вирішуватись. Так, станом на 31.12.2015 ринкова капіталізація «ТОП – 10 за ринковою капіталізацією» лістингових емітентів акцій становила 51,42 млрд грн, а ринкова капіталізація «ТОП – 10 за ліквідністю» емітентів акцій склала 21,24 млрд грн, а розрив скоротився з майже 10 разів в 2014 році до 2,5 у 2015 році.

Продовження очищення біржового ринку акцій від «сміттєвих акцій» буде сприяти поступовому зникненню проблеми розриву та невідповідності капіталізації емітентів акцій до рівня їх ліквідності, яка спостерігалась до 2015 року, що в свою чергу буде сприяти підвищенню інвестиційної привабливості біржового ринку та захищеності інвесторів.

У майбутньому при скороченні такого розриву, статистика ринкової капіталізації на базі лістингових емітентів в Україні набуде реального економічного змісту, а сегментний аналіз ринкової капіталізації за критеріями і методикою Світової федерації бірж значно розширить інструментарій досліджень проблем біржового ринку акцій України.

При аналізі біржової статистики біржового ринку акцій ми рекомендуємо використовувати показники обсягу торгів та швидкості оборотності ринку. Якщо перший показник широко використовується у практиці аналізу біржового ринку, то показник швидкості оборотності ринку є відносно новим і вітчизняним фахівцям біржового ринку потрібен буде якийсь час для включення цього показника до системи біржового аналізу.

За даними Національної комісії з цінних паперів динаміка обсягів біржових контрактів з акціями, які були укладені на українських біржах за період 2009–2018* рр. є негативною починаючи з 2012 року (рис. 2.17).

Потрібно зазначити, що державний регулятор враховує весь обсяг біржових угод з акціями на всіх без винятку фондових біржах України. Але потрібно пам'ятати, що є «адресні угоди», «переговорні» угоди, починаючи з 2009 року угоди РЕПО з акціями, які за міжнародними правилами не є повністю біржовими.

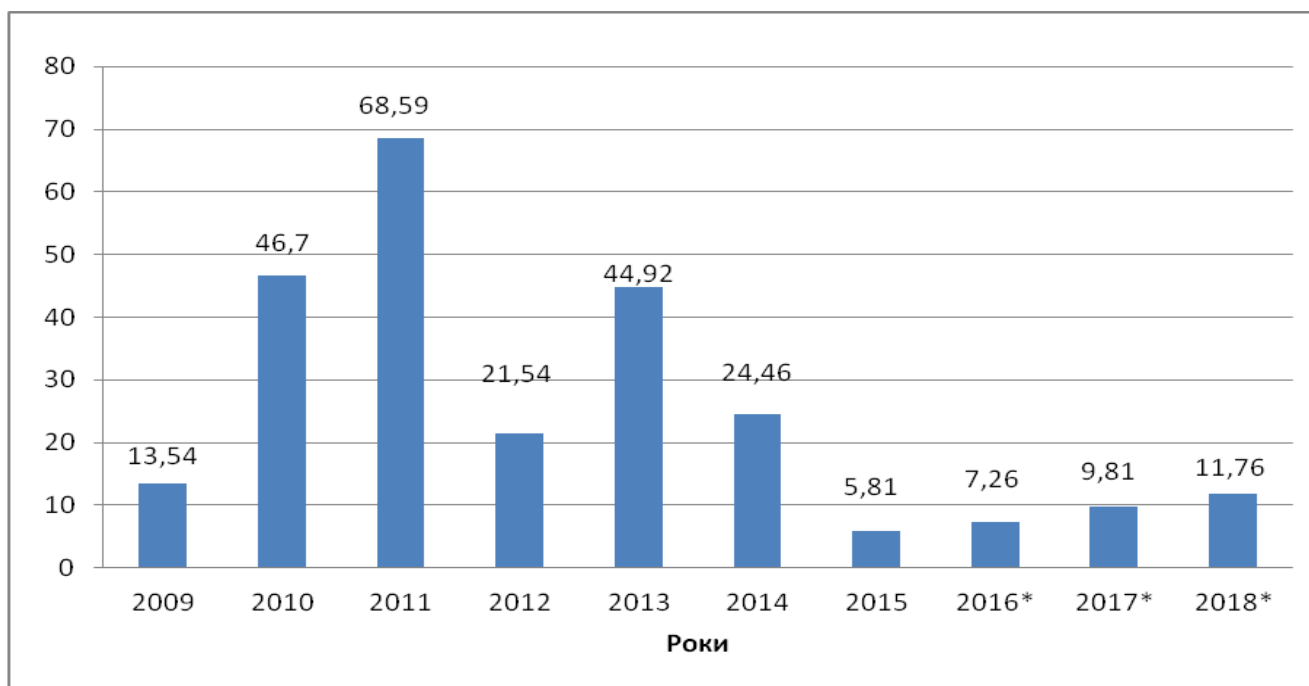


Рис. 2.17. Обсяг торгів акціями на біржовому ринку України у 2009–2018* рр., млрд грн

**Прогноз на 2016–2018 рр.*

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі річних звітів НКЦПФР [187]

Не чітко розмежовані у біржовій статистиці угоди з так званим «відкладеним виконанням»: частина з них розраховується на підставі зквітованих та затверджених розпоряджень за принципом «поставки проти оплати», а частина може розраховуватись на умовах так званої вільної поставки, тобто на умовах «без грошового урегулювання». Хоча біржі звітують про них як про біржові угоди.

Єдине позитивне рішення НКЦПФР, що такі угоди не приймаються для розрахунку біржового курсу акцій. Таким чином, можна зазначити, що не всі угоди укладені «на біржі» є біржовими угодами. Крім того, регулятор не може виокремлювати «схемні угоди» на цілому ряді фондових бірж. Угоди, які тільки зовні нагадують – біржові угоди. Це вимагає більш детального аналізу та ресурсів, якими державний регулятор не може користуватись. Не в повній мірі і біржова статистика українських бірж надає достатнього матеріалу для аналізу саме біржових (у загально визнаному контексті) угод.

Так починаючи з 2011 року спостерігається падіння обсягів торгів акціями на біржовому ринку акцій України з 68,58 млрд грн у 2011 році до 5,81 млрд грн,

станом на 31.12.2015, або на 91,5 %. Таке зниження біржової активності зумовлене загальним падінням ліквідності ринку та політико-економічною кризою в Україні. За нашими прогнозами завдяки відновлення біржового ринку акцій та активізації біржової торгівлі акціями її обсяг на кінець 2016 року зросте до 7,26 млрд грн, або на 24,9 % до 2015 року. Ми вважаємо, що зростання обсягів торгів продовжиться і в 2017–2018 рр. на 35 % та 20 % до 9,81 млрд грн та 11,76 млрд грн відповідно.

На наш погляд розрахунок лише показника загального обсягу торгів акціями на біржовому ринку не є достатнім для повного аналізу статистики обсягу торгів. Ми вважаємо аналіз обсягів біржової торгівлі акціями необхідно здійснювати з урахуванням їх розподілу окремо за адресними та безадресними заявками за допомогою таких показників: 1) обсяг торгів акціями; 2) кількість укладених угод з акціями; 3) середній розмір угоди укладеної з акціями; 4) середньоденний обсяг торгів акціями; 5) швидкість оборотності біржового ринку акцій. Доповнення аналізу обсягу біржових торгів акціями даними показниками дозволить розширити методику та інструментарій аналізу біржової статистики, що в свою чергу дозволить отримувати більш повну інформацію щодо реального стану на біржовому ринку акцій. За існуючої біржової статистики яку подають українські фондові біржі, такі показники біржових торгів акціями сьогодні розраховувати дуже складно.

На наш погляд, тільки Українська біржа надає повну біржову статистику щодо показників біржових торгів акціями, виступаючи не тільки центром ліквідності на ринку акцій, а і його індикатором. Саме ціни акцій на Українській біржі слугують ринковими індикаторами для маркет-мейкерів інших бірж, а обсяг біржових торгів акціями відображає стан біржового ринку акцій в Україні. На ФБ «ПФТС» після 2009–2010 рр. ліквідністю ринку акцій зійшла практично нанівець. Торги акціями, які проходять на ФБ «ПФТС», практично повторюють динаміку цін УБ. Саме тому ми вважали за можливе сконцентрувати увагу на біржовому ринку акцій Українській біржі.

Показник загального обсягу торгів акціями на УБ в 2009–2018* рр. показує наступну динаміку. Якщо у 2010 році фіксується стрімке зростання обсягу безадресних угод у 5,8 разів (до понад 15,1 млрд грн) і зростання у 2011 році ще на 15 % (до понад 17,3 млрд. грн.). У 2012 році фіксується падіння обсягів торгів акціями за безадресними заявками у 6,7 рази (лише 2,58 млрд грн), менше рівня 2009 року. Така ж ситуація у 2012 році і з адресними заявками – падіння у 2,9 рази (тільки 667 млн грн). У 2013 – 2015 рр. тенденція продовжилась.

По відношенню до 2012 року обсягів торгів акціями за безадресними заявками у 2013 впав у 3 рази та склав 919 млн грн, однак обсяг торгів за адресними заявками зріс на 43 %, у 2014 році відбулась стабілізація обсягів торгів на Українській біржі після три річного падіння (рис. 2.18).

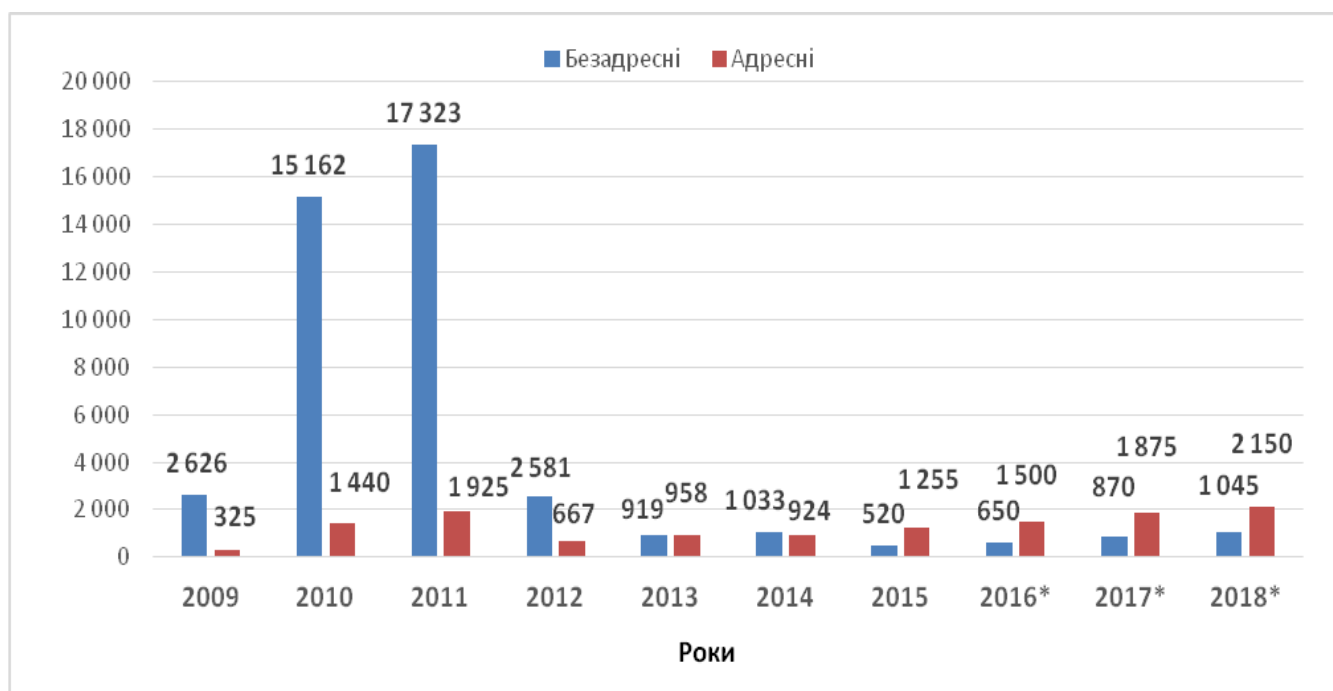


Рис. 2.18. Обсяг торгів акціями на Українській біржі у 2009–2018* рр. за адресними та безадресними заявками, млн грн

**Прогноз на 2016–2018 рр.*

Джерело: розраховано та побудовано автором на статистичній інформації [198]

У 2015 році продовжилось падіння обсягу торгів за безадресними заявками, в той час, як за адресними заявками обсяг торгів продовжив тенденцію 2014 року до зростання.

Станом на 31.12.2015 обсяг торгів акціями за безадресними заявками становив 519,5 млн грн, що на 49,7 % менше за обсяг 2014 року, а обсяг торгів

акціями за адресними заявкам склав 1254,9 млн грн, що на 35,7 % більше за обсяг 2014 року. За нашими прогнозами разом з відновленням біржового ринку акцій у 2016 році обсяг торгів акціями за безадресними заявками зросте до 650 млн грн, або на 25 %, обсяг торгів за адресними заявками зросте до 1500 млн грн, або на 20 %. У 2017 році зростання обсягу торгів за безадресними заявками становитиме 35 % до 870 млн грн, а у 2018 – на 20 % до 1045 млн грн, за адресними заявками обсяг торгів зросте на 25 % до 1875 млн грн у 2017 році та на 15 % до 2150 млн грн у 2018 році.

Схожа динаміка спостерігається і при аналізі кількості укладених угод на Українській біржі у 2009–2018* рр. (рис. 2.19).

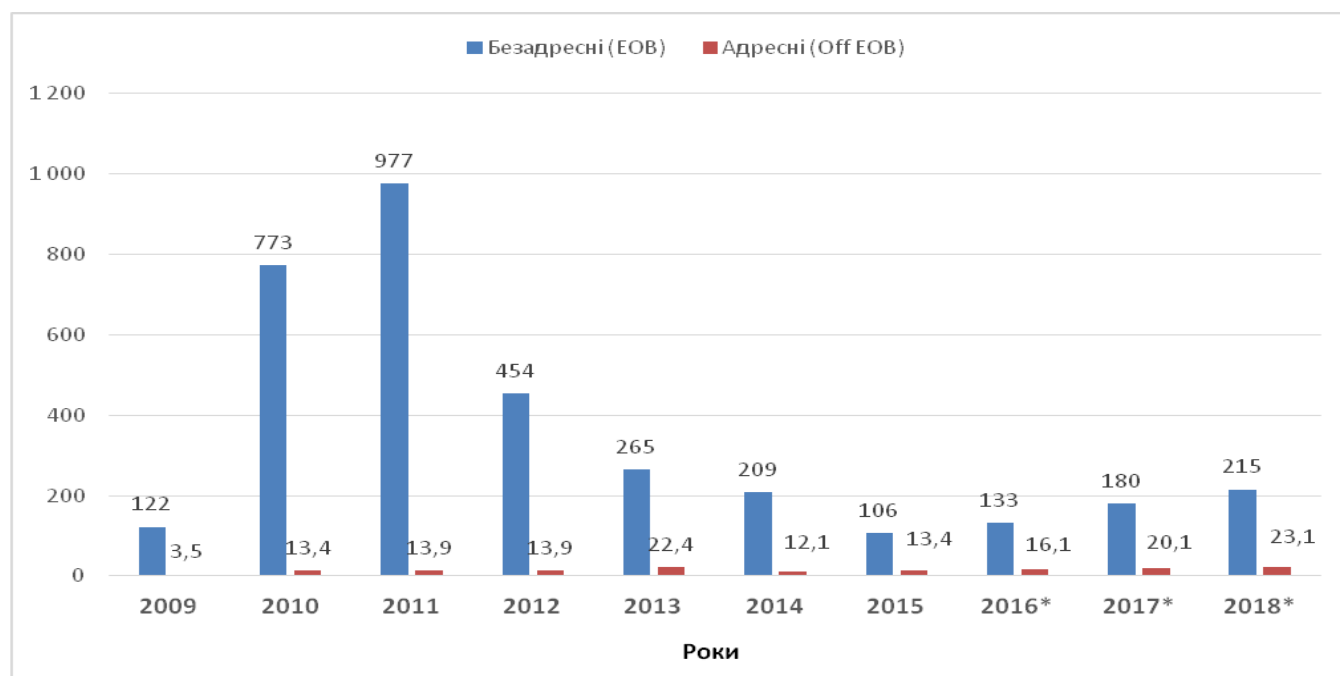


Рис. 2.19. Кількість укладених біржових угод з акціями на Українській біржі у 2009–2018* рр. за адресними та безадресними заявками, тис. шт

**Прогноз на 2016–2018 рр.*

Джерело: розраховано та побудовано автором на статистичній інформації [199]

Стрімке зростання безадресних угод у 2010 році до 773 тис. шт, збереження тренду – у 2011 році зі зростанням кількості до 977 тис. шт та стрімке падіння (у 2,2 рази) – у 2012–2013 рр. до 453,4 і 265,2 тис. шт відповідно.

В той же час відбулась стабілізація у 2010–2012 рр. кількості адресних заявок на рівні 13,5–13,9 тис. угод за рік та суттєве зростання у 2013 році на 60,5 % до 22,4 тис. угод. У 2014 році було укладено 209,2 тис. безадресних угод з

акціями та 12,1 тис адресних угод на Українській біржі, що значно менше кількості таких угод в 2013 році. У 2015 році продовжилась тенденція 2014 року, станом на 31.12.2015 було укладено 105,9 тис безадресних угод з акціями, що на 49,3 % менше минулорічного показника та 13,42 тис адресних угод на Українській біржі, що на 11,1 % більше ніж у 2014 року. Проте, за підсумками 2016 року за нашим прогнозом кількість безадресний угод з акціями становитиме 133 тис шт, за адресними – 16,1 тис шт, що на 25 % та 20 % більше за 2015 рік.

У 2017–2018 рр. продовжиться зростання кількості безадресних угод з акціями на 35 % до 180 тис шт та на 15 % до 215 тис шт відповідно. Також зросте і кількість адресних угод на 25 % до 20,1 тис шт та на 15 % до 23,1 тис шт відповідно

Ми також вважаємо за необхідне доповнити даних аналіз розрахунком показників середніх розмірів угод та їх динаміку у 2009–2018* рр., що також дасть змогу додатково охарактеризувати якісні зміни біржового ринку акцій Української біржі (рис. 2.20).

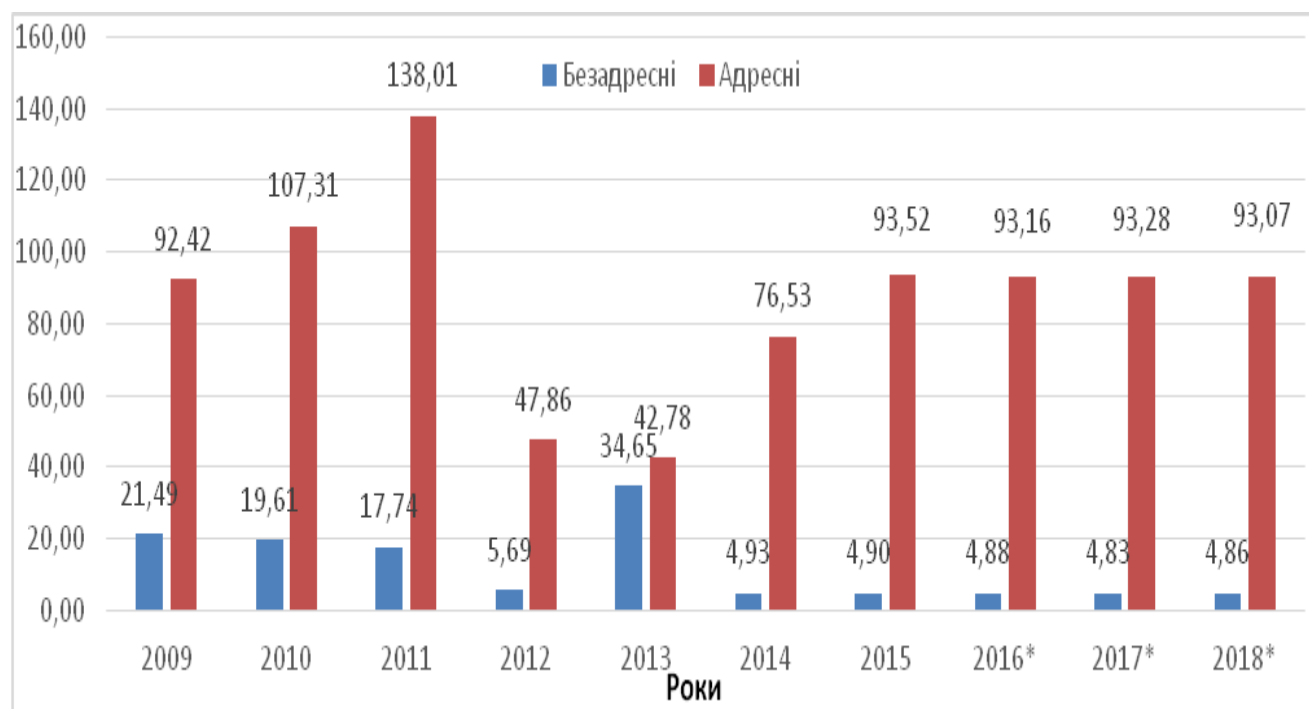


Рис. 2.20. Середній розмір біржової угоди з акціями на Українській біржі у 2009–2018* рр. за адресними та безадресними заявками, тис грн

**Прогноз на 2016-2018 рр.*

Джерело: розраховано та побудовано автором на статистичній інформації [198]

Так, у 2009 році середня угода за безадресними заявками складала понад 21 тис грн. Навіть прихід на ринок невеликих трейдерів за допомогою інтернет-трейдингу не призвів до різкого падіння розміру середньої угоди (2010 рік – 19,6 тис грн, 2011 рік – 17,7 тис грн). У 2012 році падіння середнього розміру угоди за безадресними заявками становило понад 3 рази до 5,691 тис грн. Тенденція до падіння продовжувалась до 2014 року і стабілізувалась на рівні 4,939 тис грн на кінець 2014 року. Пояснення цього факту чинником, що збільшилась кількість дрібних трейдерів, на ринку запроваджена алгоритмічна торгівля – не витримує критики, тому що і загальна кількість укладених угод те ж впала у рази.

В той же час середній розмір адресних угод у 2009–2011 рр. динамічно зростав (2010 рік – +17 %, 2011 рік – +29 %) і досяг 138,016 тис грн на кінець 2011 року, лише у 2012 році почалось стрімке падіння, яке продовжилось до 2013 року, так на кінець 2013 року середній розмір адресної угоди становив 42,78 тис грн. Варто зазначити, що у 2014 році, на відміну від розміру середньої безадресної угоди, розмір адресної угоди показав значне зростання до показника 2013 року і на кінець 2014 року становив 76,53 тис грн. Станом на 31.12.2015 середній розмір безадресної угоди за акціями майже не змінився і становив 4,905 тис грн, середній розмір адресної угоди у 2015 році показав зростання на 22,2 % до 2014 року і становив 93,524 тис грн.

За нашими прогнозами протягом 2016–2018 рр., середній розмір безадресної угоди становитиме близько 4,8 тис грн, а адресної угоди 93 тис грн.

На нашу думку, можна зробити додатковий висновок, що стрімке зменшення розміру середньої безадресної угоди з акціями на «ринку заявок», відображає більш загальний тренд втрати українським біржовим ринком акцій своєї ліквідності.

Підтвердженням цієї тези може слугувати аналіз динаміки показників середньоденного обсягу торгів акціями у 2009–2018* рр. (рис. 2.21). У 2010–2011 рр. обсяг за безадресними заявками сягав рівня у 60–70 млн грн. У 2012 році падіння показника середньоденного обсягу торгів за безадресними заявками склало 6,7 рази до 10 млн грн за день. Протягом 2013–2015 рр. продовжилась

тенденція до падіння середньоденного обсягу торгів за безадресними заявками. Так, станом на 31.12.2015 середньоденний обсяг торгів акціями за безадресними заявками становив 2,12 млн грн, що на 49,3 % менше 2014 року та на 43 % менше ніж у 2013 році. Обсяг середньоденних обсягів за адресними заявками у 2013 році впав до рекордно низьких 3,7 млн грн в день, а у 2014 році стабілізувався на рівні 4,18 млн грн. В 2015 році середньоденний обсяг торгів акціями за адресними заявками становив 5,12 млн грн, що на 36,8 % більше за показник 2014 року.

На кінець 2016 року, за нашими прогнозами відновлення біржового ринку акцій України, ми очікуємо зростання середньоденних обсягів торгів акціями за безадресними заявками до 2,65 млн грн, а за адресними заявками до 6,14 млн грн, що на 25 % та 20 % більше за показник 2015 року. У 2017 році ми прогнозуємо зростання середньоденних обсягів торгів акціями за безадресними заявками до 3,55 млн грн, за адресними заявками до 7,65 млн грн, що становить 35 % та 25 % зростання до 2016 року. У 2018 році зростання складе 20 % та 15 % до 4,26 млн грн та 8,77 млн грн відповідно.

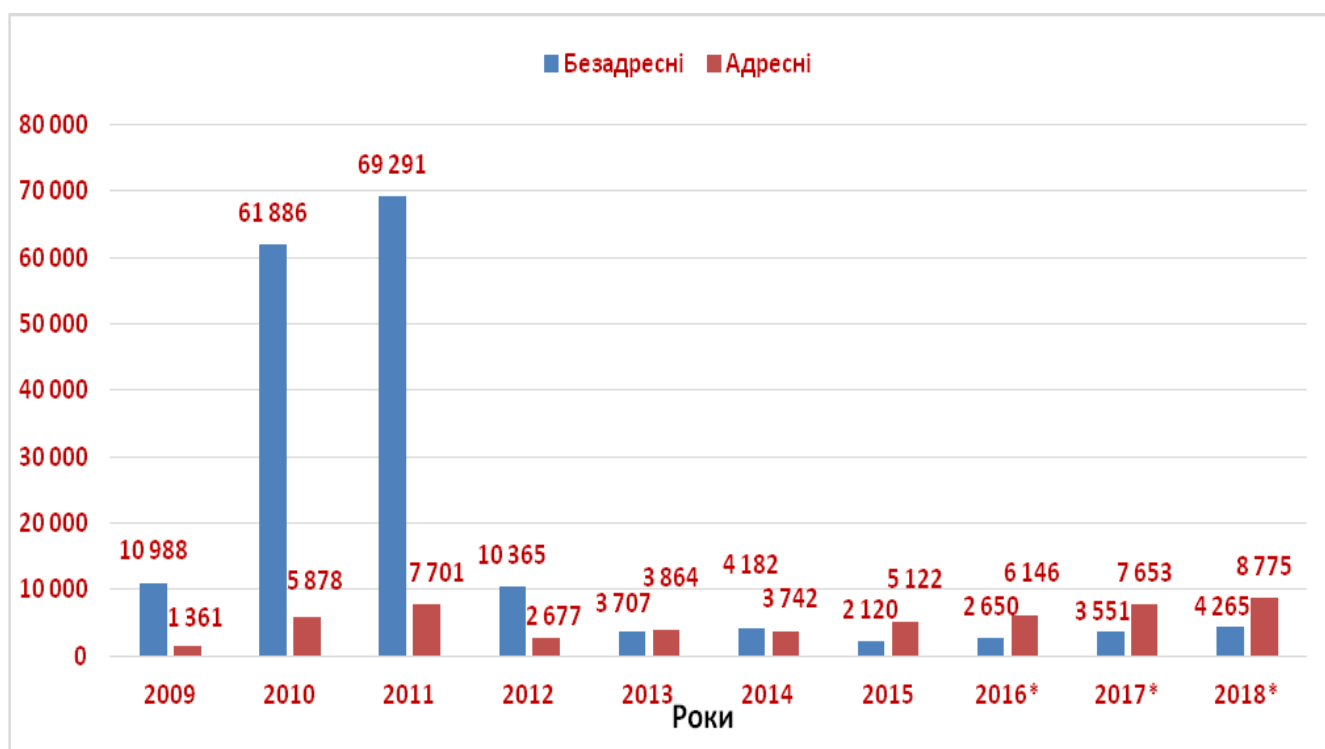


Рис. 2.21. Середньоденний обсяг біржових торгів акціями на Українській біржі у 2009–2018* рр. за адресними та безадресними заявками, тис грн

*Прогноз на 2016–2018 рр.

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі статистичної інформації [198]

Потрібно додатково зазначити, що на європейських та інших зарубіжних ринках, об'ємні показники за адресними угодами значно поступаються за величиною безадресним угодам.

На наш погляд, саме показники середньоденних обсягів торгів найбільш наочно показують масштаби ліквідності того чи іншого ринку, його ємність та стійкість.

Продуктивним може стати у подальших дослідженнях порівняльний аналіз біржових ринків акцій різних фондових бірж. На сьогодні лише Українська біржа розкриває та оприлюднює результати біржових торгів у розрізі безадресних та адресних угод. Це не може не утруднювати порівняльний аналіз відповідно до міжнародної практики.

Для більш чіткої картини стану біржового ринку акцій ми вважаємо за необхідне розрахувати новий для вітчизняної біржової статистики показник – річну швидкість оборотності біржового ринку акцій (рис. 2.22).

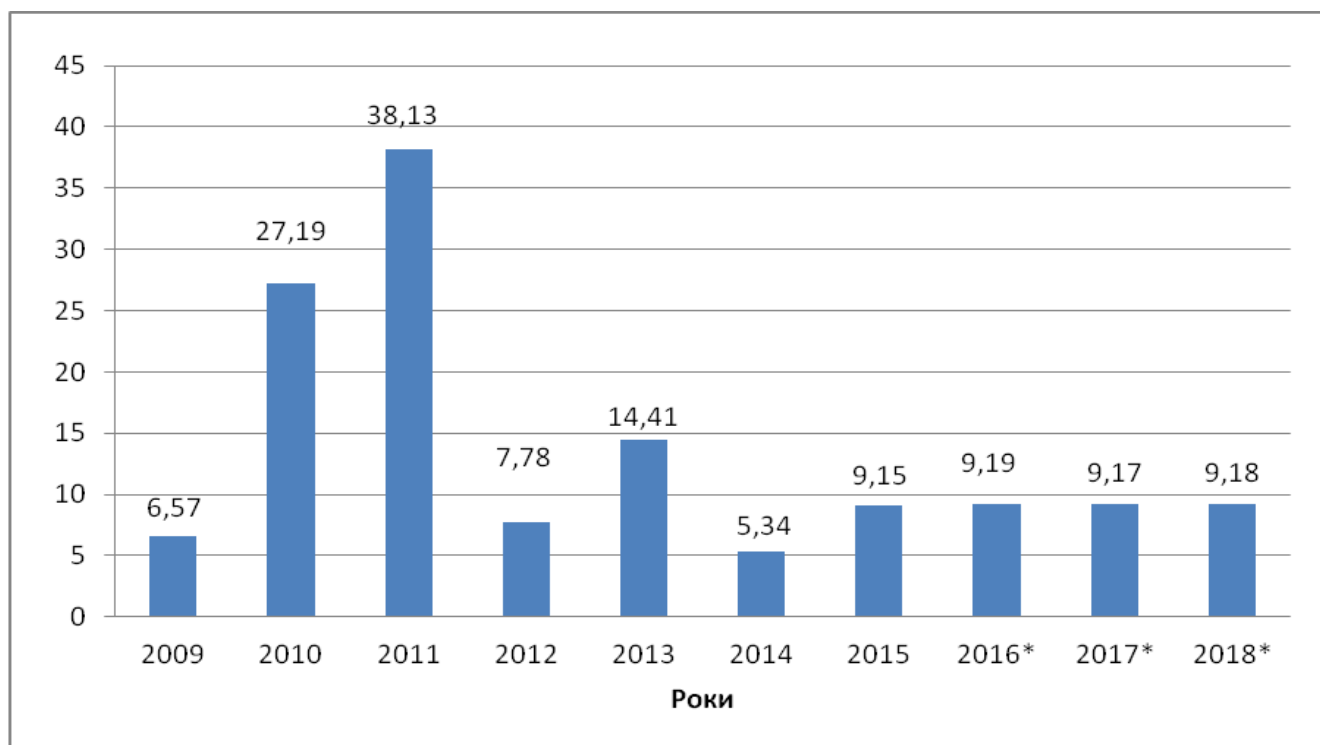


Рис. 2.22. Швидкість оборотності біржового ринку акцій України у 2009–2018* рр., %

**Прогноз на 2016–2018 рр.*

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі статистичних даних [187, 192, 193, 194, 195, 196, 197, 198, 199, 200, 201]

Як видно з рис. 2.22 швидкість оборотності біржового ринку акцій України, як і обсяг торгів акціями, починаючи з 2011 року демонструє значне зниження. Так показник швидкості оборотності досяг свої пікових показників у 2011 році – 38,13 %, що свідчило відносно ліквідний біржовий ринок акцій в Україні. Починаючи з 2012 року швидкість оборотності падала через зниження ліквідності біржового ринку акцій і станом на 31.12.2014 сягнула своїх мінімумів в 5,34 %. Однак, з 2015 року швидкість оборотності почала відновлюватись і на кінець року становила 9,15 %. Тенденцію до зростання ми очікуємо і в 2016 році, так на кінець 2016 року за нашими прогнозами швидкість оборотності становитиме 9,19 %. У 2017–2018 рр., ми очікуємо збереження швидкості оборотності на рівні 2016 року, а саме 9,17 % – 9,18 % відповідно.

Для оцінки масштабу швидкості оборотності біржового ринку акцій України варто порівняти цей показник з показниками найвідоміших світових фондових майданчиків. Отже розрахуємо показники оборотності світових фондових бірж у 2011–2015 рр. за інформацією капіталізації та обсягів торгів на цих біржах, яка подається у щорічних звітах Світової федерації бірж (табл. 2.10).

Таблиця 2.10

**Швидкість оборотності на провідних фондових бірж світу
у 2012–2015 рр., %**

Показник	Ринкова капіталізація (млрд дол США)				Обсяг торгів акціями (млрд дол США)				Швидкість оборотності на фондовій біржі, %			
Біржа	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
NYSE Euronext US	4086	17950	19351	17787	13443	13700	15868	17477	95	76	82	98
NASDAQ OMX US	4582	6085	6979	7281	9784	9585	12237	12515	213	157	175	172
TOKYO stock exchange	3479	4543	4378	4895	3463	6516	5443	5541	99	143	124	113
NYSE Euronext Europe	2832	3584	3319	3306	1576	1722	1952	2077	55	48	58	63
Shanghai stock exchange	2547	2497	3932	4549	2599	3785	6085	21342	102	151	154	469

Джерело: розраховано та складено автором на базі статистичних даних [226, 227]

Як можна побачити найвищий Український показник оборотності у 2011 році у 38,13 % порівнюючи з показниками оборотності на світових майданчиках є дуже низьким, де в загальному, оборотність біржового ринку становить більше 50 %, а на більшості з них більше 100–150 %. Так, у 2013 році, в той час як швидкість оборотності Українського біржового ринку акцій складала 14,5 %, швидкість оборотності на NYSE Euronext US склала 76 %. У 2015 році швидкість оборотності біржового ринку акцій України становила 9,15 % в той час, коли швидкість оборотності NYSE Euronext US становила 98 %, на NYSE Euronext Europe – 63 %, а на Shanghai stock exchange – 469 % .

Низька ліквідність вітчизняного ринку порівняно з ліквідність світових майданчиків є чи не найголовнішою причиною високої волатильності Українського біржового ринку акцій, а саме стрімких падінь і злетів у кризовий та посткризовий періоди, а також несправедливої оцінки вартості Українських емітентів.

Необхідно зробити дуже важливий висновок щодо ринкової капіталізації біржового ринку акцій України. Після проведення аналізу біржової статистики біржового ринку акцій України за показниками ринкової капіталізації біржового ринку акцій до ВВП України, ринкової капіталізації емітентів акцій, що входять до біржових реєстрів акцій фондових бірж України, структури ринкової капіталізації емітентів акцій, що входять до біржових реєстрів акцій фондових бірж України, обсягів торгів акціями на біржовому ринку акцій, швидкості оборотності біржового ринку акцій можна зробити висновок, що стрімке зростання ринкової капіталізації протягом 2012–2014 рр. аж ні як не відповідає реальному кризовому стану біржового ринку акцій України, який ми спостерігаємо, аналізуючи запропоновані показники біржової статистики 2009–2015 рр.

Проведений аналіз біржової статистики біржового ринку акцій України з використанням нової методики для вітчизняної практики – методики Світової федерації бірж з доповненням розробленими автором показниками аналізу ринкової капіталізації емітентів акцій, що входять до біржових реєстрів акцій

фондових бірж України вдосконалює та доповнює традиційну методику аналізу, а також надає більш повну інформацію щодо реального стану біржового ринку акцій України.

З початком проведення політики НКЦПФР з кінця літа 2015 року, щодо консолідації біржової системи України та очищення ринку акцій від «сміттєвих акцій» показники біржової статистики почали набувати реального економічного змісту, який відповідає реальному теперішньому кризовому стану біржового ринку акцій України.

Висновки до розділу 2

1. В процесі дослідження етапів становлення біржового ринку цінних паперів, зокрема біржового ринку акцій України, встановлено, що кожен етап його розвитку супроводжувався прийняттям та впровадженням концептуальних документів. Конкретизовано поняття «концептуальний документ» на ринку цінних паперів в Україні – є Закон України, Положення НКЦПФР, Указ Президента України, прийняття і впровадження норм якого, приводить до якісних, або кількісних змін інфраструктурних елементів та учасників ринку цінних паперів. Визначено такі етапи становлення ринку цінних паперів в Україні, зокрема біржового ринку акцій, а саме: 1-й етап – формування первісної системи організованого ринку цінних паперів в Україні (червень 1991 р. – серпень 1995 р.); 2-й етап – формування сучасної моделі ринку (вересень 1995 р. – травень 2015 р.); 3-й етап – консолідація організованого ринку (червень 2015 р. – по теперішній час). Це дало змогу підкреслити важливість державного регулювання у становленні ринку цінних паперів і визначити новий етап його розвитку – консолідації, розробити напрями та шляхи її реалізації до 2020 року.

2. Трендовий аналіз індексів вітчизняних провідних фондових бірж України (індекси ФБ ПФТС та Української біржі) та фондових бірж світу у 2009–2015 рр. дав змогу зробити висновок, що сучасний біржовий ринок акцій України знаходиться у глибокій кризі. Проведене автором дослідження кореляційних

зв'язків динаміки біржового індексу – індексу Української біржі за 2009–2015 рр. з динаміками індексів провідних фондових бірж, макроекономічними показниками економіки України, як монетарна база, номінальний ВВП, дозволило виявити послаблення з 2011 року кореляції та появи від'ємної кореляції індексу з даними показниками. В той же час, з 2011 року почала зростати кореляція індексу Української біржі з показниками ліквідності ринку та активності біржових торгів акціями. За результатами регресійного аналізу побудовано економіко-математичну модель впливу внутрішніх ринкових показників стану біржового ринку акцій на динаміку індексу Української біржі

3. Виявлено закономірності впливу зміни середньомісячної волатильності індексу Української біржі на зміни коротко-середньо- та довгострокових трендів індексу Української біржі. Розрахунок показника середньомісячної волатильності індексу Української біржі може стати додатковим інструментом аналізу та прогнозування динаміки індексу Української біржі при прийнятті торговельних, або інвестиційних рішень.

4. Аналізуючи ринкову капіталізацію біржового ринку акцій України у 2009–2015 рр., враховуючи стандарти Світової федерації бірж, автор демонструє неможливість отримання об'єктивних висновків щодо реального стану капіталізації біржового ринку акцій, лише аналізуючи динаміку показника ринкової капіталізації та її відношення до ВВП України. Автор пропонує адаптувати та доповнити методику аналізу ринкової капіталізації біржового ринку акцій розрахунком таких, запропонованих автором, показників, як: ринкова капіталізації акцій біржових реєстрів фондових бірж України та структура ринкової капіталізації акцій біржових реєстрів фондових бірж України.

5. В результаті проведеного дослідження встановлено неможливість отримання об'єктивних висновків про реальний стан капіталізації біржового ринку акцій лише на основі аналізу динаміки показника ринкової капіталізації та його відношення до ВВП України. Так, результати аналізу засвідчили, що, попри погіршення ситуації в економіці України, у 2011–2014 рр. відбулось стрімке зростання ринкової капіталізації біржового ринку акцій – з 180 до 457,6 млрд грн,

а відносно до ВВП України – з 13,66 до 29,2 %. Однак використання розроблених автором показників аналізу ринкової капіталізації біржового ринку акцій дозволило виявити основні причини її стрімкого зростання у цей період, а саме за рахунок зростання ринкової капіталізації акцій біржового реєстру акцій фондової біржі ПрАТ «Придніпровська фондова біржа» – з 52,75 до 325,9 млрд грн, або у 6 разів. При цьому частка капіталізації акцій біржового реєстру ПрАТ «Придніпровська фондова біржа» у загальній ринковій капіталізації акцій біржових реєстрів 10 фондових бірж України збільшилася до 69 %, або у 2,7 рази. Це пояснюється тим, що на ПрАТ «Придніпровська фондова біржа» у лістингу були відсутні ліквідні акції та вітчизняні «блакитні фішки».

6. Обґрунтовано необхідність здійснення сегментного аналізу ринкової капіталізації емітентів акцій за методикою Світової федерації бірж, що дозволяє виявляти окремі стійкі тенденції біржового ринку акцій України, зокрема здійснювати аналіз потоків ліквідності на ринку та інвестиційної привабливості емітентів акцій за рівнем їх капіталізації. Проведений аналіз та порівняння ринкових капіталізацій 10-ти найбільших за цим показником лістингових емітентів акцій та 10-ти найбільш ліквідних акцій дозволило виявити одну з основних характеристик і проблем сучасного біржового ринку акцій України – невідповідність між їх ринковою капіталізацією та ліквідністю.

7. Запропоновано аналізувати обсяги біржової торгівлі акціями з урахуванням їх розподілу окремо за адресними та безадресними заявками за допомогою таких показників: 1) обсяг торгів акціями; 2) кількість укладених угод з акціями; 3) середній розмір угоди, що укладена з акціями; 4) середньоденний обсяг торгів акціями; 5) швидкість оборотності біржового ринку акцій. Здійснення аналізу з використанням даних показників дозволило отримати більш повну інформацію щодо реального стану обсягів торгів акціями на біржовому ринку України у 2009–2015 рр.

8. Доведено, що удосконалені на основі стандартів Світової федерації бірж методичні підходи до аналізу групи показників стану біржового ринку акцій України, а саме: 1) тренди біржових індексів акцій; 2) ринкова капіталізація

біржового ринку акцій; 3) ринкова капіталізація емітентів акцій за методом сегментації; 4) обсяг біржових торгів акціями можуть бути впроваджені у вітчизняну практику та дозволять в більш повному обсязі здійснювати аналіз стану біржового ринку акцій України і вдосконалюють існуючу методологію Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України щодо аналізу стану ринку.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях автора [129, 130, 131, 133, 134, 136].

РОЗДІЛ 3

ПРІОРИТЕТИ РОЗВИТКУ БІРЖОВОГО РИНКУ АКЦІЙ В УКРАЇНІ

3.1. Альтернативні ринки акцій для залучення капіталу на фондових біржах

За час глобальної фінансової кризи та посткризового відновлення розвинутих біржових ринків акцій, з українським біржовим ринком акцій відбувались якісні зміни. Саме на цей час припало закінчення великого періоду розвитку українського фондового ринку, а саме – приватизаційного та постприватизаційного розподілів капіталу і закономірно виникло питання щодо подальшого сенсу існування українського біржового ринку акцій.

Наприкінці 90-х років українські емітенти акцій роблять перші спроби виходу на міжнародні ринки капіталу. Саме в цей період запроваджуються перші програми різного роду депозитарних розписок. Через інститут депозитарних розписок українські акціонерні товариства з'являються на провідних фондових майданчиках США та Європи. Станом на кінець 2000 року за допомогою банку Нью-Йорка започатковуються перші неспонсоровані і спонсоровані програми американських та глобальних депозитарних розписок (ADR, GDR). Серед перших були такі відомі і сьогодні емітенти як ПАТ «Укрнафта», ПАТ «Укртелеком», ПАТ «ДТЕК Західенерго», ПАТ «Запоріжтрансформатор» та інші.

На початку 2000-х років акціями українських емітентів, використовуючи механізми GDR починають торгувати на Німецькій біржі і на Лондонській фондовій біржі. У середині 2000-х років група компаній переважно із аграрного сектору здійснює розміщення своїх акцій на Варшавській біржі. Окремі українські емітенти використовують для розміщення своїх акцій механізми спеціально уповноваженої компанії (SPV) британської юрисдикції та альтернативного ринку інвестицій (AIM) Лондонської фондової біржі. Найбільш відомою компанією, яка одною з перших скористалась цією технологією була компанія

«Украгропродукт». Деякі емітенти, створивши SPV, змогли вийти на широкий ринок і навіть пройти відповідні процедури лістингу. Так, створена на базі активів ПАТ «Полтавський ГЗК» британська компанія «Ferrexpo» входила якийсь час до складу індексного кошику одного з індексів Лондонської фондової біржі – FTSE 100. На Лондонській фондовій біржі торгуються акції ще одного відомого українського аграрного холдингу – «Миронівський хлібопродукт» (Myronivsky Hliboproduct – МНП), які були розміщені в Лондоні через механізм SPV. Приклад успішного IPO – розміщення депозитарних розписок компанії «Авангард» у 2010 році.

З 2005 року по жовтень 2011 року відбулося 70 публічних первинних та вторинних розміщень акцій емітентів (IPO), що мають бізнес в Україні. І за цей час було залучено 3,9 млрд дол США [17].

У 2012 році на Варшавській фондовій біржі на IPO вийшла компанія KDM Shipping, а у вересні 2013 року – девелоперська компанія Articano вийшла на Лондонську фондову біржу (залучення капіталу склало 24 млн дол США). Окремі експерти вважають IPO Articano успішним з точки зору залучення капіталу і менш успішним з точки зору створення умов для ліквідності на вторинному ринку. На початок 2014 року серед іноземних ринків за кількістю українських емітентів лідирує Варшавська фондова біржа, на якій торгуються акції 12 емітентів, 8 з яких пройшли процедуру лістингу на біржі. Абсолютна більшість цих емітентів мають реєстрацію поза межами України: 2 компанії – Кіпр, 6 – Люксембург, 3 – Нідерланди і лише одна (KDM Shipping) має українську юрисдикцією. Таким чином переважна частина (до 80 %) українських підприємств-емітентів акцій при залучення капіталів на зовнішніх ринках в останні роки надають перевагу Варшаві, і загалом кожен п'ятий долар, що залучався українськими компаніями на ринку акцій, надійшов від розміщень на Варшавській фондовій біржі. Також понад 80 % розміщень (за обсягами) було проведено компаніями, які зареєстровані в юрисдикціях з м'яким податковим кліматом.

Існувало декілька чинників привабливості Варшавської фондової біржі для залучення капіталу українськими компаніями. По-перше, завдяки стабільній економічній ситуації, європейському регулюванню, розвинутій та сучасній інфраструктурі ринку і потужному сектору інституційних інвесторів Польща стала претендувати на роль привабливого фінансового центру не лише для України, а і всього регіону Центральної та Східної Європи. По-друге, це ціна залучення капіталу на біржі, яка була набагато меншою, ніж на інших світових ринках. Також біржа в Варшаві більш приваблива для українських компаній, тому що обсяги залучень капіталу можуть знаходитись в межах від декількох сотень тисяч до декількох сотень мільйонів євро. Крім того на Варшавській біржі достатньо ефективно функціонує власний «новий ринок» – «New Connect», який є у свою чергу ринком фінансування та торгів інноваційних компаній. На початок 2014 року жодна українська компанія не здійснювала спроб залучити капітал через цей ринок.

У найближчі декілька років важко очікувати IPO українських аграрних компаній як на Варшавській, так і на інших зарубіжних біржах. Якщо виокремити проблеми, які стримують довгострокові іноземні інвестиції в акції українських емітентів то поряд із загальними політичними та економічними проблемами України є і негативне сприйняття інвестиційного клімату і непередбачувані та нерідко алогічні регулятивні ініціативи, що відлякують іноземних інвесторів. Крім того, є проблеми з корпоративним управлінням. Якщо на зовнішньому ринку українські компанії демонструють майже необхідний рівень публічності та прозорості під тиском умов та механізмів біржового залучення капіталу, то внутрішні бізнеси цих компаній мало відрізняються від загального нетранспарентного середовища українського фондового ринку.

Привабливою для IPO українських компаній може стати Лондонська фондова біржа, насамперед, її «новий ринок» альтернативних інвестицій «AIM» оскільки інвестори польського ринку втрачають інтерес до українських емітентів. Окремі великі українські компанії можуть спробувати свої сили в IPO на азійських ринках, насамперед, Гонконгської біржі на її «новому ринку: «Growth enterprise

market». Хоча попередні спроби не дали позитивного результату. Практично, залишається поза увагою українських емітентів досить привабливий та зростаючий «новий ринок» Московської біржі: «Рынок Инноваций и Инвестиций».

У 2011–2015 рр. на нових ринках Варшавської, Лондонської, Гонконгської та Московської фондових бірж фіксується стійке зростання як загальної ринкової капіталізації, так і кількості лістингових компаній, що здійснили залучення капіталу за тим чи іншим механізмом (табл. 3.1). Безумовним лідером як за показниками ринкової капіталізації та кількістю лістингових емітентів є Лондонський «AIM», Варшавський «New Connect» переважає Гонконгський «Growth enterprise market» за кількістю лістингових емітентів, але у рази поступається йому у показниках ринкової капіталізації. Наймолодший «Рынок Инноваций и Инвестиций» Московської біржі значно поступається конкурентам за обома показниками, хоча демонструє поступове збільшення кількості емітентів, які залучають інвестиції на ньому.

Таблиця 3.1

«Нові ринки» Варшавської, Лондонської, Гонконгської та Московської фондових бірж: ринкова капіталізація (РК) та лістингові компанії (ЛК), у 2011–2015 рр., млн дол США, од.

	2011		2012		2013		2014		2015	
Новий ринок	РК	ЛК	РК	ЛК	РК	ЛК	РК	ЛК	РК	ЛК
«New Connect»	2484	351	3589	429	3654	445	2572	444	2424	418
«AIM»	95184	1143	98800	1096	123766	1087	115398	1104	108225	1044
«Growth enterprise market»	10887	170	10116	179	17290	192	23125	204	33312	224
«Рынок Инноваций и Инвестиций»	529	10	740	18	539	24	n/a	20	1704	16
Разом	109084	1674	113245	1722	145249	1748	141095	1772	145665	1702

Джерело: складено автором на основі статистичної інформації [216, 217, 218]

На кінець 2015 року на цих чотирьох «нових ринках» лістингуються 1702 компанії з ринковою капіталізацією понад 145,6 млрд дол США. Зростання

лістингових компаній на цих провідних «нових ринках» впродовж 2011 – 2015 рр. з 1674 до 1702, або на 1,67 % разом із зростанням загальної ринкової капіталізації цих компаній з 109 до 145 млрд дол США, або на 33 % свідчить про стабільну зростаючу тенденцію та зацікавленість інвесторів та емітентів акцій у цьому сегменті ринку.

Однак варто зазначити, що з цього числа компаній лише 4 (МНР, Regal Petroleum, Ukrproduct, XXI Century), які мають активи або бізнеси на території України і залучали капітал на Ринку альтернативних інвестицій (AIM) Лондонської фондової біржі. Необхідно вказати, що «нові ринки» є досить поширені на європейських біржах (табл. 3.2).

Таблиця 3.2

**«Нові ринки» європейських фондових бірж: ринкова капіталізація (РК)
та лістингові компанії (ЛК), у 2013–2015 рр., млн євро, од.**

		2013	2014	2015	2013	2014	2015
Фондові біржі	Новий ринок	ЛК	ЛК	ЛК	РК	РК	РК
Athens Exchange	Alternative Market	14	14	14	143,1	142,8	117,9
BME (Spanish Exchanges)	MAB Expansión	23	23	34	1677,7	2197,6	1811,8
Borsa Istanbul	BIST Second National Market	89	89	21	5926,9	5496,4	223,6
CEESEG - Budapest	BETa	23	23	23	n/a	n/a	n/a
CEESEG - Vienna	Dritter Markt MTF	24	22	19	1270,9	1418,8	1922,3
Cyprus Stock Exchange	Emerging Companies Cyprus	19	19	23	624,9	673,3	774,8
Deutsche Börse	Entry Standard	188	185	157	54894,4	49505,5	44100,6
Irish Stock Exchange	ESM	25	25	27	63305,7	75842,4	23430
Luxembourg Stock Exchange	Euro MTF	217	218	137	358,3	351,3	1118,5
NASDAQ OMX Nordic	First North Alternative Market	131	133	196	4283,9	4044,7	8598
Euronext	Alternext	184	184	200	8325	9194	13458
Oslo Børs	Oslo Axxess	32	32	30	2404,5	2392,8	1316
Warsaw Stock Exchange	NewConnect	445	444	418	2648,5	2433,4	2041
Разом		1411	1411	1299	145863	153639	98913

Джерело: складено автором на основі статистичної інформації [216, 217, 218]

Тобто, поряд із основним торговим майданчиком, на якому традиційно присутні жорсткі регулятивні вимоги, створені додаткові «біржові продукти» з менш жорстким регулюванням мета якого створити більш сприятливі умови для

залучення капіталу компаніями зростання і інновацій. Крім того, переважна більшість таких нових ринків функціонує за правилами MTF, тобто багатосторонніх торгових систем [138].

Як можна побачити з табл. 3.2 на кінець 2013 року на нових ринках європейських фондових бірж лістингувались 1411 компаній, з ринковою капіталізацією у майже 146 млрд євро. На кінець 2014 року кількість компаній, що лістингуються на нових ринках європейських біржах майже не змінилась і становила 1411, а їх капіталізація зросла до 153 млрд євро, або на +5,3 %.

Значне зростання капіталізації у 2014 році відбулось на таких нових ринках як: іспанському «MAB Expansi3n» – 2197,6 млн євро (+31 %), віденському «Dritter Markt MTF» – 1418,8 млн євро (+11,6 %), ірландському «ESM» – 75842,4 млн євро (+19,8 %), європейському «Alternext» – 9194 млн євро (+10,4 %). Негативну динаміку продемонстрували такі майданчики як: стамбульський «BIST Second National Market» – 5496,4 млн євро (-7,3 %), німецький «Entry Standard» – 49505,5 млн євро (-9,8 %), варшавський «New Connect» – 2433,4 млн євро (-8,1 %).

У 2015 році кількість лістингових компаній на нових ринках фондових бірж Європи зменшилась до 1299, або на -7,9 % по відношенню до 2014 року, ринкова капіталізація зменшилась до 98,9 млрд євро, або на -35,3 %. Таке зниження було спричинено зменшенням кількості лістингових компанії на новому ринку «BIST Second National Market» стамбульської фондової біржі з 89 у 2014 році до 21 у 2015 році, що зумовило і зниження ринкової капіталізації до 223,6 млн євро у 2015 році проти показника у 5496,4 млн євро у 2014 році, або на -95,9 %.

Отже можна зробити висновок, що такий інструмент як залучення капіталу компаніями через «нові ринки» у розвинутих країнах є дуже поширеним та сприяє зростанню капіталізації публічних компаній.

З середини 2013 року на Українській біржі за підтримки Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку розпочалась реалізація інноваційного проекту «Ринок залучення капіталу» [203]. Проект лише на самому початку і особливих успіхів поки що не має, але інвестиційне співтовариство пов'язує з ним великі надії. Основне призначення Ринку залучення капіталу – сприяння

залученню інвестицій, перш за все, для невеликих та зростаючих компаній, що прагнуть реалізувати свій потенціал розвитку. До переваг продукту можна віднести: залучення капіталу (Cash – In); ринкова оцінка бізнесу; зростання капіталізації. Вигоди для венчурних фондів – ринкова оцінка інвестицій; підвищення вартості інвестицій; можливість виходу (Cash – Out). Інтерес для інституційних та приватних інвесторів – розширення списку інструментів для інвестицій, поява дійсно публічних емітентів. Крім того, це прості і демократичні правила, що встановлені на ринку, які враховують особливості українських компаній і не вимагають наявності тривалої історії діяльності, не встановлюють вимоги щодо великої капіталізації та відсотка акцій у вільному обігу (free float), сучасні і надійні технології торгів та розрахунків [138].

New Connect (створена у 2007 році) – це організована Варшавською фондовою біржею нова платформа фінансування та торгівлі акціями молодих компаній з високим потенціалом зростання, які хочуть перетворити інноваційність своїх продуктів та бізнес-процесів у головну перевагу. Цей ринок створено для компаній, які хочуть залучити капітал від декількох сотень тисяч злотих до понад десяти мільйонів польських злотих; з інноваційних секторів, а також для інноваційних компаній з інших секторів; з капіталізацією до 20 млн злотих; з високою динамікою зростання; та бажаючих вийти на регульований (головний) ринок Біржі і які мають шанси туди потрапити [205] (табл. 3.3).

З табл. 3.3 можна зробити висновок, що вимоги до емітентів для розміщення акцій на «Ринку залучення капіталу» Української біржі дуже лояльні та розроблялись максимально аналогічними до умов розміщення на «New Connect» Варшавської фондової біржі, задля максимальної зручності та ефективності для невеликих та зростаючих компаній які виявлять бажання стати публічними компаніями та залучити інвесторський капітал через біржову систему.

З 2009 року на Московській біржі функціонує «Рынок инноваций и инвестиций» – біржовий сегмент для високотехнологічних компаній, який започаткували Московська біржа та ОАО «РОСНАНО». При Московській біржі утворена Координаційна рада РІІ Московської біржі, в яку увійшли представники

Таблиця 3.3

**Вимоги до емітентів для IPO на «Ринку залучення капіталу»
Української біржі та «New Connect» Варшавської фондової біржі**

Вимоги до емітентів	«Ринок залучення капіталу»	«New Connect»
Форма власності	публічне акціонерне товариство	публічне акціонерне товариство
Термін існування юридичної особи до проведення IPO	не менше 1 року	ні
Обов'язкове розкриття особливої та регулярної інформації	так	так
Наявність політики корпоративного управління	так	так
Мінімальний план залучення коштів через IPO	Більше 1 млн.грн.	від 8 млн євро
Мінімальний free-float	більше 15%	більше 25 %
Вимога щодо мінімальної ринкової капіталізації	ні	як мінімум еквівалент 12 млн євро в злотих
Наявність звітності в МСФЗ	ні	фінансова звітність в стандартах МСФО за попередні три роки

Джерело: складено автором на основі [203, 205]

профільних міністерств та відомств, законодавчої влади та професійних асоціацій [208].

Цілі ринку «Інновацій та Інвестицій» полягають у створенні прозорого механізму залучення інвестицій у високотехнологічний сектор економіки Росії; побудова інвестиційного ланцюга від фінансування інноваційних компаній на ранній стадії розвитку до виходу на біржовий ринок; розвиток концепції державно-приватного партнерства. В структурі цього ринку три основних сегмента, які розраховані на компанії різного ступеня «зрілості» і капіталізації, а також зорієнтовані на різні групи інвесторів:

– сектор РІІ – біржовий сектор, який дозволяє інноваційним компаніям здійснювати публічні розміщення (IPO/SPO) та допускає їх цінні папери до обігу у всіх режимах торгівлі на Московській біржі;

– сектор РІІ-2 – режим для проведення приватних розміщень (PP Private Placement). Обіг лише серед кваліфікованих інвесторів в межах біржових

технологій: Адресні (Off EOB) або переговорні угоди (Negotiated deals) та блок-трейдинг (Dark Pool) пакетами акцій;

– сектор IPO Board – механізм залучення інвестицій неопублічними інноваційними компаніями на ранніх стадіях їх розвитку [138].

Встановлені критерії відбору емітентів та їх фінансових інструментів. Так, наприклад, для акцій є вимога мати капіталізацію від 50 млн руб, емітент повинен виготовляти продукцію або використовувати технології, які відносяться до державних пріоритетів в інноваційній сфері та мати угоду з лістинговим агентом (спеціальним біржовим посередником) на строк не менше ніж один рік. Щодо облігацій, то підхід – інший. Перш за все – відповідний кредитний рейтинг емітента або інструмента, обсяг випуску не менше 1 млрд руб, та ж угода з лістинговим агентом на 1 рік. Також присутня суттєва підтримка з боку держави у питаннях оподаткування: для суб'єктів малого та середнього бізнесу компенсуються всі витрати на підготовку розміщення у розмірі 50 %, але не більше 5 млн руб за результатами розміщення; застосовується нульова ставка податку на прибуток та ПДФО від реалізації акцій, що торгуються на РП Московської біржі, якщо інвестор володіє ними понад 5 років [138, 208].

Порівнюючи основні параметри проектів Української, Московської та Варшавської біржі, можна констатувати, що вітчизняний проект концептуально близький і Ринку Інновацій та Інвестицій Московської біржі, і ринку фінансування та торгів інноваційних компаній New Connect Варшавської біржі. Хоча в українському проекті мова про інновації та технології дуже приглушені. Вітчизняний проект значно програє в частині державної підтримки. Крім сприяння зі сторони державного регулятора фондового ринку, ніяких фінансових чи податкових стимулів держава не надає. Безумовно, це не буде сприяти реалізації успішних проектів залучення капіталу за посередництвом фондових бірж у високотехнологічні сегменти вітчизняної економіки.

Розглянемо потенційно можливі перспективи реалізації проекту Української біржі «Ринок залучення капіталу» у середньо-строковому періоді 2016–2020 рр. Прогнози реалізації проекту Української біржі «Ринок залучення капіталу»

зроблені особисто автором за умови успішної реалізації НКЦПФР пунктів «Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року», затвердженої НБУ 18.06.2015, проведення економічних реформ, проведення прозорої приватизації переліку державних підприємств, анонсованих Урядом України у 2014–2016 рр., макроекономічної стабілізації та відновлення сталого економічного зростання України до 2020 року. Зробимо прогноз можливої кількості емітентів акцій, обсяг залученого капіталу через публічне розміщення акцій на «Ринку залучення капіталу» на Українській біржі та ринкову капіталізацію «Ринку залучення капіталу» у випадку реалізації двох сценаріїв розвитку: оптимістичного і базового з 2016–2020 рр. Результати прогнозу у 2016–2020 рр. представлені автором у зведеній таблиці (табл. 3.4) та здійснений на основі аналітичних матеріалів Міжнародного валютного фонду та Світового банку, щодо прогнозів економічного розвитку України до 2020 року.

Отже за прогнозами автора, за умов відновлення економічного зростання України, реалізації реформ фондового ринку НКЦПФР в середньостроковій перспективі до 2020 року на альтернативному ринку Української біржі можна очікувати IPO нових емітентів акцій за:

а) базовим сценарієм – 15 нових емітентів акцій, які, в залежності від запропонованого фрі-флоуту акцій, зможуть залучити на ринку від 190 до 630 млн та матимуть мінімальну оціночну ринкову капіталізацію у 2020 році – 1250 млн грн;

б) оптимістичним сценарієм – 29 нових емітентів акцій, в залежності від запропонованого фрі-флоуту акцій, зможуть залучити на ринку від 350 до 1175 млн грн та матимуть мінімальну оціночну ринкову капіталізацію у 2020 році 2350 млн грн.

Безумовно у випадку реалізації одного із сценаріїв проект Української біржі «Ринок залучення капіталу» стане ефективним інструментом залучення грошових коштів для молодих компаній, що розвиваються, а біржових ринок акцій та інвестори отримають додаткові інструменти для інвестицій та торгів у вигляді нових емітентів акцій з якісним корпоративним управлінням.

Таблиця 3.4

Прогноз реалізації проекту «Ринок залучення капіталу» (РЗК) Української біржі (УБ) у 2016-2020 рр. за умов оптимістичного (ОП) та базового (БЗ) сценаріїв

	2016	2017		2018		2019		2020	
Показник	ОЧ	БЗ	ОП	БЗ	ОП	БЗ	ОП	БЗ	ОП
1.Приріст реального ВВП України, %	+1,5	+1,5	+2	+2,5	3,5	+3	+4	+4,5	+5
2.Обсяг валютних резервів НБУ, (млрд дол США)	16	19	22	22	25	28	30	35	40
3.Курс гривні до 1 дол США	26,5	27	26,7	27,2	27	27,5	27,2	28	27,5
4.Іноземні портфельні інвестиції в акціонерний капітал, (млн дол США)	100	200	300	350	400	350	400	450	500
5.Середньорічний обсяг зарезервованих коштів в Розрахунковому центрі для угод на УБ (млн грн)	30	55	80	100	150	200	250	400	600
6.Індекс УБ, (пунктів)	800	1100	1200	1300	1500	1800	2000	2500	3000
7.Пенсійна реформа (2й та 3й рівень недержавного пенсійного забезпечення)	Ні	Ні	2й	2й	2й	2й	2й	3й	3й
8.К-сть емітентів, що пройшли ІРО на «РЗК» УБ (обсяг емісії 50 млн грн до 2018р, 100 млн грн після 2018р)	0	0	3	5	8	5	8	5	10
9.Обсяг залучених коштів від ІРО при розміщенні 15%/50% акцій, (млн грн)	0	0	23/75	38/ 125	60/ 200	75/250	120/400	75/250	150/500
10.Середня оціночна мінімальна ринкова капіталізація емітентів акцій, що пройшли ІРО на «РЗК» УБ, (млн грн)	0	0	150	250	550	750	1350	1250	2350

Джерело: власна розробка автора на основні аналітичних матеріалів [186, 188, 190]

Однак, варто зазначити, що сьогодні головною перепорою швидкої реалізації інноваційного продукту «Ринок Залучення Капіталу» Української біржі, окрім політико-економічної ситуації в Україні є – реальний дефіцит платоспроможних інвесторів та низька корпоративна культура вітчизняних емітентів. За останні роки поле вітчизняних інвесторів значно звузилось.

Дрібні приватні інвестори та українські торговці цінними паперами, які продовжують спекулювати на біржі, практично, вже не мають інвестиційного ресурсу для купівлі такого роду інструментів. Обсяг середньомісячних залишків задепонованих коштів торговців цінних паперів та їх клієнтів для торгівлі на Українській біржі у 2010–2015 рр. мав стійку негативну динаміку, починаючи з березня 2011 року з пікових значень у майже 300 млн грн, закінчуючи стабілізацією залишків коштів у 2013–2015 рр. на рівні 20–25 млн грн в середньому (рис. 3.1).

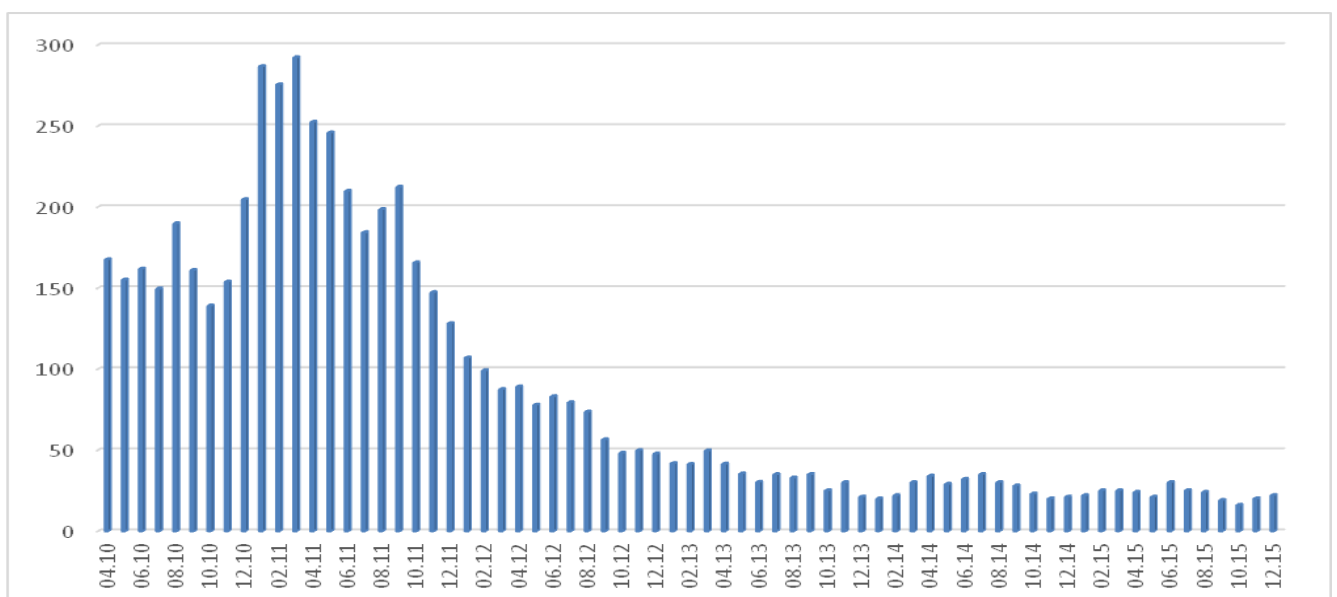


Рис. 3.1. Обсяг середньомісячних залишків задепонованих коштів на Українській Біржі у 2010–2015 рр., млн грн

Джерело: Побудовано автором на основні статистичних даних [198]

Обсяг задепонованих коштів у середньорічному вимірі, протягом 2010–2015 рр. показує також суттєву негативну динаміку: якщо у 2011 році зростання склало 31,15 % (з 164,65 у 2010 р до 216,52 млн грн у 2011 р), то у 2012 році – падіння на 66,4 % (з 216,52 у 2011 р до 72,85 млн грн у 2012 р); у 2013 році – знову падіння на 52,2 % (з 72,85 у 2012 р до 34,85 млн грн у 2013 році), у 2014 та

2015 роках продовжилась негативна динаміка з падінням на 22,5 і 15,7 відсотки до минулого року відповідно. В цілому падіння за 2011–2015 рр. склало 89,5 % (табл. 3.5).

Таблиця 3.5

**Обсяг середньорічних залишків задепонованих коштів на Українській
Біржі (УБ) у 2010–2015 рр., млн грн**

Рік	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Середньорічний обсяг залишків за депонованих коштів на УБ, млн грн	164,65	216,52	72,85	34,85	27	22,75
Зміна, %	0	+31,15	-66,4	-52,2	-22,5	-15,7

Джерело: розраховано та складено автором на основні статистичних даних [198]

Щодо інституційних інвесторів, то публічні інститути спільного інвестування в умовах реалій українського фінансового ринку теж не мають серйозних вільних фінансових ресурсів, адже після кризи фінансової 2008 року можна сказати, що галузь публічних ІСІ була майже повністю знищена через обвал вартості чистих активів ІСІ та повної втрати довіри до цього інструменту інвестування громадянами та іншими іноземними інвесторами.

Розглядаючи венчурне фінансування в Україні, а саме воно переважає в індустрії спільного інвестування – воно мало дотичне до фінансового ринку і виконує завдання не пов'язані із залученням капіталу на публічний ринок фінансового капіталу. Видається, що мало не єдиними фінансовими інститутами, які сьогодні в Україні мають вільний капітал для інвестування є комерційні банки. Але банки мають жорсткі обмеження, встановлені відповідним банківським регулюванням, на ризиковані інвестиційні операції на публічному ринку. За цих умов успішна реалізація проекту «Ринок залучення капіталу» мало ймовірна без більш активної участі держави [138].

Висновок може бути один – на це джерело інвестиційних ресурсів, які сьогодні є у розпорядження вітчизняних інвесторів на біржовому ринку акцій,

розраховувати не можна. Їх недостатньо навіть для традиційної біржової торгівлі «блакитними фішками». Очікувати залучення цієї категорії біржових гравців до «Ринку залучення капіталу» наразі не доводиться та і обсяги такого залучення не можуть бути значними.

Представники емітентів очікують, перш за все, наявності реальних покупців їх акцій, низьку вартість послуг з розміщення цінних паперів, не дуже витратним супроводженням емітента після IPO. Сьогодні мова навіть не йде про те, що «нові ринки» це ринки «не для класичного IPO». Їх призначення інше – бути «підготовчими майданчиками» для виходу на «широкий публічний ринок» або стати своєрідним альтернативним ринком для залучення капіталу «не публічними» українськими компаніями за посередництва інфраструктури фондових бірж, використовуючи їх можливості та імідж [138].

Є потреба суттєвої корекції нормативно-правових актів щодо упорядкування та врегулювання процесу «залучення капіталу» на українських біржах особливо у частині запровадження «особливого рівня лістингу» для такого роду емітентів та значного спрощення умов лістингування. Головною вимогою біржі до емітентів повинно бути розкриття фінансової інформації та якості корпоративного управління. Без вирішення проблеми формального лістингового статусу таких емітентів, важко очікувати на суттєвий інтерес зі сторони як банків, так і інституційних інвесторів [138].

3.2. Цінні папери біржових фондів як фактор розвитку біржового ринку

Високий рівень невизначеності з подальшими перспективами українського біржового ринку в умовах викликів як глобальних так і внутрішньо-національних факторів фінансової нестабільності, робить актуальним запровадження в практику фондового ринку України інноваційних фінансових інструментів, які дозволяли б інвесторам отримувати бажаний рівень інвестиційного доходу навіть на «падаючому» тренді ринку. Коли весь ринок стрімко падає, то в портфелі у інвестора повинні бути інструменти, які зможуть не тільки пом'якшити це

падіння, а і принести інвестору певну дохідність від падіння цін на активи - інструменти які будуть давати «інверсійний ефект». На наш погляд, на таку роль можуть претендувати інверсійні біржові фонди (Inverse ETFs), або як їх називають гравці ринку – фонди падаючого «ведмежого» ринку (Bear ETFs) чи фонди «коротких позицій» (Short ETFs).

Біржові фонди (Exchange Traded Funds – ETF) – інвестиційні фонди, цінні папери яких вільно торгуються на біржах у якості лістингових цінних паперів. Як правило портфель біржового фонду відповідає складу та структурі обраного індексу (бенчмарку) або композиту індексів, який відображає динаміку окремого сектора фінансового ринку або ринок в цілому. Індустрія біржових фондів почала розвиватися не так давно, однак вже сьогодні вона є чи не найбільш швидкозростаючою галуззю у глобальній інвестиційній сфері [220].

Перший біржовий фонд був запущений компанією State Street у 1993 році на американський індекс S&P-500. Наприкінці 1990-х років кількість біржових фондів була все ще незначною – всього 33 фонди, а їх загальні активи склали лише 40 млрд дол США. Переважна більшість фондів оберталася на ринку США, і перший європейський біржовий фонд був створений лише у 2000 році. Саме з початком нового тисячоліття в індустрії біржових фондів розпочався справжній бум. За наступних 10 років кількість фондів зросла у 74 рази, а їх активи – у 33 рази.

Тенденції останніх років свідчать про те, що біржові фонди акцій та облігацій користуються неабиякою популярністю у інвесторів, на тлі відчутного зниження інтересу до традиційних інвестиційних фондів. І це не дивно, адже біржові фонди мають чимало переваг у використанні порівняно зі звичайними фондами. Сьогодні лінійка біржових фондів не обмежується лише акціями, індексами, облігаціями. Активно створюються сировинні, металеві, валютні біржові фонди, фонди окремих країн та регіонів, фонди нерухомості, змішані фонди, фонди певного стилю управління (наприклад, захисні, або зростання), фонди з левериджем, інверсні фонди тощо.

Станом на кінець 2015 року вартість чистих активів ТОП – 10 біржових фондів акцій на глобальних ринках перевищила 533,5 млрд дол США (табл. 3.6) [227].

Таблиця 3.6

Вартість чистих активів ТОП – 10 біржових фондів акцій станом на кінець 2015 р., млрд дол США

Біржовий фонд акцій	Вартість чистих активів
SPDR S&P–500	170,2
Core S&P–500 ETF	65,5
iShares MSCI EAFE ETF	54,9
Total Stock Market ETF	52,8
S&P–500 ETF	39,3
QQQ	37,4
iShares MSCI Emerging Markets ETF	30,3
iShares Russell–1000 Growth ETF	28,8
Europe Pacific	27,4
REIT ETF	26,9
Разом	533,5

Джерело: складено автором на основі [227]

Станом на кінець 2015 року вартість чистих активів ТОП – 10 біржових фондів облігацій США перевищила 97,64 млрд дол США (табл. 3.7), [213].

Таблиця 3.7

Вартість чистих активів ТОП – 10 біржових фондів облігацій станом на кінець 2015 р., млрд дол США

Біржовий фонд облігацій	Вартість чистих активів
Core Total U.S. Bond Market ETF	31,5
Total Bond Market ETF	28
Short-Term Bond ETF	17,7
Intermediate-Term Bond ETF	7,8
Total International Bond ETF	4,24
Total Return Exchange-Traded Fund	2,73
Schwab U.S. Aggregate Bond ETF	2,17
SPDR DoubleLine Total Return Tactical ETF	1,9
iShares Intermediate Government/Credit Bond ETF	1,8
Long-Term Bond ETF	1,7
Разом	97,64

Джерело: складено автором на основі [213]

З даних табл. 3.6 та 3.7 можна зробити однозначний висновок, що на розвинутих фінансових ринках як біржові фонди акцій так і облігацій грають дуже велику роль, перш за все, роль довгострокових інвесторів у цінні папери, маючи дуже великий інвестиційний ресурс.

До основних глобальних фундаторів та керуючих біржовими фондами на міжнародних ринках можна віднести такі відомі компанії як: Barclays Capital Inc, Blackrock Fund Advisors, Emerging Global Shares, Deutsche Bank AG, Fidelity Management & Research Company, Pimco, State Street Bank and Trust Company, Russell Investment Group, UBS Global Asset Management, Vanguard Group Inc, ProShares Company.

Обсяг торгів з акціями найбільшого у світі біржового фонду акцій на індекс S&P-500 «SPDR S&P-500 ETF» становить у середньому 25–27 млрд дол США на день. Сутність біржового фонду акцій SPDR S&P-500 ETF полягає в тому, що активи цього фонду інвестовані в акції індексного кошику, з відповідними пропорціями, біржового індексу S&P-500, а отже динаміка та поведінка цінних паперів цього фонду, практично ідентична динаміці індексу S&P-500 (рис. 3.2). Лише дивіденди, які виплачуються по акціям компаній, що знаходяться в портфелі біржового фонду акцій, спричиняють незначне відхилення динаміки біржового фонду від бенчмарку.

Як можна побачити з рис. 3.2. з 2009 року по кінець 2015 року індекс S&P-500 зріс на +284 %, в той же час біржовий фонд SPDR S&P-500 ETF також продемонстрував зростання на +275 %.

Тобто інвестор придбавши акцій цього біржового фонду у 2009 році, без будь яких додаткових інвестиційних ризиків, окрім ринкового, міг збільшити свої активи в майже 3 рази за 7 років.

Однак як можна побачити під час фінансової кризи 2008 року ціна акцій біржового фонду знизилась, аналогічно падінню індексу S&P-500, на -58 %.

Отже, можна зробити висновок про те, що інвестор, купуючи акції такого біржового фонду, фактично купує індексний кошик індексу S&P-500.

Інакше кажучи, такий інструмент дозволяє інвестору, придбавши всього один



Рис. 3.2. Динаміка курсу цінних паперів біржового індексного фонду акцій SPDR S&P–500 ETF та індексу S&P–500 у 2007–2015 рр., дол США

Джерело: Побудовано автором на основі [223, 228]

цінний папір, зробити максимально диверсифіковану інвестицію одразу в 500 акцій різних компаній, що входять до індексу S&P–500, тим самим повністю захистити свої інвестиції та свій інвестиційний портфель від всіх ризиків, окрім ринкового. До того ж, інвестор купуючи акцій такого біржового фонду, має можливість отримувати дивіденди одразу всіх 500 компаній індексу S&P–500. Інвестування в біржові фонди такого типу доцільно на довготривалий час, адже в довгостроковому періоді фондові ринки завжди демонструють зростаючу динаміку.

Проте враховуючи, що ринок постійно зростати не може, і сучасному ринку властиві часті кризові явища та різкі корекції, інвестор повинен мати можливість не тільки хеджувати свій інвестиційний портфель від падіння ціни, а й одночасно і заробляти додатковий дохід. Одним серед найпопулярніших інструментів для хеджування ризиків таких, як опціони та ф'ючерси, є інверсійні біржові фонди.

Біржові фонди, які показують дохідність обернену до дохідності еталонного індексу, як правило називають інверсійними біржовими фондами, які у свою чергу є також інструментами високої ліквідності [230].

Метою інверсійних фондів є отримання прибутку при падінні вартості еталонного індексу або бенчмарку. Це досягається шляхом використання технологій «коротких продаж», тобто фонд продає запозичені на ринку активи для формування короткої позиції щодо відповідного індексу або бенчмарку.

Таким чином, купуючи цінні папери інверсійних біржових фондів, інвестор отримує додатковий захист свого індивідуального портфеля від падіння ринку. До переваг інверсійних ETF можна додати низькі транзакційні витрати та відсутність витрат, які виникають при прологації «short – позиції» на спотовому ринку чи ринку строкових інструментів.

Станом на кінець 2015 року вартість чистих активів ТОП – 10 інверсійних біржових фондів акцій на глобальних ринках становила 5,52 млрд дол США (табл. 3.8), [219].

Таблиця 3.8

**Вартість чистих активів ТОП - 10 інверсійних біржових фондів акцій
станом на кінець 2015 р., млрд дол США**

Інверсійний біржовий фонд акцій	Вартість чистих активів
ProShares UltraShort S&P–500	1,3
UltraPro Short S&P–500	0,46
Short MSCI Emerging Markets	0,45
Short Russell–2000	0,41
Daily Small Cap Bear 3X Shares	0,37
UltraShort QQQ	0,33
Short Dow–30	0,32
UltraPro Short QQQ	0,31
Short QQQ	0,3
Daily Financial Bear 3X Shares	0,27
Разом	4,52

Джерело: складено автором на основі [219]

З даних табл. 3.8 можна зробити висновок, що на відміну від біржових фондів акцій та облігацій, які здебільшого використовуються як інструмент довгострокових інвестицій, інверсійні біржові фонди акцій використовуються як спекулятивні інструменти, а саме як інструменти для хеджування ризиків на падаючому ринку.

Активи ТОП – 10 інверсійних фондів на кінець 2015 року становили всього 4,52 млрд дол США, що свідчить про невелику популярність даних інструментів серед довгострокових інвесторів, а тільки серед спекулянтів та хеджерів. Однак варто зауважити, що вартість активів невелика, ще через те, що дані фонди акцій є інверсійними і під час зростання ринку (ринок США зростає 6 років поспіль), активи інверсійних фондів знижуються пропорційно зростанню ринку.

Так, найбільшим за активами та обсягом торгів інверсійним фондом є фонд на індекс S&P–500 – «ProShares UltraShort S&P–500 ETF», середній обсяг денних торгів акціями «ProShares UltraShort S&P–500 ETF» складає 70 млн дол США. Динаміка та поведінка цінних паперів цього фонду обернена до динаміки індексу S&P–500, завдяки цьому інвестор купуючи акції цього фонду може отримувати дохідність за рахунок зростання ціни акцій фонду, в той час, як індекс S&P–500 буде знижуватись (рис. 3.3). І навпаки, коли індекс S&P–500 буде демонструвати зростання, акції фонду будуть знижуватись, приносячи збиток інвестору.

Як можна побачити з рис. 3.3, в той час, як у 2008–2009 рр. індекс S&P–500 впав на 57 %, через глобальну фінансову кризу, вартість акцій інверсійного біржового фонду ProShares UltraShort S&P–500 ETF зросла на 61 %, що дало змогу інвестору не тільки захистити портфель від падіння цін на ринку, а й отримати додаткову дохідність, скориставшись інверсійною властивістю фонду.

Проте з початком відновлення ринком втрачених за час кризи позицій та його довготривалим зростанням, з 2009–2015 рр. акції інверсійного фонду впали на - 95,2 %, в той час як індекс S&P–500 зріс на 284 %. Отже можна зазначити, що інвестувати в інверсійні фонди можна лише на короткострокові проміжки, під час корекцій на фондових ринках, та з метою хеджування портфелю.

Крім звичайних інверсійних біржових фондів, є фонди з лівереджем, коли використовується кредитне плече. Вона частіше буває дво- або трикратне, тоді у назві фонду з'являється додток Ultra (2x) або UltraPro (3x). Такі фонди створені, практично, на всі більш менш відомі глобальні індикатори [212].

З прийняттям Верховною Радою України Закону України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 № 5080-VI [47] був здійснений прогрес



Рис. 3.3. Динаміка курсу цінних паперів інверсійного біржового індексного фонду акцій «ProShares UltraShort S&P-500 ETF» та індексу S&P-500 у 2007–2015 рр., дол США

Джерело: побудовано автором на основі [224, 228]

в розвитку та можливості існування на українському фондовому ринку біржових фондів, в перш за все індексних фондів, та фондів банківських металів.

Так у Законі України «Про інститути спільного інвестування» вперше було визначено поняття біржового фонду, а саме біржового інституту спільного інвестування.

Згідно пункту 9 статті 7 Закону України «Про інститути спільного інвестування» – біржовими інститутами спільного інвестування можуть бути відкриті спеціалізовані інвестиційні фонди класів: індексні фонди, фонди банківських металів [43]. Біржовим інститутом спільного інвестування є інститут спільного інвестування, проспектом емісії цінних паперів якого передбачається, що:

1) цінні папери такого інституту підлягають обов'язковому обігу на фондовій біржі, визначеній проспектом емісії;

2) придбання цінних паперів під час їх первинного розміщення чи продаж емітентом раніше викуплених цінних паперів або пред'явлення до викупу цінних

паперів такого інституту здійснюється учасниками такого інституту чи інвесторами через андеррайтера таких цінних паперів або андеррайтером за власний рахунок чи за рахунок його клієнтів;

3) андеррайтер цінних паперів такого інституту зобов'язаний підтримувати котирування (ціни попиту та пропозиції) таких цінних паперів на визначеній перспективі емісії фондовій біржі;

4) оплата цінних паперів такого інституту під час їх продажу або викупу емітентом може здійснюватися у відповідній пропорції активами, визначеними інвестиційною декларацією зазначеного інституту.

Пунктом 17 статті 48 Закону України «Про інститути спільного інвестування» [43] регулюються вимоги до активів індексного фонду, а саме: до складу активів спеціалізованого індексного фонду можуть входити:

- 1) кошти в національній та іноземній валюті;
- 2) цінні папери, що входять до складу індексного кошика обраного індексу фондової біржі. Вимоги до індексу та методики його розрахунку встановлюються НКЦПФР.

На вітчизняному біржовому ринку акцій перший індексний біржовий фонд акцій – «Закритий недиверсифікований пайовий інвестиційний фонд «Індекс Української біржі» з'явився на початку 2011 року. Засновником такого біржового фонду стала компанія з управління активами Кінто. Це перший в Україні інвестиційний фонд, цінні папери якого вільно торгуються на біржі [211, 212].

Станом на 31.12.2015 вартість чистих активів «Закритий недиверсифікований пайовий інвестиційний фонд «Індекс Української біржі» становила 4,55 млн грн. У 2014–2015 рр. обсяг денних торгів інвестиційними сертифікатами цього фонду коливався в межах 100–300 тис грн [198, 212].

Згідно інвестиційної декларації фонду, мета діяльності фонду полягає в отриманні доходності, максимально наближеної до доходності Індексу Української біржі.

Для досягнення цієї мети фонд використовує пасивну стратегію управління активами, як передбачає: максимальне наближення структури портфелю фонду до

структури індексу Української біржі, що дає можливість максимально повторювати і саму динаміку індексу Української біржі (табл. 3.9), (рис. 3.4). З огляду на те, що у будь-який конкретний момент часу структура портфелю Фонду може не відповідати структурі індексного кошику через вплив ринкових факторів, допускається відхилення частки кожного цінного папера в активах фонду від частки цього цінного папера в індексному кошику в межах 2 відсоткових пунктів та мінімізацію операційних витрат фонду [212].

Таблиця 3.9

**Структура активів біржового фонду акцій «Індекс Української біржі»
станом на 31.12.2015, тис грн**

Емітенти	Ринкова вартість на 31.12.2015, тис грн	Частка в портфелі фонду, %	Частка в індексі акцій Української біржі, %
Авдіївський коксухімічний завод	119	2,61	2,61
Азовсталь	532,5	11,68	11,68
Алчевський металургійний комбінат	90,6	1,99	1,99
Донбасенерго	412,9	9,06	9,06
Єнакієвський металургійний завод	99,4	2,18	2,18
Крюківський вагонобудівний завод	394,7	8,66	8,66
Мотор-Січ	938	20,57	20,59
Райффайзен Банк Аваль	625,7	13,72	13,72
Укрнафта	380,5	8,35	8,33
Центренерго	965,5	21,18	21,18
Разом	4558,8	100	100

Джерело: складено автором на основі [198, 212]

З табл. 3.9 можна побачити, що структура активів біржового фонду акцій «Індекс Української біржі» максимально наближена до структури індексу УБ.

Ціна інвестиційних сертифікатів фонду акцій «Індекс Української біржі», які торгуються на ринку заявок Української біржі також максимально повторює динаміку індексу.

Так з березня 2011 року по травень 2013 року індекс Української біржі впав на -72 %, вартість інвестиційних сертифікатів біржового фонду «Індекс

Української біржі» знизилась відповідно динаміці індексу, падіння за аналогічний період становило -70 %.

З відновлення ринку з початку 2014 року по червень 2014 року індекс Української біржі зріс на +53 %, інвестиційні сертифікати біржового фонду «Індекс Української біржі» продемонстрували аналогічне зростання вартості у розмірі +54 %. Однак з початком загострення політико-економічної ситуації в Україні та відновленням падіння ринку, інвестиційні сертифікати біржового фонду «Індекс Української біржі» показали падіння у ціні з липня 2014 по 2015 рік у розмірі -53,44 %, в той час як індекс Української біржі знизився на -47,9 % за відповідний період часу (рис. 3.4).



Рис. 3.4. Динаміка курсу інвестиційних сертифікатів біржового фонду акцій «Індекс Української біржі» та індексу Української біржі з березня 2011 по 2015 рр., грн, пунктів

Джерело: побудовано автором з використанням програмного комплексу Quick [229]

На думку фундаторів перших українських фондів, вони мають цілий ряд переваги для інвесторів. Перша і головна перевага це: велика ліквідність, яка полягає в тому, що інвестор може купити або продати акції біржового фонду на біржі в будь-який час протягом торгової сесії. Для довгострокових інвесторів біржового забезпечує пряме та диверсифіковане інвестування в Україну, шляхом купівлі структурованого кошика ліквідних акцій українських компаній. Для активних intraday-трейдерів такий інструмент, як акції біржового фонду, може

використовуватись в торгових стратегіях «pairs trading» (торгівля на звуження спреда в парі з ф'ючерсом на індекс Української біржі або деякими акціями), арбітраж ф'ючерсних контрактів. Стратегія пасивного інвестування може доповнювати більш активні стратегії. За рахунок пасивної ролі керуючого суттєво зменшуються операційні витрати, а інвестування стає повністю прозорим.

Для розвитку біржової індустрії та біржового ринку акцій в Україні є нагальна потреба в розширенні біржових інструментів, а саме: поява нових емітентів акцій, в перш за все через «Ринок залучення капіталу», запуск валютних деривативів, запуск деривативів на акції, розвиток та збільшення кількості біржових фондів акцій, банківських металів, зокрема створення інверсійних фондів на вітчизняному біржовому ринку.

За діючого законодавства, перш за все Закону України «Про інститути спільного інвестування», в якому відсутнє поняття інверсійного біржового фонду та регулюванні вимог до його активів, сьогодні неможливо створити класичний інверсійний біржовий фонд. Адже модель індексного інверсійного біржового фонду передбачає інвестування активів фонду в «короткі позиції» акцій, що складають індексу корзину обраного бенчмарку через продаж ф'ючерсних контрактів на ці акції.

Незважаючи на недосконале законодавство, з прийняттям Закону України «Про похідні фінансові інструменти (деривативи)», та запуском торгів ф'ючерсних контрактів на акції індексного кошику, створення першого в Україні індексного інверсійного біржового фонду акцій відбудеться у короткі терміни.

Немає сумнів, що такий новий інструмент на українському біржовому ринку акцій буде користуватись попитом як серед професійних учасників ринку так і серед спекулянтів та дрібних інвесторів, адже враховуючи особливість вітчизняного ринку, а саме його високу волатильність, ефективні інструменти хеджування будуть завжди користуватись попитом, особливо такі інструменти, що дозволять не тільки зберігати капітал, а й збільшувати його під час падіння ринку.

Побудуємо модельний інверсійний біржовий фонд акцій на індексу Української біржі (додаток І) та проаналізуємо у ретроспективі 2011–2015 рр. динаміку ціни його інвестиційних сертифікатів, порівнявши її з динамікою індексу Української біржі за аналогічний період (рис. 3.5).

Як можна побачити з рисунку ціни інвестиційних сертифікатів з 30.03.2011 по 31.12.2015 зросла з 2831,27 до 4976,68 грн за одну штуку, або на 75,77 %, в той же час індекс Української біржі впав з 2831,27 до 685,86 пунктів, або на 75,77 %. Це створило для інвесторів інверсійний ефект, що дало можливість не тільки зберегти свої кошти, а і суттєво їх збільшити.

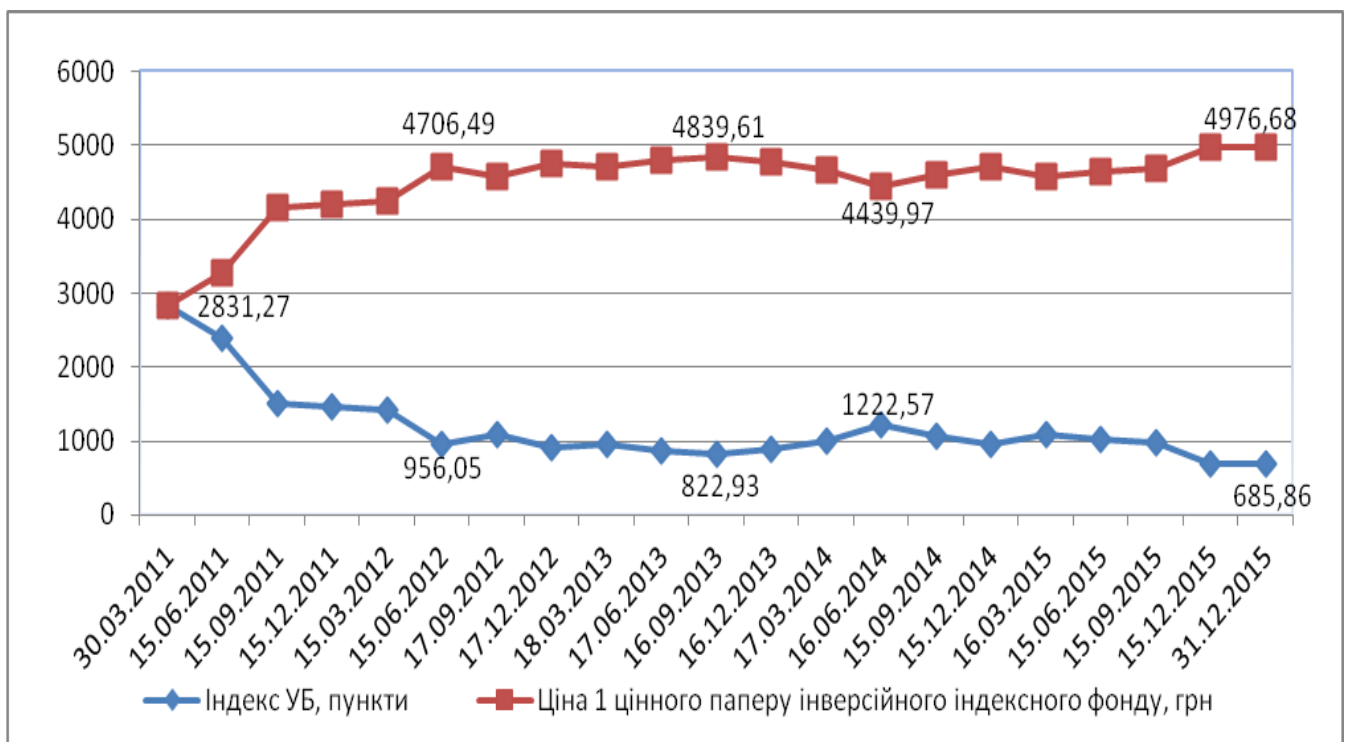


Рис. 3.5. Динаміка курсу цінних паперів модельного індексного інверсійного біржового фонду та індексу Української біржі з 30.03.2011 по 31.12.2015 рр., грн, пунктів

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі статистичної інформації [198]

Можна зробити висновок, що ухвалення необхідних зміни до Закону України «Про інститути спільного інвестування», прийняття Закону України «Про деривативи», реалізація плану реформ НКЦПФР фондового ринку надасть можливість розвитку біржових фондів акцій, зокрема інверсійних біржових фондів акцій, що сприятиме відродженню сегменту інститутів спільного

інвестування, зростанню кількості та різновиду біржових інструментів, доступних як для професійних учасників так і для дрібних інвесторів та спекулянтів.

3.3. Напрями розвитку біржового ринку акцій в Україні

З 2012 року фондовий ринок України у своєму біржовому сегменті набув нових негативних проблем. У відповідності до вимог Закону України «Про акціонерні товариства» акціонерні товариства зобов'язані проводити річні загальні збори акціонерів, на яких прийняти відповідні рішення, якими затвердити річні фінансові результати. Але у порядках денних щорічних зборів ряду публічних товариств, акції яких торгуються на ринках заявок та котировок на українських фондових біржах регулярно з 2012 року почали ставитись питання надання згоди зборами акціонерів на вчинення значного правочину (згідно Закону України «Про акціонерні товариства, значний правочин - правочин (крім правочину з розміщення товариством власних акцій), учинений акціонерним товариством, якщо ринкова вартість майна (робіт, послуг), що є його предметом, становить 10 і більше відсотків вартості активів товариства, за даними останньої річної фінансової звітності). При чому нерідко величина такого правочину співставна або значно перевищує розмір статутного капіталу товариства.

Тобто правління товариства отримує після зборів акціонерів легальний дозвіл виводити активи товариства або навіть грошові кошти на споріднені з власниками контрольних пакетів компанії (необов'язково української юрисдикції), а акціонерам залишити проблеми та старі борги. Закон України «Про акціонерні товариства» передбачає, що «кожний акціонер - власник простих акцій товариства має право вимагати здійснення обов'язкового викупу акціонерним товариством належних йому голосуючих акцій, якщо він зареєструвався для участі у загальних зборах та голосував проти прийняття загальними зборами рішення про: 1) злиття, приєднання, поділ, перетворення, виділ, зміну типу товариства; 2) вчинення товариством значного правочину; 3) зміну розміру статутного капіталу» [46].

Хоча закон передбачає особливий порядок реалізації акціонерами права вимоги обов'язкового викупу акціонерним товариством належних їм акцій, у якому підкреслено, що ціна викупу акцій не може бути меншою, ніж їх ринкова вартість, питання виникає у визначенні цієї ринкової вартості. Законом встановлено, що ціна викупу акцій розраховується станом на день, що передує дню опублікування в установленому порядку повідомлення про скликання загальних зборів, на яких було прийнято рішення, яке стало підставою для вимоги обов'язкового викупу акцій, тобто законодавство намагається захистити акціонера, права та законні інтереси якого можуть бути порушені.

Однак, на нашу думку, норми Закону України «Про акціонерні товариства» щодо ціни викупу акцій акціонерним товариством у разі не згоди акціонера з рішенням загальних зборів акціонерів щодо «значних правочинів акціонерного товариства» та інших випадках, які дають право акціонеру вимагати здійснити викуп акцій акціонерним товариством не враховують реальний стан біржового ринку акцій в Україні, перш за все у полі можливостей щодо маніпулювання ціною акцій, особливо за день до дати загальних зборів акціонерів.

Тому на наш погляд, з метою підвищення захисту прав акціонерів, ціна викупу має розраховуватись, як ціна не за останній торговий день, а середня за 6 останніх місяців до дати загальних зборів акціонерів, на яких будуть прийматись зазначені вище рішення. Наприклад, Фонд державного майна України при встановленні початкової ціни акції по акціонерним товариствам, які виставляються на приватизацію, встановлює проміжок у 6 місяців. До речі, саме за таким алгоритмом визначалась початкова ціна при приватизації українських енергогенеруючих компаній: ПАТ «Західенерго», ПАТ «Дніпроенерго», ПАТ «Київенерго». Ціна «одного дня до публікації» залишає великий простір емітенту для суттєвої маніпуляції біржовим курсом.

Наступною важливою проблемою лишиться питання біржового курсу, який буде використаний для визначення ціни викупу і на якій фондовій біржі він буде сформований. В Україні на сьогодні організацію торгівлі на ринку цінних паперів здійснюють 10 фондових бірж і згідно чинного законодавства офіційним

біржовим курсом для визначення ціни акцій емітента вважається мінімальний біржовий курс акції серед всіх 10 бірж, де з даними акціями були угоди. Тому, враховуючи чинні норми законодавства, щодо визначення ціни викупу акцій емітентом, дуже легко в інтересах мажоритарного акціонера, або емітента акцій, створити штучно занижений біржовий курс акцій, який і буде ціною викупу.

Якщо великі власники акціонерного товариства вирішили вчинити значний правочин з якоюсь метою і не витратити на це великі кошти для обов'язкового викупу акцій у дрібних та інституціональних емітентів, то завадити їм у цьому, практично, не можливо. Крім того, право на обов'язковий викуп акцій є лише у тих акціонерів, які зареєструвались на зборах та проголосували проти.

Голосування та реєстрація на зборах без фізичної присутності акціонера або його представника чинним законодавством не передбачено. Тобто, якщо акціонер не прибув на збори, то у нього право на обов'язковий викуп зникає. Біржовий же ринок акцій втрачає чергового емітента, акції якого переходять у розряд мало ліквідних або навіть зовсім не ліквідних акцій з подальшим виключенням із біржового списку.

Вирішення даної проблеми полягає не тільки у змінах Закону України «Про акціонерні товариства», а й консолідації ринку та посилення контролю НКЦПФР за недопущенням цінових маніпуляцій.

Найгострішою сучасною проблемою українського біржового ринку акцій, як же зазначалось, є питання його консолідації, технологічного та інноваційного розвитку, зростання кількості та якості акцій та інших фінансових інструментів які б були цікаві та інвестиційно-привабливі для учасників біржового ринку акцій України.

Необхідно зазначити, що така ситуація пов'язана з відсутністю достатньої пропозиції інструментів фондового ринку з прийнятними для інвесторів характеристиками щодо дохідності, ризикованості, ліквідності та захищеності, а також відносно незначним обсягом інвестиційного капіталу. Незацікавленість потенційних інвесторів як внутрішніх, так і зовнішніх, придбавати акції вітчизняних емітентів пов'язана з низьким рівнем корпоративного управління,

недостатнім рівнем розкриття інформації про діяльність таких підприємств, відсутністю прийнятної дивідендної політики, невизначеністю власної бізнес-стратегії тощо.

Існуючий попит на акції інвестиційно-привабливих підприємств, які частково або повністю належать державі, не задовольняється через вкрай невелику кількість акцій таких підприємств у вільному обігу. Лістинг акцій на провідних вітчизняних фондових біржах має сенс лише при сприянні емітентів, однак у емітентів відсутня достатня мотивація проводити таку процедуру. Більше того, існуючі лістингові вимоги, особливо щодо фінансових показників діяльності емітентів, не враховують їх реального стану і тим самим призводять до штучного обмеження кількості цінних паперів в біржовому обігу. Складність організації та проведення первинних публічних розміщень фінансових інструментів на українському фондовому ринку значно звужує можливість доступу інвесторів до об'єктів інвестування.

Як зазначив віце-президент Gorshenin Group Олексій Лещенко, за результатами досліджень фахівців Інституту Горшеніна був зроблений висновок, що українські компанії не розглядають фондовий ринок, як механізм отримання прибутку. Основна перешкода на шляху розвитку вітчизняного ринку цінних паперів – це інвестиційна незахищеність. Незначні об'єм та глибина українського фондового ринку роблять неможливими вихід з відповідних позицій у відповідні строки. Великим компаніям вигідніше залучати фінанси з-за кордону. При виході на міжнародний фондовий ринок потенційний український емітент отримує як мінімум у три–пять разів вищу оцінку своїх компаній, ніж в Україні [167].

Одним з пріоритетних напрямів реформування та вдосконалення біржового ринку акцій в Україні у наступні 5 років (2015–2020 рр.), на нашу думку, має стати консолідація системи біржового ринку цінних паперів в Україні, зокрема біржового ринку акцій, підвищення гарантування прав власності на цінні папери, вдосконалення нормативно-правового забезпечення функціонування біржової системи ринку.

Ми вважаємо, що консолідація системи біржового ринку цінних паперів

України, зокрема біржового ринку акцій, має відбутись протягом 2015–2020 рр. за наступними напрямками:

1. Консолідація біржової інфраструктури, результатом якої має стати поява до кінця 2020 року в Україні єдиного біржового холдингу замість існуючих сьогодні 10 фондових бірж, який буде обслуговувати та здійснювати професійну діяльність з організації торгівлі 5-ти основних сегментів біржового ринку, як: біржовий ринок акцій, біржовий ринок облігацій, ринок РЕПО, біржовий ринок деривативів, альтернативний ринок залучення капіталу.

Для стимулювання та здійснення консолідації існуючих фондових бірж в Україні у єдиний біржовий холдинг, НКЦПФР необхідно здійснити, на нашу думку такі заходи, як:

- стандартизація вимог до торговельних систем фондових бірж з метою мінімізації торговельних ризиків та збоїв торговельних систем;
- посилити контроль, щодо виконання зобов'язань фондових бірж за дотриманням ліцензійних умов і пруденційних нормативів НКЦПФР, через встановлення ліміту порушення умов та нормативів не більше 1 разу на рік з терміном виправлення порушення протягом 30 днів з дня порушення;
- встановити ліміт випадків маніпулювання ціною активу торгівцями на біржі до 10 раз на рік за умови не реагування фондової біржі на ці випадки, введенням санкцій проти таких торгівців, через виключення їх з членів біржі за порушення правил біржі та маніпулювання ціною активу.

Такі заходи призведуть до концентрації та зростанню ліквідності на біржовому ринку, вдосконаленню програмного забезпечення торгівлі з цінними паперами і деривативами, підвищить стандарти розкриття біржової інформації, зросте ефективність механізмів протидії маніпулюванню та відповідальності за несправедливе ціноутворення.

2. Консолідація професійних учасників фондового ринку, як отримали ліцензії НКЦПФР на право провадження професійної діяльності з торгівлі цінними паперами та управління активами інститутів спільного інвестування і недержавних пенсійних фондів, депозитарної діяльності.

За даними НКЦПФР на кінець 2015 року кількість учасників фондового ринку, які на підставі ліцензії НКЦПФР здійснювали професійну діяльність з торгівлі цінними паперами становила – 384 торгівця цінними паперами (торгівці та банки), з управління активами інституційних інвесторів – 326 компаній з управління активами, з депозитарної діяльності – 262 депозитарних установи [187].

Очевидно, що така значна кількість торгівців цінними паперами та компаній з управління активами за умов сучасного стану фондового ринку України, зокрема і біржового ринку є великою та не сприяє їх ефективному здійсненню професійної діяльності, підвищує ризики для їх клієнтів інвесторів, знижує можливості для оперативного контролю НКЦПФР за дотриманням правил та умов їх професійної діяльності.

Консолідація депозитарної системи України, яка почалась із прийняттям і вступом в силу Закону України «Про депозитарну систему» 11.10.2013 вже довела свою ефективність. Так, за даними НКЦПФР, станом на 01.09.2013, до вступу в силу Закону України «Про депозитарну систему» в Україні здійснювали професійну діяльність реєстраторів цінних паперів – 120, зберігачів цінних паперів – 356. Однак, в процесі консолідації депозитарної системи України, з кінця 2013 до 2015 року в Україні, за даними НКЦПФР, стало налічуватись 262 депозитарні установи [187].

Консолідація привела до зростання надійності та прозорості діяльності професійних учасників, що на підставі ліцензії НКЦПФР, здійснюють депозитарну діяльність на ринку цінних паперів в Україні, інші фінансово-слабкі компанії, які не відповідали новим вимогам НКЦПФР змушені були піти з ринку.

Отже з метою виконання заходів, щодо консолідації професійних учасників фондового ринку до 2020 року, НКЦПФР повинна здійснити такі заходи:

- посилити контроль, щодо виконання зобов'язань торгівців та компаній з управління активами за дотриманням ліцензійних умов і пруденційних нормативів НКЦПФР, через встановлення ліміту порушення умов та нормативів не більше 1 разу на рік з терміном виправлення порушення протягом 30 днів з дня

порушення;

- встановити для торговців цінними паперами мінімальні місячні обсяги та кількість ринкових торгових операцій на фондовій біржі за видами інструментів: акціями за біржовими угодами по безадресними заявками –10 млн грн і 100 угод, акціями за біржовими угодами по адресними заявками –5 млн грн і 10 угод; або облігаціями за біржовими угодами – 25 млн грн і 10 угод; або деривативами за біржовими угодами – 25 млн грн і 500 угод;

- встановити для торговців мінімальну, протягом року, кількість індивідуальних та інституціональних клієнтів на рівні 100 осіб;

- встановити для компанії з управління активами мінімальний розмір активів інститутів спільного інвестування, який знаходиться в управління компанії з управління активами на рівні 50 млн грн середньорічної чистої вартості активів інститутів спільного інвестування в управлінні;

Ми вважаємо, що за умов виконання подібних заходів, щодо консолідації, до 2020 року на ринку цінних паперів, за умов його сучасного стану, мають залишитись не більше 50 торговців цінними паперами та не більше 100 компаній з управління активами.

Такі заходи консолідації призведуть до зростанню обсягів торгів на біржовому ринку, підвищенню рівня захищеності прав інвесторів, посиленню фінансової стійкості професійних учасників фондового ринку, покращенню умов надання послуг інвесторам та зростанню рівня довіри інвесторів до ринку цінних паперів України.

3. Очищення біржового ринку від «сміттєвих» акцій. Заходи, щодо очищення ринку від «сміттєвих» акцій мають відбуватись через заборону НКЦПФР обіг таких акцій на біржовому ринку, попередньо затвердивши уніфіковані стандарти, щодо визначення статусу «сміттєва акція», встановленням мінімальних вимог до щомісячних обсягів торгів такими акціями на біржі, мінімального наявного спреда між ціною купівлі – продажем, фінансовим станом емітента таких акцій, тощо. Такі заходи будуть підвищувати захист інвесторів, та унеможлиблювати

формуванням компаніями з управління активами портфелів інститутів спільного інвестування на основі неліквідних «сміттєвих акцій».

4. Підвищення вимог до емітентів, акції яких формують 1 та 2 рівні лістингу фондових бірж, через підвищення лістингових вимог. Це дозволить очистити біржові лістинги від інвестиційно-непривабливих емітентів акцій з їх низькою ринковою ліквідністю. А розрахунок біржових індексів виключно на базі акцій 1 та 2 рівні лістингу дозволить отримати біржові індекси, які будуть відображати реальний стан біржового ринку акцій.

Представимо прогностні показники системи консолідованого біржового ринку цінних паперів в Україні у 2020 році (табл. 3.10).

Таблиця 3.10

Прогностні показники кількості учасників консолідованого біржового ринку цінних паперів в Україні у 2020 р., од

Показник	2015	2020
Фондові біржі	10	1
Торговці цінними паперами	384	50
Компанії з управління активами ІСІ	326	100
Депозитарні установи	262	200
Депозитарії	1	1
Клірингові установи	1	1
Емітенти акцій 1 та 2 рівня лістингу реєстрів фондових бірж	33	10

Джерело: власна розробка автора [187]

В цілому консолідовану систему біржового ринку цінних паперів в Україні представимо схематично у такому вигляді (рис. 3.6).

Необхідно вдосконалити положення та правила функціонування фондових бірж, запровадивши обов'язкову норму, для покращення повноти розкриття інформації про біржовий ринок акцій, щодо оприлюднення списків маркет-мейкерів і які акції вони підтримують.

При оприлюдненні підсумків торгів, необхідно запровадити розкриття співвідношення обсягів угод професійних учасників та клієнтських угод, в тому числі і приватних інвесторів інтернет-трейдингу, особливо це стосується не

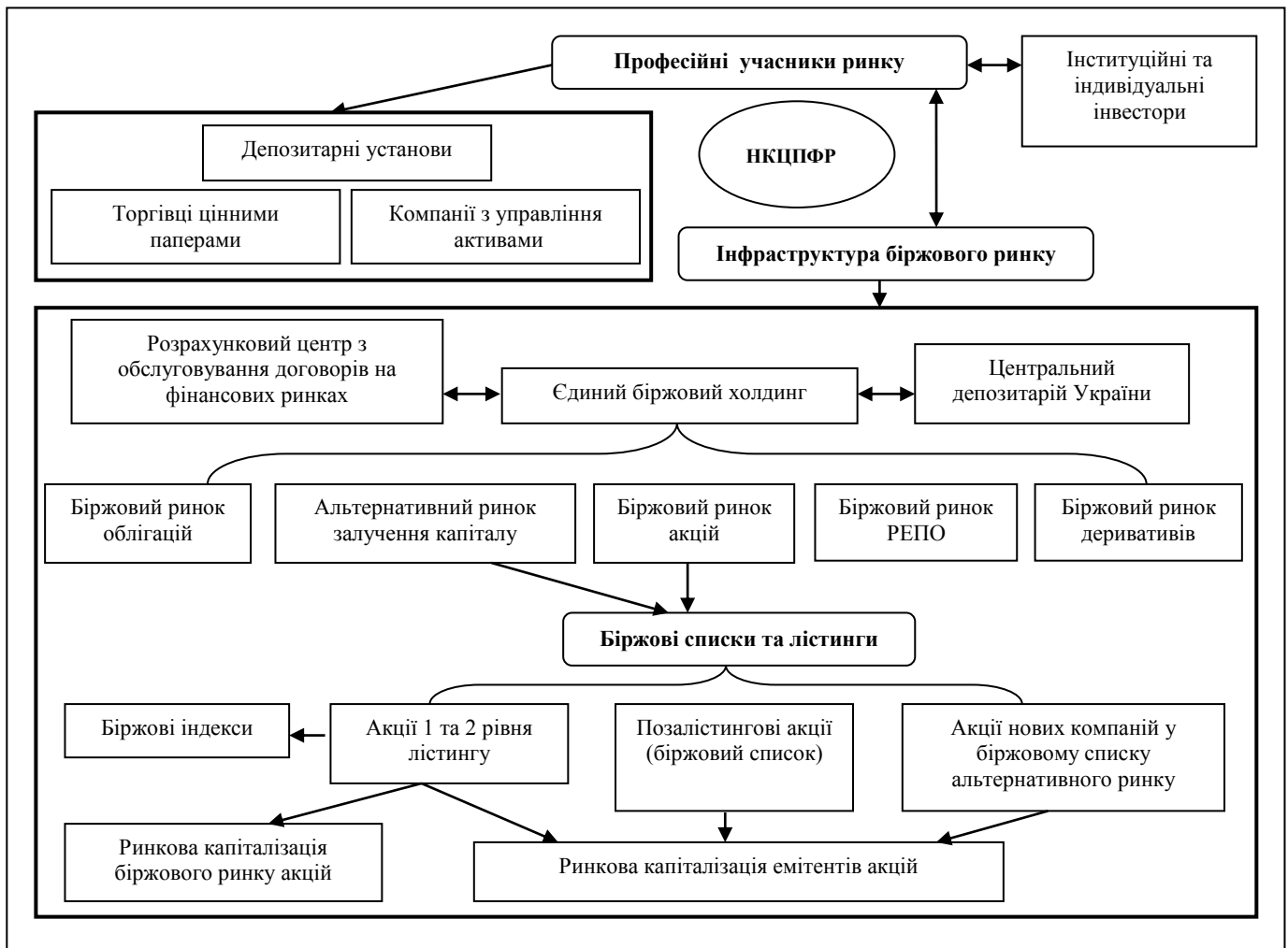


Рис. 3.6 Схема консолідованого біржового ринку цінних паперів в Україні

Джерело: власна розробка автора

тільки ринку акцій, а й ринку деривативів.

З метою вдосконалення механізмів захисту прав інвесторів та їх підвищення державному регулятору – НКЦПФР, необхідно, в короткі терміни, на нашу думку, здійснити наступні кроки:

- запровадити загальноприйняті міжнародні принципи корпоративного управління і діяльності акціонерних товариств;
- в Закон України «Про акціонерні товариства» внести зміни щодо обов’язкове введення в публічних акціонерних товариствах, акції яких знаходяться у біржовому лістингу, посади корпоративного секретаря з покладенням на нього функцій щодо організації заходів з корпоративного управління в цих товариствах;

- запровадити рейтингування інвестиційної привабливості емітентів акцій 1 та 2 рівня лістингу;
- розробити та запровадити стратегії ефективної дивідендної політики в публічних акціонерних товариствах, акції яких знаходяться у біржовому лістингу та посилити контроль за виконанням рішень загальних зборів акціонерів, щодо сплати дивідендів акціонерам;
- запровадити механізм оцінки ефективності управління акціонерними товариствами через показник їх ринкової капіталізації на фондових біржах;
- створити систему спеціалізованих судів для розгляду корпоративних спорів в акціонерних товариствах;
- запровадити для міноритарних акціонерів у засобах масової інформації освітніх та навчальних програм з питань законодавчого регулювання корпоративного управління, прав та обов'язків акціонерів;
- забезпечити підтримку утворення та діяльності громадських організацій громадянами, які є міноритарними акціонерами, з метою захисту їх прав, надання необхідної консультативної допомоги.

На початку 2015 року НКЦПФР прийняла рішення щодо допуску акцій компанії «Укрпродукт» та «Миронівський хлібопродукт», до обігу на території України. Поява цих емітентів розширить інвестиційних інструментарій на вітчизняному біржовому ринку акцій та буде сприяти його відновленню і залученню більшої кількості інвесторів.

В свою чергу потрібно не обмежуватись, для розширення інвестиційного інструментарію біржового ринку акцій, лише допуском на ринок вітчизняних компаній чиї акції сьогодні торгуються на закордонних фондових майданчиках. Регулятору та професійним учасникам ринку необхідно сприяти розвитку такого інструментарію як біржові фонди акцій, облігацій та дорогоцінних металів. Такі інструменти на міжнародних ринках вже показали свою необхідність, ефективність та популярність серед інвесторів та спекулянтів. Перший український досвід свідчить про необхідність розвитку такого інструментарію,

особливо створення інверсійних біржових фондів, та фондів облігацій і дорогоцінних металів.

Однією з головних проблем біржового ринку акцій в Україні є його низька ліквідність через недостатність інвестиційного ресурсу. На нашу думку дієвим фактором відновлення і розвитку ринку, та повернення інвесторів може стати залучення корпоративного недержавного пенсійного фонду НБУ (далі – КНПФ НБУ) до операцій с цінними паперами, які лістингуються та торгуються на біржовому ринку акцій, а саме Українській Біржі, також КНПФ НБУ може стати запорукою успішної реалізації проекту інноваційного продукту Української біржі «Ринок Залучення Капіталу».

Повна інформація, щодо інвестиційної політики КНПФ НБУ в публічному доступі відсутня, однак з початком перевірки діяльності КНПФ НБУ на початку 2014 року важлива інформація для аналізу інвестиційної політики потрапила у публічний доступ [39]. Так станом на початок 2014 року чиста вартість активів пенсійного фонду НБУ становила 1 млрд 337 млн грн. Структуру активів фонду можна проаналізувати з табл. 3.11.

Таблиця 3.11

Структура активів КНПФ НБУ станом на 01.01.2014, млн грн

	Об'єкт інвестування активів КНПФ НБУ	Сума, млн грн	Частка в загальній вартості активів КНПФ НБУ, %
1	Депозитні банківські рахунки	453,5	33,92
2	Цінні папери, а саме:	816,2	61,04
2.1	Цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України	124,6	9,32
2.2	Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України	486,6	36,4
2.3	Акції українських емітентів	204,8	15,32
3	Об'єкти нерухомості	37,2	2,78
4	Дебіторська заборгованість	12,3	0,92
5	Інші активи	17,9	1,34
Всього		1337,2	100

Джерело: складено автором на основні [34]

Як можна побачити з таблиці 3.11, значний обсяг коштів – 486,6 млн грн, що складає 36,4 % від загальної вартості чистих активів КНПФ НБУ станом на кінець 2013 було інвестовано у корпоративні облігації та акції вітчизняних емітентів. Проводячи аналіз активів КНПФ НБУ (додаток І), можна побачити, що кошти фонду були інвестовані у «сміттєві, схемні» облігації, та схемні акції, адже наприклад серед переліку акцій, куди були інвестовані кошти фонду немає жодного емітенту акції, котрого належать до лістингу, або біржового індексу Української біржі, чи з якими проходять реальні угоди на біржовому ринку акцій України.

Як видно з додатку І, значна частина активів КНПФ НБУ дійсно інвестується у «сміттєві» та неліквідні цінні папери, що створює великі ризики, а саме ризики низької ліквідності та неплатоспроможності по позиціям даних інвестицій.

Ми вважаємо, що більш ефективними інвестиції були б інвестиції в такі вітчизняні публічні промислові гіганти як : ПАТ «Укрнафта», ПАТ «Моторсіч», ПАТ «Центренерго», ПАТ «Донбасенерго», ПАТ «Західенерго», ПАТ «Дніпроенерго», ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод», ПАТ «Азовсталь» та інші. Перші 6 вказаних емітентів останні роки щорічно виплачували дивіденди. Так наприклад ПАТ «Укрнафта» у 2014 році нарахувала 70 грн дивідендів на 1 просту акцію, при її ринковій ціні в 300 грн, що становило 23,3 % дивідендної дохідності. Також варто зазначити що дані емітенти є «блакитними фішками» і у посткризові періоди такі акції демонструють найбільші зростання вартості (наприклад за 2014 рік, вартість акцій ПАТ «Укрнафта» зросла більше ніж на 100 %, з 110 грн на початку року до 203,3 грн за акцію на кінець року).

За даними Національної асоціації НПФ та адміністраторів НПФ, станом на 30.06.2014 вартість чистих активів КНПФ НБУ становила 1 млрд 571 млн грн. Враховуючи законодавчі обмеження щодо структури інвестицій коштів НПФ, а саме інвестиції у акції вітчизняних емітентів не можуть перевищувати 40 % від вартості чистих активів НПФ, можна зазначити, що потенційний наявний інвестиційний ресурс, який може бути реально використаний для розвитку біржового ринку акцій України, розвитку «Ринку залучення капіталу», стати

довгостроковим інвестиційним ресурсом на вітчизняному біржовому ринку, який буде сприяти поверненню вітчизняних та іноземних інвесторів у цінні папери вітчизняних емітентів, складає приблизно 630 млн грн (за максимальним показником обмеження). Якщо навіть 50 % цієї суми буде інвестуватись саме у акції «блакитних фішок», а інша у корпоративні облігації, то навіть 300 млн грн довгострокового інвестиційного ресурсу надасть значний поштовх для відновлення і розвитку біржового ринку акцій (нагадаємо, сьогодні обсяг інвестиційного ресурсу, задепонованого для здійснення операцій з цінними паперами на Українській біржі складає в середньому 20–25 млн грн).

Слід зазначити, що інвестування активів КНПФ НБУ у акції «українських блакитних фішок» також значно підвищить їх справедливую ринкову вартість та привабливість, особливо під час анонсованого Кабінетом Міністрів України процесу приватизації компанії з державною часткою у статутному капіталі, а саме таких компаній як ПАТ «Укрнафта», ПАТ «Центренерго», ПАТ «Донбасенерго», ПАТ «Західенерго, ПАТ «Дніпроенерго».

Ми вважаємо, що політика держави, щодо реформування та розвитку біржового ринку акцій України має також включати стимулювання розвитку «Ринку залучення капіталу» Української біржа, із залученням недержавного пенсійного фонду НБУ до операцій на біржовому ринку акцій. Такий крок дозволить залучити на ринок значний довгостроковий інвестиційний ресурс, що дозволить значно підвищити ліквідність ринку, збільшити фундаментальну вартість вітчизняних емітентів акцій «блакитних фішок», створити потенційний інвестиційний ресурс для розвитку не тільки біржового ринку акцій, а й «Ринку залучення капіталу», що дасть можливість інноваційним компаніям залучати капітал через механізм IPO, а біржовому ринку – появу нових емітентів акцій з якісним корпоративним управлінням та значним фрі-флоутом.

Враховуючи анонсовану Урядом України у 2014 році широку приватизацію підприємств державної власності, особливо таких компаній як ПАТ «Нафтогаз», ПАТ «Укрнафта», ПАТ «Укргазвидобування», ПАТ «Укрпошта», ПАТ «Укрзалізниця», ПАТ «Одеський припортовий завод», ПАТ «Центренерго»,

блокуючи пакети акцій компаній ПАТ «Західенерго», ПАТ «Дніпроенерго», ПАТ «Донбасенерго», значним поштовхом до розвитку вітчизняного ринку цінних паперів та до залучення іноземних інвестицій, має стати продаж акцій таких підприємств публічним шляхом через біржову систему торгів за міжнародними стандартами IPO та з залученням і доступом до приватизації іноземних інвесторів.

Такий спосіб, на нашу думку, дозволить державі продавати акцій підприємств за найбільш вигідною ціною, залучивши до бюджету країни максимальну кількість коштів від продажу, компаніям стати публічними та отримати своїх довгострокових інвесторів та публічну оцінку вартості, а біржовому ринку отримати нові перспективні емітенти з якісною корпоративною політикою.

Висновки до розділу 3

1. Досліджено міжнародний досвід та сучасний стан сегменту ринку цінних паперів – «нові ринки». Аналіз статистичних даних сегменту «нових ринків» показало, що останні роки на «нових ринках» Варшавської, Лондонської, Гонконгської та Московської фондових бірж фіксується стійке зростання як загальної ринкової капіталізації, так і кількості лістингових компаній, що здійснили залучення капіталу. На кінець 2015 року на цих чотирьох «нових ринках» лістингуються 1702 компанії з ринковою капіталізацією понад 145,6 млрд дол США, в той час, як кількість лістингових компаній на «нових ринках» провідних фондових бірж Європи становила 1299, ринкова капіталізація – 98,9 млрд євро.

2. У 2013 році на Українській біржі розпочалась реалізація проекту «Ринок залучення капіталу», основне призначення якого – сприяння залученню інвестицій, перш за все, для невеликих та зростаючих компаній, що прагнуть реалізувати свій потенціал розвитку. Дослідження основних параметрів провідних альтернативних ринків залучення капіталу дозволило констатувати факт, що вітчизняний проект концептуально близький до «Ринку Інновацій та Інвестицій»

Московської біржі і «New Connect» Варшавської біржі. Здійснено прогноз до 2020 року, щодо IPO нових емітентів акцій на «Ринку залучення капіталу» Української біржі:

3. Виявлено, перешкодою для розвитку проекту Української біржі – «Ринок залучення капіталу» є відсутність концептуальних підходів щодо його розвитку та низький інвестиційний попит на біржовому ринку. Обсяг середньомісячних залишків задепонованих коштів торговців цінних паперів та їх клієнтів для торгівлі на Українській біржі у 2010–2015 рр. має стійку негативну динаміку, починаючи з березня 2011 року з пікових значень у майже 300 млн грн, закінчуючи стабілізацією залишків коштів у 2013–2015 роках на рівні 20–25 млн грн.

4. Досліджено міжнародний досвід застосування біржових фондів акцій, біржових фондів облігацій та інверсійних біржових фондів акцій як ефективних інноваційних фінансових інструментів на провідних фондових біржах світу. Обґрунтовано необхідність розвитку біржових фондів на біржовому ринку акцій України, зокрема інверсійного.

5. Побудовано модельний інверсійний індексний біржовий фонд акцій та проведено аналіз динаміки вартості його цінних паперів з 30.03.2011 по 31.12.2015. За цей період ціна цінних паперів фонду зросла з 2831,27 до 4976,68 грн за одиницю, або на 75,77 %, у той же час індекс Української біржі впав з 2831,27 до 685,86 пунктів, або на 75,77 %. Такий результат дозволяє зробити висновок про те, що такий інструмент на українському біржовому ринку акцій дозволить хеджувати ризики й отримувати прибутки на падаючому ринку та користуватиметься попитом серед професійних учасників ринку і індивідуальних інвесторів.

6. Проведене дисертантом дослідження сучасного стану біржового ринку акцій України дозволило виявити його важливі проблеми і можливі напрями вдосконалення та розвитку. Пріоритетами розвитку біржового ринку акцій в Україні визначено вдосконалення нормативно-правового забезпечення

функціонування ринку, посилення контролю за діяльністю професійних учасників, підвищення захисту прав акціонерів та проведення його консолідації.

7. Обґрунтовано шляхи консолідації біржового ринку цінних паперів України до 2020 року, представлено систему консолідованого біржового ринку цінних паперів України та прогностичні показники кількості професійних учасників, що здійснюють професійну діяльність на біржовому ринку цінних паперів у 2020 році.

8. З метою відновлення та стимулювання розвитку вітчизняного біржового ринку акцій і проекту «Ринок залучення капіталу» обґрунтовано можливість залучення корпоративного недержавного пенсійного фонду НБУ до операцій з акціями, що лістингуються на ПАТ «Українська біржа». Визначено, що потенціал інвестиційного капіталу КНПФ НБУ складає 630 млн грн, що може стати довгостроковим інвестиційним ресурсом на біржовому ринку, зокрема на ПАТ «Українська біржа», та буде сприяти активізації портфельного інвестування.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях автора [127, 128, 135, 137, 138, 139, 222].

ВИСНОВКИ

У дисертації здійснено теоретичне узагальнення і нове вирішення наукового завдання, що полягає у поглибленні теоретичних засад функціонування біржового ринку акцій в Україні, оцінці його сучасного стану та пошуку пріоритетів його розвитку. Основні теоретичні та практичні результати проведеного дослідження полягають у такому:

1. На основі теоретичних узагальнень запропоновано визначення біржового ринку акцій як частини біржового ринку цінних паперів, де відбувається купівля-продаж акцій, які пройшли процедуру включення у біржові списки та реєстри фондових бірж на основі технології безадресних та адресних заявок за принципом поставки проти оплати; формування: а) ринкового біржового курсу, б) ринкової капіталізації емітентів, в) ринкової капіталізації біржового ринку.

2. Результати дослідження показали, що для аналізу ринкової капіталізації біржового ринку акцій України доцільним є використання показників «ринкова капіталізація акцій біржових реєстрів фондових бірж» та «структура ринкової капіталізації акцій біржових реєстрів фондових бірж», які дозволяють здійснити ґрунтовну її оцінку. На основі стандартів Світової федерації бірж вдосконалено оцінку стану вітчизняного біржового ринку акцій, за допомогою таких груп показників: 1) тренди біржових індексів; 2) ринкової капіталізації біржового ринку; 3) ринкової капіталізації емітентів за методом сегментації; 4) обсягів біржових торгів. Це дозволяє об'єктивно оцінити стан сучасного ринку та розробити рекомендації щодо пріоритетів його розвитку.

3. Дослідження еволюції становлення та розвитку ринку цінних паперів в Україні дозволило визначити для характеристики його періодизації таку ознаку, як прийняття концептуальних нормативно-правових актів та їхній вплив на ринок. Це підкреслює значну роль державного регулювання у процесі становлення та розвитку ринку цінних паперів. У результаті визначено такі етапи становлення та розвитку ринку цінних паперів: 1-й етап – формування первісної системи

організованого ринку цінних паперів в Україні (червень 1991 р. – серпень 1995 р.); 2-й етап – формування сучасної моделі ринку (вересень 1995 р. – травень 2015 р.); 3-й етап – консолідація системи організованого ринку (червень 2015 р. – по теперішній час).

4. Проведений аналіз індексів провідних фондових бірж України та світу у 2007–2015 рр. дав змогу зробити висновок, що сучасний біржовий ринок акцій України перебуває у глибокій кризі. Аналіз кореляційних зв'язків динаміки індексу Української біржі за 2009–2015 рр. з динамікою індексів провідних фондових бірж та макроекономічними показниками України дозволив виявити їх послаблення з 2011 року та виникнення від'ємної кореляції. Проте відмічено зростання з 2011 року кореляції індексу Української біржі з показниками стану ліквідності та активності торгів біржового ринку акцій.

Домінантними факторами, що впливали на динаміку індексу Української біржі, визначено ліквідність біржового ринку акцій та активність біржових торгів. За допомогою регресійного аналізу побудовано економіко-математичну модель їхнього впливу на індекс. Виявлено чіткі закономірності впливу середньомісячної волатильності індексу Української біржі на його коротко, середньо- та довгострокові тренди.

5. У результаті проведеного дослідження встановлено неможливість отримання об'єктивних висновків про реальний стан капіталізації біржового ринку акцій лише на основі аналізу динаміки показника ринкової капіталізації та його відношення до ВВП України. Так, результати аналізу засвідчили, що, попри погіршення ситуації в економіці України, у 2011–2014 рр. відбулось стрімке зростання ринкової капіталізації біржового ринку акцій – з 180 млрд грн до 457,6 млрд грн, а відносно до ВВП України – з 13,66 до 29,2 %. Однак використання розроблених автором показників аналізу ринкової капіталізації біржового ринку акцій дозволило виявити основні причини її стрімкого зростання у цей період, а саме за рахунок зростання ринкової капіталізації акцій біржового реєстру акцій фондової біржі ПрАТ «Придніпровська фондова біржа» – з 52,75 до 325,9 млрд грн, або у 6 разів. При цьому частка капіталізації акцій біржового реєстру ПрАТ

«Придніпровська фондова біржа» у загальній ринковій капіталізації акцій біржових реєстрів 10 фондових бірж України збільшилася до 69 %, або у 2,7 рази. Це пояснюється тим, що на ПрАТ «Придніпровська фондова біржа» у лістингу були відсутні ліквідні акції та вітчизняні «блакитні фішки».

6. Проведений аналіз та порівняння ринкових капіталізацій 10-ти найбільших за цим показником лістингових емітентів акцій та 10-ти найбільш ліквідних акцій дозволило виявити одну з основних характеристик і проблем сучасного біржового ринку акцій України – невідповідність між їх ринковою капіталізацією та ліквідністю.

7. За умови відновлення економічного зростання України дієвим інструментом залучення вітчизняними інноваційними компаніями інвестиційного ресурсу може стати проект, що реалізує ПАТ «Українська біржа» – «Ринок залучення капіталу». Однак нині розвиток цього проекту сповільнюють відсутність концептуальних підходів щодо його розвитку та низький інвестиційний попит на біржовому ринку.

8. Обґрунтовано необхідність розвитку біржових фондів на біржовому ринку акцій України, зокрема інверсійних. Побудова модельного індексного інверсійного біржового фонду акцій та аналіз динаміки ціни його цінних паперів за 30.03.2011 – 31.12.2015 рр. дозволили зробити висновок про те, що на українському біржовому ринку акцій такий інструмент дасть можливість хеджувати ризики та отримувати прибутки на падаючому ринку та користуватиметься попитом серед професійних учасників ринку та індивідуальних інвесторів.

9. Пріоритетами розвитку біржового ринку акцій в Україні визначено вдосконалення нормативно-правового забезпечення функціонування ринку, посилення контролю за діяльністю професійних учасників, підвищення захисту прав акціонерів та проведення його консолідації.

Визначені напрями консолідації сприятимуть створенню високоліквідного, надійного, прозорого та ефективно діючого біржового ринку акцій, який стане

інструментом накопичення, перерозподілу та залучення капіталу, буде здатним забезпечити зростання економіки України.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг / М. О. Алексеев // – М. : Финансы и статистика, 1992. – 352 с.
2. Алексеєнко Л. М. Ринок фінансового капіталу: становлення, проблеми та перспективи розвитку: монографія / Л. М. Алексеєнко // Київський національний ун-т ім.Тараса Шевченка. – К. : Вид. буд-к Максимум, 2004. – 423 с.
3. Ананьєв М. Ю. Етапи еволюції фондових ринків / М. Ю. Ананьєв // Ринок цінних паперів України. – 2011. – № 9/10. – С. 43–49.
4. Антонов С. М. Визначення ринкової вартості цінних паперів: основні проблеми та шляхи їх вирішення / С. М. Антонов, С. Є. Шишков // Економіка і прогнозування. – 2010. – №1 — С. 67–98.
5. Азаренкова Г. М. Состояние фондового рынка в Украине / Г. М. Азаренкова // Экономика Украины. – 2004 – № 3. – С. 27–32.
6. Азаренкова Г. М. Основні тенденції розвитку фондового ринку в посткризовий період / Г. М. Азаренкова, І. В. Шкодінна // Вісник НБУ, лютий 2012. — С. 3–7.
7. Бажал Ю. М. Інвестиційні ресурси та пріоритетні напрями інноваційного розвитку / Ю. М. Бажал, І. В. Одотюк // Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку: [за ред. В. М. Гесця]. – К. : Фінекс, 2003. – Розд. 6. – С. 684–694.
8. Базилевич В. Д. Розвиток фінансового ринку в сучасних умовах / В. Д. Базилевич // Фінанси України. – 2009. – № 12. – С. 5–13.
9. Баторшина А. Ф. Формування моделі ринку цінних паперів в трансформаційних економіках: автореферат дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук / А. Ф. Баторшина // – К. – 2007. – 18 с.
10. Бердникова Т. Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / Т. Б. Бердникова // – М. : Инфра – М, 2000. – 270 с.

11. Білоченко А. М. Фінансовий капітал в Україні: особливості формування та перспективи розвитку / А. М. Білоченко // Фінанси України. – 2008. – № 3. – С. 94–101.
12. Бірюк С. О. Державне регулювання ринку цінних паперів України в посткризовий період / С. О. Бірюк // – Фінансовий ринок України. – 2009. – № 10 – 14 с.
13. Бобров Є. А. Особливості розміщення акцій українських компаній на зарубіжних фондових біржах / Є. А. Бобров // Фінанси України. – 2007. – № 11. – С. 73–80.
14. Бовкун К. К. Торгівля цінними паперами в Україні: навчальний посібник / К. К. Бовкун, Д. С. Бутенко, П. Ф. Григор'єв // Передмова Іванова Є. Р. – К., АДС УМКЦентр, 2008. – 308 с.
15. Болдуєва О. В. Розвиток механізмів регулювання ринку цінних паперів в умовах економічної кризи / О. В. Болдуєва // Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво. – 2012. – № 5. – С. 193–198.
16. Бондарчук І. В. Основні фактори становлення фондового ринку в Україні / І. В. Бондарчук // Вісник НАДУ. – 2006. – №1. – С. 177–183.
17. Бондарчук І. В. Залучення капіталу шляхом розміщення акцій на фондових біржах / І. В. Бондарчук, Т. Пірс // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/185.htm
18. Бороздин П. Ю. Ценные бумаги и фондовый рынок: Учеб. Пособие / П. Ю. Бороздин // – М. : Ин-т экономики и права, 1994. – 194 с.
19. Бурмака М. О. Біржовий фондовий ринок в Україні: навч. посіб. для фахівців фонд. ринку / М. О. Бурмака// – Київ : АДС УМКЦентр, 2014. – 409 с .
20. Василик О. Д. Теорія фінансів: Підруч. для студ. екон. спец. вищ. закладів освіти / О.Д. Василик // – 4-те вид., доп. – К. : НІОС–2003. – 411 с.
21. Ватаманюк З. Г. Інституційна ефективність ринку цінних паперів в Україні / З. Г. Ватаманюк, О. В. Баула // Фінанси України. – 2008. – № 3. – С. 101–111.

22. Ватаманюк З. Г. Перспективи розвитку ринку цінних паперів в Україні / З. Г. Ватаманюк, О. В. Баула // Фінанси України. – 2007. – № 5. – С. 75–84.
23. Гапонюк М. А. Фактори впливу на розвиток сучасних технологій торгівлі цінними паперами / М. А. Гапонюк, А. Г. Щербина // Ринок цінних паперів України. – 2010. – № 9–10.
24. Георгіаді Н. Г. Сутність і види механізмів залучення інвестицій на підприємство / Н. Г. Георгіаді, О. Є. Федорчак // Інвестиції: практика та досвід. – 2013. – №22. – С. 6–11.
25. Горбуненко Я. І. Проблеми інтеграції українського ринку цінних паперів / Я. І. Горбуненко // Інвестиції: практика та досвід. – 2011. – № 12. – С. 44–46.
26. Гриценко Л. Л. Проблеми розвитку фондового ринку України в умовах фінансової глобалізації / Л. Л. Гриценко, В. В. Роєнко // Механізм регулювання економіки. – 2010. – № 1. – С. 168–175.
27. Грищенко Т. В. Роль інфраструктури ринку цінних паперів у формуванні його фінансових ресурсів / Т. В. Грищенко, І. С. Івахненко // Економіка та держава. – 2010. – № 7. – С. 17–20.
28. Грушко В. І. Вплив глобальних та інтеграційних процесів інститутів фінансового ринку України / В. І. Грушко // Економічний вісник України. – 2009. – № 4. – С. 110–115.
29. Дегтярьова Н. В. Проблеми розвитку українського строкового ринку / Н. В. Дегтярьова // Фінанси, облік і аудит: зб. наук. праць / М-во освіти і науки, молоді та спорту України, ДВНЗ "Київ. нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана" ; відп. ред. А. М. Мороз. – К. : КНЕУ, 2011. – Вип. 18. – С. 68–75.
30. Дегтярьова Н. В. Інноваційні інструменти світового ринку боргових цінних паперів / Н. В. Дегтярьова, Є. В. Афоніна // Фінанси, облік і аудит. – 2012. №. 19. – С. 46–54.
31. Дєєва Н. Е. Капіталізація фондового ринку України: проблеми оцінки й реакція на кризу / Н. Е. Дєєва // Економічний вісник Донбасу. – 2009. – № 4 (18). – С. 115–122.

32. Дєєва Н. Е. Корпоративне управління в умовах розвитку фінансового ринку: автореф. дис. докт. екон. наук: спец. 08.00.04 / Н. Е. Дєєва // – Донецьк, 2012. – 30 с.
33. Демківський А. В. Гроші та кредит: Навчальний посібник / А. В. Демківський // – К. : Дакор, 2007. – 528 с.
34. Дубинський О. У Нацбанку готуються до пенсій / О. Дубинських // Економічна правда [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/publications/2014/11/27/509012/>.
35. Загорський В. С. Проблеми становлення і функціонування ринку цінних паперів в перехідній економіці України [Текст] : дис. д-ра екон. наук / В. С. Загорський // – Львів, 1996. – 426 с.
36. Закон Республики Казахстан «О рынке ценных бумаг» от 02.07.2003 № 461-ІІ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.kase.kz/files/normative_base/zakon_rzb.pdf.
37. Закон України «Про господарські товариства» від 19.09.1991 № 1576-ІІ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/1576-12>.
38. Закон України «Про цінні папери та фондову біржу» від 18.06.1991 № 1201-ІІ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1201-12>.
39. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 № 448/96-ВР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/448/96-вр>.
40. Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 09.09.2003 № 852-ІV [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1057-15>.
41. Закон України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10.12.1997 № 710/97-ВР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/710/97-вр>.

42. Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди» від 15.03.2001 № 2299-III [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/2299-14>.

43. Закон України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 № 5080-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>.

44. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

45. Закон України «Депозитарну систему України» від 06.07.2012 № 5178-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/5178-17>.

46. Закон України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 № 514-VI [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/514-17>

47. Звіт Міжнародної федерації фондових бірж //WFE market highlights, р.5–6 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.world-exchanges.org/insight/reports/2013-wfe-market-highlights>.

48. Іваницька О. М. Державна політика розвитку фондового ринку в Україні: нові напрями / О. М. Іваницька // Фінанси України. – 2011. – № 7. – С. 43 – 50.

49. Іваницька О. М. Державне регулювання фінансових ринків в Україні у посткризовий період / О. М. Іваницька // Фінанси України. – 2011. – № 2. – С. 35 – 42.

50. Іваницька О. М. Нова парадигма регулювання фондових ринків / О. М. Іваницька // Держава та регіони. Серія: Державне управління 2011 р., № 2. – С. 32–35.

51. Івахненко І. С. Місце та роль ринку цінних паперів у системі ринків фінансових послуг / І. С. Івахненко // Економіка. Фінанси. Право. – 2011. – № 2. – С. 21–25.

52. Індекс волатильності, формули розрахунку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://uk.wikipedia.org/wiki/Волатильність>.
53. Іскренко Л. П. Інтернет-трейдинг та проблеми його ліквідності на фондовому ринку України / Л. П. Іскренко // Економіка та держава. – 2012. – № 3. – С. 88–90.
54. Калинець К. С. Теоретичні аспекти визначення ефективності функціонування фондової біржі України / К. С. Калинець // Економіка і регіон. – 2009. – №4. – С. 195–199.
55. Калинець К. С. Капіталізація фондових бірж України: особливості та проблеми / К. С. Калинець // Регіональна економіка, 2008, №4 – С. 157–162.
56. Кейнс Дж. М. Трактат о денежной реформе. Перевод с английского. / Дж. М. Кейнс//. – М. : Экономика, 1993.
57. Кіктенко О. В. Державне регулювання біржового ринку / О. В. Кіктенко // Держава та регіони. Серія: Державне управління. – 2012. – № 1. – С. 25–28.
58. Кіктенко О. В. Державне регулювання та ефективність функціонування фондового ринку / О. В. Кіктенко // Держава та регіони. Серія: Державне управління. – 2012. – № 2. – С. 63–66.
59. Кіктенко О. В. Удосконалення ринкової інфраструктури фондового ринку та її державне регулювання / О. В. Кіктенко // Держава та регіони. – 2012. – № 4. – С. 118–121.
60. Клименко В. В. Фондовый рынок Украины у контексті фінансової безпеки держави: Монографія / В. В. Клименко // – К. : КНУТД, 2003. – 187 с.
61. Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки: [монографія] / Ю. М. Коваленко// Національний університет ДПС України. – Ірпінь, 2013. – 608 с.
62. Коваленко Ю. М. Проблемы методологии в исследовании рынка ценных бумаг / Ю. М. Коваленко // Актуальные вопросы развития финансовой сферы стран и регионов. – Махачкала: Издательский дом «Наука плюс», 2013. – С. 303–306.

63. Коваленко Ю. М. Функціонування фондового ринку України в сучасних умовах / Ю. М. Коваленко, А. С. Воробей // Збірник наукових праць НУДПСУ: електронне фахове видання. – Ірпінь: НУДПСУ, 2015. – № 1. – С. 112–120. – Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/e-journals/Znpnudps/2015_1/zmist.html.
64. Коваленко Ю. М. Фінансовий ринок і ринок фінансових послуг: сутність, сегменти, суб'єкти / Ю. М. Коваленко // Фінанси України. – 2013. – № 1. – С. 101–112.
65. Козоріз М. А. Капіталізація фондових бірж України: особливості та проблеми / М. А. Козоріз, К. С. Калинець // Регіональна економіка, 2008, №4 – С. 157–162.
66. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://reforms.in.ua/index.php?pageid=financial-sector-reform#steps>. – Н8.
67. Корнєєв В. В. Еволюція і перспективи фінансового ринку України / В. В. Корнєєв // Економіка України. – 2007. – №9. – С. 21–30.
68. Корнєєв В. В. Залучення капіталу підприємствами-емітентами акцій на закордонних фондових ринках / В. В. Корнєєв, Ю. В. Прозоров // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/228.html.
69. Корнійчук О. П. Вплив макроекономічного середовища на розбудову конкурентоспроможної моделі фондового ринку України / О. П. Корнійчук // Ринок цінних паперів України. Сер. : Макроекономіка. – К. : КНЕУ, 2007. – № 1–2. – С. 27–42.
70. Кравчук І. С. Макроекономічні аспекти фундаментального аналізу ринку цінних паперів / І. С. Кравчук, В. Д. Юхимчук // Інвестиції: практика та досвід. – 2011. – № 1. – С. 32–36.
71. Краснова І. В. Фондовий ринок в Україні: стан та перспективи розвитку / І. В. Краснова // Проблеми економіки. – 2014. – №1. – С. 129–134.

72. Леоненко П. М. Теорія фінансів: Навч. посіб. / П. М. Леоненко, П. І. Юхименко, А. А. Ільєнко // [За заг. ред. О. Д. Василика]. – К. : Центр навч. л-ри, 2009. – 480 с.
73. Леонов Д. А. Ринок фінансових послуг: парадигма євроінтеграції: Монографія / Д. А. Леонов, С. В. Львовчкін, С. Г. Хоружий // За наук. ред. В.М. Федосова. – К. : УІРФР, 2008. – 848 с.
74. Литвинчук В. Вплив глобальних ринків на фондовий ринок України / В. Литвинчук // Економіст. – 2008. – № 4. – С. 78–79.
75. Лісовий В. В. Торгівля цінними паперами : навч. посіб. / В. П. Лісовий, К. Г. Отченаш, В. В. Токар// Держ. вищ. навч. закл. «Київ. нац. економ. ун-т ім. В. Гетьмана». – К., 2012. – 369 с.
76. Логинов Е. Л. Императивы трансформации глобального финансового управления в посткризисный период / Е. Л. Логинов, М. М. Логинова // Финансы и кредит. – 2012. – №16. – С. 2–7.
77. Лук'яненко І. Г. Монетарна політика та флуктуації на фондовому ринку України / І. Г. Лук'яненко, Р. Б. Семко // Економіка і прогнозування. – 2012. – №2 – С. 110–122.
78. Лук'янов В. С. Синергетична парадигма розвитку фінансових ринків та фінансової економіки / В. С. Лук'янов // Актуальні проблеми економіки – 2012. – № 9 (135). – С. 17–24.
79. Лук'янов В. С. Сутність і проблеми наукових трактовок фінансового ринку на сучасному етапі / В. С. Лук'янов // Актуальні проблеми економіки – 2012. – № 5 (131). – С. 255–261.
80. Луцишин З. О. Сучасна світова фінансова архітектоніка: тенденції та суперечності розвитку в умовах глобалізації / З. О. Луцишин // Економічний Часопис – XXI. – 2010. – № 5–6.
81. Львовчкін С. В. Фінансова інфраструктура ринкової економіки: концептуальні підходи / С. В. Львовчкін, В. М. Опарін, В. М. Федосов // Економіка України. – 2008. №11. – С. 57–71.

82. Лютий І. О. Ринок фінансових послуг України в умовах глобалізації фінансового ринку : тенденції та перспективи / І. О. Лютий, А. С. Криклій, О. М. Юрчук // Економіка та держава. – 2008. – № 3. – С. 5–8.
83. Лященко В. И. Фондовые индексы и рейтинги / В. И. Лященко // – Донецк : Сталкер, 1998. – 192 с.
84. Маслова С. О. Фінансовий ринок: Навч. посібник для студ. вищ. закл. / С. О. Маслова, О. А. Опалов // – К. : Каравела, 2004. – 340 с.
85. Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність: підруч. для студ. вищ. навч. закл. / Т. В. Майорова // . – К. : Центр учбової літератури, 2009. – 472 с.
86. Мендрул О. Г. Фондовий ринок: операції з цінними паперами: Навч. Посібник / О. Г. Мендрул, І. А. Павленко // Вид. 2-ге, допов. та перероб. – К. : КНЕУ, 2000. – 156 с.
87. Мозговий О. М. Фондовий ринок: Навч. Посібник / О. М. Мозговий // – К. : КНЕУ, 2002. – 316 с.
88. Мошенський С. З. Значення фінансового ринку в економічному розвитку держави та у забезпеченні її інвестиційної безпеки / С. З. Мошенський // ВІСНИК ЖДТУ № 2 (44) 2008. – С. 339–348.
89. Мендруг О. Г. Управління вартістю підприємства : навч. посіб. / О. Г. Мендрул // ДВНЗ "Київ. нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана". – К. : КНЕУ, 2011. – 539 с.
90. Международная Ассоциация Бирж стран СНГ: Бюллетень биржевой статистики 2011 г. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://mab.micex.ru>.
91. Международная Ассоциация Бирж стран СНГ: Бюллетень биржевой статистики 2012 г. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://mab.micex.ru/papers/264/20130828182134.pdf>.
92. Миловидов В. Д. «Философия финансового рынка», Экономика и международные отношения / В. Д. Миловидов // 2012, № 8, – С. 3–13.
93. Миркин Я. Ценные бумаги и фондовый рынок. Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ / Я. Миркин // . – М. : Перспектива, 1995. – 536 с.

94. Назарчук М. И. Среднесрочный прогноз развития фондового рынка Украины / М. И. Назарчук // Экономика Украины. – 2008. – № 2. – С. 47–63.
95. Назарчук М. И. Особенности формирования фондового рынка в Украине во второй половине 1990-х годов XX века / М. И. Назарчук // Економічний вісник Донбасу. – 2009. – № 4. – С. 94–110.
96. Нікбахт Е. Фінанси / Е. Нікбахт, А. Гропеллі // . – К. : Основи, 1993. – 436 с.
97. Нікітін М. М. Особливості залучення капіталу в циклічному розвитку корпоративних підприємств / М. М. Нікітін // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://asconf.com/rus/archive_view/261.
98. Опарін В. М. Фінансова система України: Теоретико – методологічні аспекти: Монографія / В. М. Опарін // – К. : КНЕУ, 2005. – 239 с.
99. Оскольський В. В. До цивілізованого ринку цінних паперів. Українська фондова біржа в контексті ринкових перетворень / В. В. Оскольський // – К. : УФБ, 1999. – 153 с.
100. Оскольський В. В. Українська фондова біржа: працюємо на економіку. / В. В. Оскольський // Фінанси України. – 2000. – №3. – С. 25–27.
101. Оскольський В. В. Цінні папери в Україні / В. В. Оскольський // за рецензією Г. В. Дзися, В. М. Федосова – Київ: Українська фондова біржа, 1993. – 428 с.
102. Павлов В. І. Ринок цінних паперів: Курс лекцій / В. І. Павлов, І. В. Кривов'язнюк // – Луцьк: Настир'я, 1998. – 146 с.
103. Петров А. А. Инфраструктура и этапы реализации механизма IPO / А. А. Петров // Економіка та держава. – 2011. – № 2. – С. 82–83.
104. Петровська І. О. Фінанси з елементами статистики: Навч. Посіб. / І. О. Петровська, Д. В. Клиновий // – К. : ЦУЛ. – 2002. – 299 с.
105. Поплавська М. В. Особливості формування фондового ринку України / М. В. Поплавська // Економіка та держава. – 2011. – № 2. – С. 79–81.

106. Постанова Верховної Ради України «Про концепцію функціонування та розвитку фондового ринку» від 22.09.1995 №342/95-ВР – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/342/95-вр>.

107. Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Національного стандарту № 3 (Оцінка цілісних майнових комплексів)» від 29.11.2006 №1655 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1655-2006-п>.

108. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів» від 19.12.2006 № 1591 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0097-07>.

109. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про депозитарну діяльність» від 17.10.2006 № 999 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z1238-06>.

110. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку» від 26.05.2006 № 347 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0974-06>.

111. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андерайтингу, управління цінними паперами» від 12.12.2006 № 1449 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z0052-07>.

112. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про розрахунково-клірингову діяльність за договорами щодо цінних паперів» від 17.10.2006 № 1001 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon1.rada.gov.ua>.

113. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про клірингову діяльність» від 26.03.2013 № 429 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z0562-13>.

114. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про порядок складання адміністративних даних щодо здійснення діяльності організаторами торгівлі, оприлюднення інформації та подання відповідних документів до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку» від 25.09.2012 № 1284 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z1738-12>.

115. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» від 22.11.2012 року № 1688 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12/page>.

116. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Порядку визначення біржового курсу цінного папера» від 13.08.2013 № 1466 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z1522-13>.

117. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України» від 22.11.2012 № 1692 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z2178-12>.

118. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження змін до Положення про функціонування фондових бірж» від 06.08.2015 № 1217 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z1030-15>.

119. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення щодо пруденційних нормативів професійної діяльності на фондовому ринку та вимог до системи управління ризиками» від

01.10.2015 № 1597 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z1311-15>.

120. Прімерова О. К. Аналіз динаміки ліквідності акцій на прикладі української біржі «ПФТС» / О.К. Прімерова// Інноваційна економіка. – 2016 – № 3–4. – С. 145–150.

121. Прімерова О. К. Особливості розвитку фондового ринку України / О. К. Прімерова // Ефективна економіка: електронне наук. фахове вид. – 2016. – № 5. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=4948>.

122. Прімерова О. К. Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку: [монографія] / О. К. Прімерова// за ред. І. О. Лютий. – К. : Центр учбової літератури, 2008. – 432 с.

123. Рэдхард Х. Управление финансовыми рисками / Х. Рэдхард // Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 228 с.

124. Рибак С. О. Системно-інформаційні індикатори формування ефективного фондового ринку в контексті глобальної конкурентоспроможності / С. О. Рибак, О. Д. Штанько // Економіка та держава. – 2011. – № 7. – С. 35 – 36.

125. Ровенський Ю. О. Забезпечення прозорості фондового ринку в Україні / Ю. О. Ровенський // Актуальні теоретико – методологічні та організаційно –практичні проблеми державного управління : матер. н. – п. конф. 28.05.2004 р., Київ. – К. : НАДУ, 2004. – Т. 2. – С. 231–233.

126. Ромашко О. Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків: навч. посібник / О. Ю. Ромашко // – К. : КНЕУ, 2000. – 240 с.

127. Ройко І. М. Альтернативні ринки залучення капіталу. Світовий досвід та українські перспективи / І. М. Ройко // Детермінанти сучасного розвитку соціально-економічних систем в умовах глобальної нестабільності : матеріали III Міжнар. наук.-практ. конф. (IC YESS 2014). Ч.1. – Ч. : ЧНУ, 2014. – С. 155–157.

128. Ройко І. М. Біржові фонди акцій як ефективний інструмент для операцій на біржовому ринку акцій / І. М. Ройко // Ринок цінних паперів України. – 2015. – № 1–2. – С. 89–96.

129. Ройко І. М. Вимір та оцінка ринкової капіталізації українського біржового ринку акцій / І. М. Ройко // Ринок цінних паперів України. – 2013. – № 9–10. – С. 89–96.

130. Ройко І. М. Генезис теоретичних поглядів щодо еволюції, становлення та розвитку моделі біржового ринку акцій в Україні / І. М. Ройко // Інвестиції: практика та досвід. – 2014. – № 24. – С. 131–136.

131. Ройко І. М. До питання вимірювання ринкової капіталізації біржового ринку акцій України / І. М. Ройко // Фінансування інноваційного розвитку України: стан, проблеми та перспективи : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. – К. : КНЕУ, 2013. – С. 352–356.

132. Ройко І. М. Еволюція парадигми біржового ринку акцій України / І. М. Ройко // Ринкова природа інституційних трансформацій сучасних економічних систем: матеріали II Міжнар. наук.-практ. конф. студентів, аспірантів та молодих вчених (IC YESS 2013). Ч. 1. – Ч. : ЧНУ, 2013. – С. 199–201.

133. Ройко І. М. Оцінка впливу параметрів біржового ринку акцій на динаміку індексу Української біржі / І. М. Ройко // Вчені записки Університету «КРОК» (Російський індекс наукового цитування; Ulrich's Periodicals Directory). – 2014. – Вип. 37. – С. 83–90.

134. Ройко І. М. Проблематика визначення показників обсягу біржових торгів акціями / І. М. Ройко // Фінансова інфраструктура України: проблеми та напрями розвитку : зб. тез Всеукр. наук.-практ. конф. – К. : Криниця, 2013. – С. 155–158.

135. Ройко І. М. Сучасні біржові продукти залучення капіталу в контексті європейської інтеграції України / І. М. Ройко // Економічний дискурс : міжнар. зб. наук. праць. Вип. 2 (м. Кам'янець-Подільський) / відпов. ред. Н. В. Семенишена. – Т. : Крок, 2014. – С. 143–146.

136. Ройко І. М. Сучасні тренди українського біржового ринку акцій / І. М. Ройко // Ринок цінних паперів України. – 2013. – № 3–4. – С. 75–86.

137. Ройко І. М. Пошук пріоритетних шляхів подальшого розвитку біржового ринку акцій в Україні / І. М. Ройко // Європейський вибір – нові

можливості для прогресу та зростання фінансової системи : зб. тез Всеукр. наук.-практ. конф. – К. : Аграр Медія Груп, 2015. – С. 234–237.

138. Ройко І. М. Інноваційні біржові продукти залучення капіталу / І. М. Ройко, Н. В. Дегтярьова // Фінанси, облік і аудит (Ulrich's Periodicals Directory): зб.наук.пр. – К. : КНЕУ, 2014. – Вип. 2 (24). – С. 34–50.

139. Ройко І. М. Консолідація системи біржового ринку цінних паперів в Україні / І. М. Ройко // Ринок цінних паперів України. – 2016. – № 1–2. – С. 81–86.

140. Ройко І. М. Консолідація як новий етап розвитку біржового ринку акцій України / І. М. Ройко // Фінансові механізми забезпечення розвитку економіки України в сучасних умовах : зб. тез Всеукр. наук.-практ. конф. – К. : КНЕУ, 2016. – С. 234–237.

141. Смагін В. Л. Формування та розвиток фінансового ринку в умовах трансформаційної економіки: монографія / В. Л. Смагін // – К. :КНЕУ, 2008. – 232 с.

142. Сидоренко О. В. Консолідація біржової системи як фактор підвищення її конкурентоздатності / О. В. Сидоренко // Ефективна економіка. – 2011. – №11.

143. Солодкий М. О. Біржовий ринок: Навч. Посібник / М. О. Солодкий // – 2-ге вид., випр. – К. : Джерела М, 2005. – 336 с.

144. Солтис О. Оцінка ефективності функціонування фондового ринку України //Галицький економічний вісник. — 2012. — №3(36). — С. 102–108.

145. Сохацька О. М. Біржова справа: Підручник / О. М. Сохацька // – Тернопіль: Карт-бланш, 2003. – 602 с.

146. Степанчук С. С. Особливості регулювання біржового фондового ринку в Україні / С. С. Степанчук, І. В. Кравцов // Економіка та держава. – 2010. – № 2. – С. 59–61.

147. Суторміна В. М. Фондовий ринок: навч.-метод. посібник для самост. вивч. дисц. / В. М. Суторміна, Н. В. Савчук // – К. : КНЕУ, 2001. – 72 с.

148. Суторміна В. М. Фінанси зарубіжних корпорацій: Підручник. / В. М. Суторміна // – К. : КНЕУ, 2004. – 566 с.

149. Сушко Р. В. Біржовий ринок цінних паперів у 2010 році: зростання на фоні концентрації торгів / Р. В. Сушко // Україна: бізнес-ревію. – 2011. – №5.
150. Ткаченко Н. В. Роль недержавних пенсійних фондів у розвитку фінансового ринку України / Н. В. Ткаченко, Н. А. Цікановська // Фінанси України. – 2010. – № 12. – С. 69 – 79.
151. Терещенко Г. М. Концептуальні засади державного регулювання фондового ринку / Г. М. Терещенко // Фінанси України. – 2011. – № 2. – С. 97 –105.
152. Тьюлз Р. Фондовый рынок / Р. Тьюлз, Є. Бредли // – 6-е изд. : Пер. с англ. – М. : ИНФРА–М, 2000. – 648 с.
153. Указ Президента України «Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України на 2001– 2005 роки» від 26.03.2001 № 198/2001 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/198/2001>.
154. Указ Президента України «Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку» від 23.11.2011 № 1063/2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/1063/2011>.
155. Указ Президента України «Про основні напрями розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році» від 30.10.1999 №1415/99 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1415/99>.
156. Указ Президента України «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії» від 19.02.1994 № 55/94 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/55/94/>.
157. Указ Президента України «Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку» від 12.06.1995 № 446/95 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/446/95>.
158. Федоренко А. В. Фондовый рынок / А. В. Федоренко // Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку: [за ред. В. М. Гесця]. – К. : Фінекс, 2003. – Розд. 5. – С. 566–586.

159. Философия, словарь / под ред. А. П. Алексеева // – Издательство: ООО «Издательство Проспект», Год: 2008, – 496 с.
160. Хоружий С. Г. Аналіз теоретичних засад формування інструментів біржової торгівлі цінними паперами / С. Г. Хоружий // Ринок цінних паперів України. – 2009. – № 3–4. – С. 19–30.
161. Хоружий С. Г. Розвиток саморегулювання у сфері біржового обігу цінних паперів як інструмент оптимізації державного регулювання / С. Г. Хоружий // Фінанси, облік і аудит. 2011. № 18. – С. 198–203.
162. Хоружий С. Г. Система регулювання обігу цінних паперів на біржовому ринку. Автореферат дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук / С.Г. Хоружий // – К. – 2012. – 21 с.
163. Худавердієва В. А. Стратегія залучення іноземних інвестицій в економіку України / В. А. Худавердієва // Фінанси України. – 2010. – № 6. – С. 62 – 71.
164. Цивільний кодекс України від 16.01.2003 № 435-IV [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.zakon1.rada.gov.ua>.
165. Чернишук В. Р. Розвиток цінних паперів проблеми та перспективи / В. Р. Чернишук, А. П. Данькевич // Фінанси України. – 2008. – № 8. – С. 96–104.
166. Чернявський А. Фондовий ринок України: актуальні проблеми становлення і підвищення ефективності / А. Чернявський, А. Р. Наземович // Персонал. – 2010. – № 3 – 4. – С. 118 – 125.
167. Чорна М. Чи є майбутнє у фондового ринку України / М. Чорна // Газета Київської міської ради, №189 (4014) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.kreschatic.kiev.ua/ua/4014/art/1324406728.html>.
168. Шапран Н. С. Прогнозування ринкової вартості акцій. Автореферат дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук / Н. С. Шапран // – К. – 2006 – 15с.
169. Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александр, Дж. Бейли // Пер. с англ. – М. : Инфра – М, 2009. – 1028 с.

170. Шелудько В. М. Фінансовий ринок: Підручник / В. М. Шелудько // – 2-ге вид., стер. – К. : Знання, 2008. – 535 с.
171. Щербина, А. Г. Характеристика організованого ринку цінних паперів в Україні / А. Г. Щербина // Інвестиції: практика та досвід. – 2012. – № 19. – С. 26–30.
172. Шишков С. Є. Фондові біржі України: випробування кризою: монографія / С. Є. Шишков // Ін-т економіки та прогнозування; Відп. ред. Н. М. Шелудько. – К. : ВД "Києво-Могилянська академія", 2011. – 206 с.
173. Шишков С. Є. Біржовий механізм розвитку фондового ринку України: автореф. дис. канд. екон. наук: спец. 08.00.08 / С. Е. Шишков // – К. – 2011. – 26 с.
174. Шкодін І. В. Динаміка розвитку фондового ринку України / І. В. Шкодін // Актуальні проблеми економіки. – 2010. – №5 (107). – С. 214–222.
175. Шкодін І. В. Розвиток фондового ринку в умовах фінансової сингулярності / Шкодін І. В. // Актуальні проблеми економіки. – 2015. – №12 (174). – С. 357–364
176. Шкодін І. В. Вплив політики кількісного пом'якшення на розвиток світового фондового ринку в умовах глобальної невизначеності / І. В. Шкодін, І. В. Карпова, М. В. Іващенко // Економічний часопис – XXI. – 2015. – № 1–2(2). – С. 4–7.
177. Шкодін І. В. Самоорганізація фондового ринку в умовах глобальної невизначеності: монографія / І. В. Шкодін // – К. : УБС НБУ, 2013. – 406 с.
178. Школьник І. О. Капіталізація фондового ринку України в контексті світових тенденцій / І. О. Школьник // Фінанси України. – 2011. – № 4. – С. 65 – 74.
179. Школьник І. О. Фінансовий ринок України в контексті розвитку світової фінансової системи: Монографія / І. О. Школьник // – С. : УАБС НБУ, 2007. – 98 с.
180. Шумська С. С. Капіталізація економіки: системний підхід та методологічні напрями досліджень / С. С. Шумська // Економічна теорія. – 2012. – №1. – С. 35–49.

181. Юрій С. І. Ринок фінансових послуг як інституційна основа ринкової економіки / С. І. Юрій, О. О. Луцишин // Фінанси України. – 2010. – № 11. – С. 48–59.
182. Юрій С. І. Фінанси: вишкіл студії: Навчальний посібник / С. І. Юрій // – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. – 357 с.
183. Юхименко П. І. Теорія фінансів: Підручник / П. І. Юхименко, В. М. Федосов, Л. Л. Лазебник // За ред. проф. В. М. Федосова, С. І. Юрія. – К. – 2010. – 576 с.
184. Яцюк А. Модернизация торговой инфраструктуры рынка ценных бумаг / А. Яцюк // Экономика Украины. – 2010. – № 12. – С. 44 – 48.
185. Офіційний сайт Євродирективи 2004/39/ парламенту Євросоюзу про ринки фінансових інструментів (Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.markets-in-financial-instruments-directive.com/MiFID.htm>.
186. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>.
187. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua>.
188. Офіційний сайт Міжнародного валютного фонду [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/index.htm>.
189. Офіційний сайт ПАТ «Розрахунковий центр» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ausd.com.ua>.
190. Офіційний сайт Світового банку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.worldbank.org/>.
191. Офіційний сайт агентства «Bloomberg» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bloomberg.com>.
192. Офіційний сайт фондової біржі ПФТС [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pfts.com>.
193. Офіційний сайт фондової біржі Київська міжнародна фондова біржа [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.kise.com.ua>.

194. Офіційний сайт фондової біржі Придніпровська фондова біржа [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pse.com.ua>.
195. Офіційний сайт фондової біржі Східно-Європейська фондова біржа [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.eese.com.ua>.
196. Офіційний сайт фондової біржі Українська міжбанківська валютна біржа [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.uice.com.ua>.
197. Офіційний сайт фондової біржі Українська міжнародна фондова біржа [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.uise.com.ua>.
198. Офіційний сайт фондової біржі Українська біржа [Електронний ресурс]. – режим доступу: <http://www.ux.ua>.
199. Офіційний сайт фондової біржі Українська фондова біржа [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrse.kiev.ua>.
200. Офіційний сайт фондової біржі «ІННЕКС» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.innex-group.com>.
201. Офіційний сайт фондової біржі «Перспектива» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.fbr.com.ua>.
202. Офіційний сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
203. Офіційний сайт проекту Залучення капіталу Української біржі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ux.ua/s328>.
204. Офіційний сайт компанії ETFdb.com [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.etfdb.com>.
205. Офіційний сайт проекту «New Connect» Варшавської фондової біржі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.newconnect.pl>.
206. Офіційний сайт проекту «AIM» Лондонської фондової біржі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm>.
207. Офіційний сайт проекту «Growth enterprise market» Гонконгської фондової біржі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.hkgem.com/root/e_default.aspx.

208. Офіційний сайт проекту «Рынок Инноваций и Инвестиций Московской Биржи» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://moex.com/s71>.
209. Офіційний сайт Верховної ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua/>.
210. Офіційний сайт компанії «Proshares» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.proshares.com/funds/>.
211. Офіційний сайт компанії КІНТО [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.kinto.com.ua.
212. Офіційний сайт компанії «КІНТО», Фонд «Індекс Української біржі» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.kinto.com/etf/ux>.
213. ETF database [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://etfdb.com/compare/market-cap/>.
214. Fama E. Efficient Capital Markets: II / E. F. Fama // Journal of Finance. – 1991. – 46(5). – pp. 1575–1617.
215. Federal reserve bank of ST. LOUIS: Economic research [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://research.stlouisfed.org>.
216. Federation of European Securities exchanges statistics methodology, January 2010, version 5.2 – 25 pages, [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.fese.eu/>.
217. Federation of European Securities exchanges: annual European exchange report 2011, September 2012 – P. 29 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.fese.eu/en/?inc=art&id=81>.
218. Federation of European Securities exchanges: - Statistics & Market Research [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.fese.eu/en/?inc=art&id=3>.
219. Inverse ETF database [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://etfdb.com/type/equity/all/inverse/>.
220. Investopedia ETF definition [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.investopedia.com/terms/e/etf.asp>.

221. Investopedia Inverse ETF defenition [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.investopedia.com/terms/i/inverse-etf.asp>.
222. Roiko I. «Bear» exchange traded funds as the innovative investment and hedging instrument for the Ukrainian equity market / I. Roiko // Economics&Management: Proceedings of the 3th International Conference of Young Scientists EM – 2013. – Lviv: Lviv Polytechnic Publishing House, 2013. – P. 60–61.
223. SPDR SPY «SPY: Summary for SPDR S&P–500» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://finance.yahoo.com/q?s=SPY&ql=1>.
224. SPDR SDS «SDS: Summary for ProShares UltraShort S&P–500» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://finance.yahoo.com/q?s=SDS&ql=1>.
225. World Federation of exchanges: Statistics; Statistics Definitions [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.world-exchanges.org/statistics/statistics-definitions>.
226. World Federation of exchanges: 2012 WFE market highlights, January 2013 – 22 P. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual-query-tool>.
227. World Federation of exchanges monthly-reports [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports>.
228. Yahoo Finance – Business Finance, Stock Market, Quotes [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://finance.yahoo.com>.
229. Quick trading platform – торгівельна платформа Quick, програмний комплекс, що дозволяє здійснювати торгівельні операції з цінними паперами в режимі реального часу на Українській біржі.

ДОДАТКИ

Додаток А

Таблиця А.1

Функції фондової біржі в Україні

№	Функції
1	2
1	Установлення правил проведення біржових торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами.
2	Організація та проведення регулярних біржових торгів.
3	Організаційне, технологічне та технічне забезпечення проведення біржових торгів.
4	Установлення процедур лістингу та делістингу, допуску до торгівлі на фондовій біржі.
5	Ведення переліку учасників торгів, фіксація поданих заявок, укладених біржових контрактів (договорів) та контроль за їх виконанням.
6	Ведення переліку цінних паперів та інших фінансових інструментів, унесених до біржового списку.
7	Обмін інформацією з особою, що провадить клірингову діяльність відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», та/або з Центральним депозитарієм цінних паперів, та/або з Національним банком України у випадках, передбачених законодавством, для забезпечення виконання біржових контрактів (договорів).
8	Зберігання паперових та/або в електронному вигляді документів щодо укладення та виконання біржових контрактів (договорів).
9	Здійснення діяльності з проведення клірингу та розрахунків за договорами щодо похідних (деривативів), які укладаються на фондовій біржі.
10	Здійснення контролю за дотриманням членами фондової біржі та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством, правил фондової біржі.
11	Відповідне реагування на виявлені порушення законодавства про цінні папери та правил фондової біржі.
12	Здійснення фінансового моніторингу згідно з вимогами законодавства.
13	Надання інформаційних послуг щодо організації торгівлі цінними паперами та іншими фінансовими інструментами.
14	Оприлюднення інформації та обмін інформацією відповідно до законодавства України.

Джерело: складено автором на основі [115]

Додаток Б

Таблиця Б.1

Функції фондової біржі в Республіці Казахстан

№	Функції
1	2
1	Експлуатація та підтримка торговельних систем.
2	Встановлення вимог до емітентів, чиї цінні папери передбачаються до включення або включені в список фондовій біржі, а також до цінних паперів і інших фінансових інструментам, що допускаються (допущеним) до обігу на фондовій біржі.
3	Надання своїм членам доступу до торгових систем з метою здійснення операцій з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, допущеними до обігу на фондовій біржі.
4	Навчання трейдерів фондової біржі, що беруть участь від імені члена фондової біржі в торгах з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, що обертаються в торговельній системі фондової біржі.
5	Допуск трейдерів фондової біржі до участі в торгах і їх відсторонення від участі в торгах у випадках порушення вимог законодавства Республіки Казахстан про ринок цінних паперів, правил фондової біржі, а також інших випадках, встановлених правилами фондової біржі.
6	Ведення реєстру трейдерів фондової біржі, допущених до торгів, відсторонених від участі в торгах (із зазначенням причини відсторонення), і розміщення його на інтернет-ресурсі фондової біржі.
7	Організація і проведення торгів з цінних паперів та іншим фінансовими інструментами, допущеним до обігу на фондовій біржі.
8	Здійснення моніторингу та аналізу операцій з цінними паперами і іншими фінансовими інструментами, укладених у торговельній системі фондової біржі.
9	Організацію діяльності комітету фондової біржі, створеного з метою розгляду питань визнання угод з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, зробленими з метою маніпулювання.
10	Надання уповноваженому органу інформації про результати моніторингу та аналізу угод, укладених в торговельній системі фондової біржі, а також про порушення членами фондової біржі вимог законодавства Республіки Казахстан про ринок цінних паперів, правил фондової біржі в порядку, встановленому нормативно-правовим актом уповноваженого органу.

Продовження таблиці Б.1

1	2
11	Здійснення моніторингу розкриття емітентами цінних паперів, допущених до обігу на фондовій біржі, інформації в обсязі, необхідному законодавством Республіки Казахстан і внутрішніми документами фондової біржі, і надання уповноваженому органу інформації про результати такого моніторингу.
12	Організацію і здійснення розрахунків по операціях з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, допущеними до обігу на фондовій біржі, або підготовку інформації, необхідної для здійснення таких розрахунків.
13	Надання консультаційних, інформаційних та інших послуг в рамках ліцензованого виду діяльності.
14	Проведення аналітичних досліджень з питань ринку цінних паперів та інших фінансових інструментів.
15	Здійснення окремих видів банківських операцій в порядку, встановленому банківським законодавством Республіки Казахстан.
16	Визначення умов і порядку зупинення і відновлення торгів на фондовій біржі.
17	Моніторинг фінансового стану членів фондової біржі.
18	Публікація на інтернет-ресурсі інформації про всі корпоративні події, про щоквартальну фінансову звітність емітентів, чиї цінні папери включені в офіційний список фондової біржі, і членів фондової біржі в порядку, встановленому правилами фондової біржі.
19	Участь в торгах з цінних паперів та інших фінансових інструментам, допущеним до обігу на фондовій біржі, при врегулюванні дефолту і виконанні функцій центрального контрагента.

Джерело: складено автором на основі [36]

Додаток В

Таблиця В.1

**Класифікація сучасних фінансових інструментів за Директивою
2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради
«Про ринки фінансових інструментів»**

№	Фінансовий інструмент
1	2
1	Цінні папери, що вільно обертаються.
2	Інструменти грошового ринку.
3	Паї інститутів спільного інвестування.
4	Опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та інші деривативні контракти на цінні папери, валюту, процентні ставки, або доходу та інші деривативні інструменти, фінансові індекси, або фінансові вимірювачі, які можуть бути виконані шляхом фізичної поставки або оплачені грошовими коштами.
5	Опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та інші деривативні контракти пов'язані з товарними активами та повинні бути виконані та оплачені грошовими коштами, без обов'язкової поставки товарного активу.
6	Опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та інші деривативні контракти пов'язані з товарними активами які повинні бути виконані обов'язковою поставкою товарного активу та оплачені грошовими коштами. Вони торгуються на регульованих ринках та на MTF (електронні товарні біржі).
7	Опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та інші деривативні контракти пов'язані з товарними активами та можуть бути виконані поставкою товарного активу, які не зазначені в пункті 6, та не є підставою для комерційної пропозиції, що мають характеристики інших фінансових деривативів. Ці угоди також розраховуються та виконуються через клірингову палату та регулюються правилами маржинальної торгівлі.
8	Деривативи для передачі кредитного ризику (наприклад: кредитно-дефолтні свопи).
9	Фінансові контракти на різницю (різницю між ціною купівлі та ціною продажу).
10	Опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та інші деривативні контракти пов'язані із кліматичними змінами, ставками фрахту, емісією грошей або рівня інфляції та інших офіційних макростатистичних, що повинні бути виконані та оплачені грошовими коштами.

Джерело: складено автором на основі [185]

Додаток Г

Таблиця Г.1

Етапи становлення організованого ринку цінних паперів в Україні

Дата	Концептуальний документ	Вплив на ринок
1	2	3
1-й етап (червень 1991 – серпень 1995 рр.) – «Формування первісної системи організованого ринку цінних паперів в Україні»		
18.06.1991	Закон України «Про цінні папери та фондову біржу» від 18.06.1991 № 1201-XII	Закон визначав умови і порядок випуску цінних паперів, а також регулював посередницьку діяльність в організації обігу цінних паперів. Визначено поняття: фондова біржа, цінний папер, емітент цінного паперу, правила біржової торгівлі, класифікація цінних паперів, поняття акція та облігація, ліцензування професійної діяльності на ринку, розкриття інформації емітентом.
19.09.1991	Закон України «Про господарські товариства» від 19.09.1991 № 1576-XII	Закон визначає поняття і види господарських товариств, правила їх створення, діяльності, а також права і обов'язки їх учасників та засновників Визначено поняття: акціонерне товариство, розмір статутного капіталу, процедура випуску, розповсюдження, викуп акціонерним товариством цінних паперів, проведення установчих зборів акціонерів та їх компетенція.
19.02.1994	Положення «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії» від 19.02.1994 № 55/94	Положення визначало поняття інвестиційних фондів та інвестиційних компаній, порядок створення та умови їх діяльності, здійснення державного контролю, а також заходи щодо захисту інтересів їх учасників. Визначено поняття: інвестиційна компанія, інвестиційний фонд, взаємний фонд, різновиди інвестиційних фондів в Україні, а саме: відкритий та закритий.
12.06.1995	Положення «Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку» від 12.06.1995 № 446/95	Створено: Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), склад членів ДКЦПФР, визначено функції та завдання ДКЦПФР.
2-й етап (вересень 1995 – травень 2015 рр.) – «Формування сучасної моделі ринку»		
22.09.1995	Постанова Верховної Ради України «Про концепція функціонування та розвитку фондового ринку України» від 22.09.1995 № 342/95-ВР	Концепція визначила головну мету та основні принципи функціонування і розвитку фондового ринку (ринку цінних паперів) України. Визначено: принципи функціонування та учасників депозитарної системи України, ринок цінних паперів як біржовий так і позабіржовий, моно центричність біржової системи України.
30.10.1996	Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 № 448/96-ВР	Цей Закон визначив правові засади здійснення державного регулювання ринку цінних паперів та державного контролю за випуском і обігом цінних паперів та їх похідних в Україні. Визначено: сутність та мету державного регулювання ринку цінних паперів.
10.12.1997	Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10.12.1997 № 710/97-ВР	Закон визначив правові основи обігу цінних паперів у Національній депозитарній системі та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні. Організовано: дворівневу депозитарну систему в Україні, яку складали Національний депозитарій України та зберігачі і реєстратори. Визначено форму випуску цінних паперів в Україні: документарну і бездокументарну.

Продовження таблиці Г.1

1	2	3
30.10.1999	Указ Президента України «Про Основні напрями розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році» від 30.10.1999 № 1415/99	Започатковано: створення і функціонування саморегулівних організацій проф.учасників ринку.
15.01.2001	Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15.03.2001 № 2299-III	Закон визначив правові та організаційні основи створення, діяльності та відповідальності суб'єктів спільного інвестування, особливості управління їх активами, встановлює вимоги до складу, структури та зберігання активів, особливості розміщення та обігу цінних паперів інститутів спільного інвестування, порядок та обсяг розкриття інформації інститутами спільного інвестування з метою залучення та ефективного розміщення фінансових ресурсів інвесторів. Визначено поняття: компанія з управління активами інститутів спільного інвестування, корпоративні та пайові інвестиційні фонди. ІСІ класифікуються, залежно від порядку здійснення його діяльності, на відкриті, інтервальні, закриті, за терміном існування – строкові, безстрокові. Вперше встановлено вимоги до складу, структури та зберігання активів, особливості розміщення та обігу цінних паперів ІСІ та обсяг розкриття інформації ІСІ.
26.03.2001	Указ Президента України «Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України на 2001-2005 роки» від 26.03.2001 № 198/2001	Визначено поняття: конкурентоспроможність фондового ринку України, державний протекціонізм до національних інститутів інфраструктури фондового ринку, стимулювання інститутів інфраструктури фондового ринку. Визначено поліцентричність біржової та обліково-розрахункової систем фондового ринку України
09.07.2003	Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 09.07.2003 № 1057-IV	Закон визначає правові, економічні та організаційні засади недержавного пенсійного забезпечення в Україні та регулює правовідносини, пов'язані з цим видом діяльності. Визначено поняття: адміністратор недержавного пенсійного фонду, недержавний пенсійний фонд, корпоративний пенсійний фонд, професійний пенсійний фонд.
23.02.2006	Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV	Закон регулює відносини, що виникають під час розміщення, обігу цінних паперів і провадження професійної діяльності на фондовому ринку, з метою забезпечення відкритості та ефективності функціонування фондового ринку. Визначено поняття: фондовому ринку, нова класифікація цінних паперів, основні види проф. діяльності на фондовому ринку, вимоги до розкриття інформації емітентами.
17.09.2008	Закон України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 № 514-VI	Закон визначає порядок створення, діяльності, припинення, виділу акціонерних товариств, їх правовий статус, права та обов'язки акціонерів. Визначено поняття: публічне та приватне акціонерні товариства, акціонерне товариство з одним акціонером. Визначено: порядок створення, діяльності, припинення акціонерних товариств, їх правовий статус, права та обов'язки акціонерів. Врегульовані поняття: голосуюча акція, значний правочин, контрольний пакет акцій, обов'язковий викуп акцій, акціонер товариства, кворум загальних зборів акціонерів, порядок виплати дивідендів.

Продовження таблиці Г.1

1	2	3
21.11.2011	Указ Президента України «Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринка» від 23.11.2011 № 1063/2011	Створено: Національну комісію з цінних паперів та фондового ринка, визначено її основні завдання.
05.07.2012	Закон України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 № 5080-VI	Закон спрямований на забезпечення залучення та ефективного розміщення фінансових ресурсів інвесторів і визначає правові та організаційні основи створення, діяльності, припинення суб'єктів спільного інвестування, особливості управління активами зазначених суб'єктів, встановлює вимоги до складу, структури та зберігання таких активів, особливості емісії, обігу, обліку та викупу цінних паперів інститутів спільного інвестування, а також порядок розкриття інформації про їх діяльність. Визначено поняття: спеціалізованого та кваліфікаційного інститутів спільного інвестування, класифікація спеціалізованих і кваліфікаційних інститутів спільного інвестування, біржовий інститут спільного інвестування та умови і особливості його створення та функціонування.
06.07.2012	Закон України «Про депозитарну систему України» від 06.07.2012 № 5178-VI	Закон визначає правові засади функціонування депозитарної системи України, встановлює 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. Визначено поняття депозитарної системи в Україні, види депозитарної діяльності, створено центральний депозитарій, діяльність зберігачів та реєстраторів була об'єднана в професійну діяльність на ринку цінних паперів - депозитарну діяльність депозитарної установи. Також вперше в Україні був створений розрахунковий центр (у формі банку).
22.11.2012	Рішення НКЦПФР про затвердження «Положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України» від 22.11.2012 № 1692	Створені засади допуску акцій іноземних емітентів акцій, активи яких знаходяться на території України, до обігу на фондових біржах України.
3-й етап (червень 2015 р. - по теперішній час) – «Консолідація системи організованого ринку цінних паперів в Україні»		
18.06.2015	Постанова Правління Національного банку України від 18.06.2015 року № 391 про затвердження «Програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року»	Завдання комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року є створення фінансової системи, що здатна забезпечувати сталий економічний розвиток за рахунок ефективного перерозподілу фінансових ресурсів в економіці на основі розбудови повноцінного ринкового конкурентоспроможного середовища згідно зі стандартами ЄС. Розвиток та консолідація моделі фінансової системи України згідно стандартів ЄС.
06.08.2015	Рішення НКЦПФР про затвердження «Змін до Положення про функціонування фондових бірж» від 06.08.2015 № 1217	Посилено вимоги до 1 та 2 рівня лістингу біржових реєстрів фондових бірж, з метою їх очищення від малоліквідних та інвестиційно-непривабливих емітентів акцій.
01.10.2015	Рішення НКЦПФР про затвердження «Положення щодо пруденційних нормативів професійної діяльності на фондовому ринку та вимог до системи управління ризиками» від 01.10.2015 № 1597	Положення встановлює порядок розрахунку та нормативні значення пруденційних показників, визначає вимоги до професійних учасників фондового ринку щодо запобігання та мінімізації впливу ризиків на їх діяльність. Підвищені мінімальні значення пруденційних нормативних показників, що буде сприяти консолідації професійних учасників ринку.

Джерело: складено автором на основі [37, 38, 39, 40, 41, 42, 43, 44, 45, 46, 66, 105, 109, 111, 112, 115, 117, 118, 119, 155, 156, 157, 209]

Додаток Г

Таблиця Г.1

**Значення біржових індексів UX, RTS, S&P-500, DAX-30 у 2009-2015 рр.,
пункти**

Місяць, рік	UX	RTS	S&P-500	DAX-30
1	2	3	4	5
01.09	677,41	535,04	825,88	4 338,35
02.09	483,42	544,58	735,09	3 843,74
03.09	511,46	689,63	797,87	4 084,76
04.09	798,18	832,87	872,81	4 769,45
05.09	1 122,30	1 087,59	919,14	4 940,82
06.09	1 006,62	987,02	919,32	4 808,64
07.09	1 064,73	987,02	987,48	5 332,14
08.09	1 174,12	1 066,53	1 020,62	5 464,61
09.09	1 365,24	1 254,52	1 057,08	5 713,52
10.09	1 417,06	1 348,54	1 036,19	5 414,96
11.09	1 456,06	1 374,93	1 095,63	5 625,95
12.09	1 454,53	1 444,61	1 115,10	5 957,43
01.10	1 671,77	1 473,81	1 073,87	6 048,30
02.10	1 797,63	1 390,25	1 104,49	5 598,46
03.10	2 353,90	1 572,48	1 169,43	6 153,55
04.10	2 551,72	1 572,84	1 186,69	6 135,70
05.10	1 873,72	1 384,59	1 089,41	5 964,33
06.10	1 884,28	1 339,35	1 030,71	5 965,52
07.10	2 086,18	1 479,73	1 101,60	6 147,97
08.10	1 979,53	1 431,21	1 049,33	5 912,41
09.10	1 957,03	1 507,66	1 141,20	6 229,02
10.10	1 869,54	1 587,14	1 183,26	6 601,37
11.10	2 104,92	1 597,35	1 180,55	6 688,49
12.10	2 443,70	1 770,28	1 257,64	6 914,19
01.11	2 632,73	1 870,31	1 276,34	7 077,48
02.11	2 890,16	1 969,91	1 327,22	7 272,32
03.11	2 812,83	2 044,20	1 325,83	7 057,15
04.11	2 753,09	2 033,26	1 363,61	7 514,46
05.11	2 513,25	1 890,84	1 345,20	7 160,30
06.11	2 311,87	1 907,93	1 320,64	7 376,24
07.11	2 315,00	1 971,21	1 292,28	7 158,77
08.11	1 698,79	1 696,02	1 218,89	5 784,85
09.11	1 442,73	1 339,36	1 131,42	5 502,02
10.11	1 448,89	1 563,28	1 253,30	6 141,34

Продовження таблиці Г.1

1	2	3	4	5
11.11	1 582,23	1 540,81	1 246,96	6 088,84
12.11	1 458,87	1 365,13	1 263,02	5 848,78
01.12	1514,35	1 577,29	1 313,01	6458,91
02.12	1474,12	1 734,99	1 372,18	6856,08
03.12	1421,93	1 637,73	1 408,18	6946,83
04.12	1399,14	1 593,97	1 397,91	6761,19
05.12	1033,47	1 242,43	1 313,32	6264,38
06.12	967	1 350,51	1 329,04	6416,28
07.12	1061,23	1 377,35	1 385,30	6772,26
08.12	994,58	1 389,72	1 406,58	6970,79
09.12	1007,86	1 475,70	1 440,67	7216,15
10.12	885,62	1 433,96	1 412,16	7260,63
11.12	863,81	1 436,55	1 416,18	7405,5
12.12	950,56	1 526,98	1 426,19	7612,39
01.13	973,25	1 622,13	1 498,11	7776,05
02.13	1030,76	1 534,41	1 514,68	7741,7
03.13	903,42	1 460,04	1 569,13	7795,31
04.13	826,12	1 407,21	1 597,57	7913,71
05.13	866,89	1 331,43	1 630,74	8348,84
06.13	866,47	1 275,44	1 613,27	7959,22
07.13	889,83	1 313,38	1 685,70	8275,97
08.13	839,79	1 290,96	1 632,97	8103,15
09.13	847,9	1 422,49	1 681,55	8594,4
10.13	867,3	1 480,42	1 756,54	9033,92
11.13	906,54	1 402,93	1 805,81	9405,3
12.13	910,04	1 442,73	1 848,36	9552,16
01.14	889,65	1 301,02	1 794,19	9306,48
02.14	1119,23	1 267,27	1 859,45	9692,08
03.14	1019,72	1 226,10	1 868,20	9555,91
04.14	1103,28	1 155,70	1 883,95	9603,23
05.14	1220,89	1 295,75	1 923,57	9943,27
06.14	1226,69	1 366,08	1 960,23	9833,07
07.14	1322,84	1 219,36	1 970,07	9407,48
08.14	1181,1	1 190,23	2 003,37	9470,17
09.14	1077,15	1 123,72	1 972,29	9474
10.14	1114,38	1 091,44	2 086,28	9326,8
11.14	971,77	974,27	2 067,56	9980
12.14	1033,3	790,71	2 058,90	9805
01.15	991,42	737,35	1 894,19	10694
02.15	1124,88	896,63	2 112,74	11401,66

Продовження таблиці Г.1

1	2	3	4	5
03.15	1022,82	880,42	2 084,05	11966,17
04.15	1077,6	1 029,31	2 105,52	11454
05.15	1011,22	968,81	2 120,66	11413
06.15	1026,16	939,93	2 074,28	10945
07.15	975,72	858,82	2 114,24	11309
08.15	979,78	833,60	1 986,73	10259
09.15	872,35	789,73	1 920,53	9660,4
10.15	793,19	845,54	2 094,32	10850
11.15	716,19	847,10	2 093,81	11382
12.15	685,86	757,04	2 043,94	10743

Джерело: складено автором на основі статистичної інформації [191, 198].

Додаток Д

Таблиця Д.1

Динаміка індексу S&P–500 (пункти), монетарної бази США (млрд дол США), індексу Української біржі (пункти), монетарної бази України (млрд грн) у 2009–2015 рр.

Дата	Монетарна база США	Індекс S&P–500	Дата	Монетарна база України	Індекс УБ
1	2	3	4	5	6
2009-04-01	1733,0	809,06	2009-04-01	174,7	521,66
2009-05-06	1709,4	896,18	2009-05-01	180,2	849,05
2009-06-03	1772,4	929,07	2009-06-01	181,7	1158,41
2009-07-01	1621,2	921,81	2009-07-01	188,7	1004,2
2009-08-05	1648,6	997,05	2009-08-01	189,2	1091,48
2009-09-02	1765,6	1014,66	2009-09-01	183,3	1173,01
2009-10-07	1858,0	1041,56	2009-10-01	183,6	1398,14
2009-11-04	2003,0	1047,42	2009-11-01	180,5	1416,01
2009-12-02	2072,3	1101,31	2009-12-01	181,4	1517,92
2010-01-06	1953,6	1130,44	2010-01-01	184,1	1495,93
2010-02-03	2065,9	1089,64	2010-02-01	189,4	1658,58
2010-03-03	2121,2	1112,05	2010-03-01	190,7	1802,59
2010-04-07	2055,1	1184,36	2010-04-01	196,6	2300,29
2010-05-05	1975,7	1187,05	2010-05-01	200,1	2407,14
2010-06-02	2019,4	1090,39	2010-06-01	203,2	1869,91
2010-07-07	2002,1	1034,57	2010-07-01	219,5	1840
2010-08-04	1996,9	1115,34	2010-08-01	223,8	2162,2
2010-09-01	1986,1	1058,07	2010-09-01	220,4	1995,19
2010-10-06	1946,7	1149,04	2010-10-01	216,7	1945,97
2010-11-03	1963,2	1188,59	2010-11-01	221,6	1875,6
2010-12-01	1986,0	1190,95	2010-12-01	215,7	2155,84
2011-01-05	2016,8	1266,83	2011-01-01	225,7	2493,16
2011-02-02	2104,5	1294,72	2011-02-01	221,7	2688,42
2011-03-02	2326,1	1313,59	2011-03-01	217,4	2859,79
2011-04-06	2468,7	1331,86	2011-04-01	223,5	2844,51
2011-05-04	2484,7	1357,85	2011-05-01	229,5	2702,63
2011-06-01	2609,1	1329,14	2011-06-01	227,9	2480,27
2011-07-06	2698,3	1334,35	2011-07-01	228,1	2331,55
2011-08-03	2672,3	1278,86	2011-08-01	235,8	2319,19
2011-09-07	2654,2	1185,56	2011-09-01	239,9	1713,39
2011-10-05	2630,4	1131,81	2011-10-01	234,3	1401,88
2011-11-02	2616,3	1255,83	2011-11-01	234,2	1386,84
2011-12-07	2639,4	1253,08	2011-12-01	231,0	1591,73
2012-01-04	2643,9	1268,75	2012-01-01	239,9	1476,74
2012-02-01	2659,4	1316,85	2012-02-01	229,9	1563,26
2012-03-07	2692,9	1360,81	2012-03-01	228,5	1469,93
2012-04-04	2637,6	1408,63	2012-04-01	233,1	1428,25

Продовження таблиці Д.1

1	2	3	4	5	6
2012-05-02	2617,8	1401,88	2012-05-01	236,8	1374,04
2012-06-06	2649,5	1293,44	2012-06-01	237,0	978,67
2012-07-04	2624,5	1357,68	2012-07-01	243,2	1035,13
2012-08-01	2671,1	1377,15	2012-08-01	245,0	1064,4
2012-09-05	2633,7	1403,61	2012-09-01	249,8	986,94
2012-10-03	2563,8	1445,81	2012-10-01	247,9	1021,66
2012-11-07	2643,2	1416,39	2012-11-01	245,6	860,99
2012-12-05	2676,4	1411,58	2012-12-01	238,6	866,86
2013-01-02	2690,1	1427,29	2013-01-01	255,3	973,58
2013-02-06	2799,8	1506,08	2013-02-01	251,7	1002,17
2013-03-06	2886,8	1527,87	2013-03-01	255,0	1033,96
2013-04-03	2965,1	1563,83	2013-04-01	256,1	842,69
2013-05-01	3004,6	1588,26	2013-05-01	267,2	831,48
2013-06-05	3214,7	1633,17	2013-06-01	270,8	859,11
2013-07-03	3245,6	1612,79	2013-07-01	275,7	867,89
2013-08-07	3359,6	1702,39	2013-08-01	278,9	889,31
2013-09-04	3448,6	1641,00	2013-09-01	283,7	830,73
2013-10-02	3500,9	1692,17	2013-10-01	284,6	838,54
2013-11-06	3665,3	1763,91	2013-11-01	288,1	862,22
2013-12-04	3736,1	1798,67	2013-12-01	288,6	902,77
2014-01-01	3652,8	1843,21	2014-01-01	307,2	900,98
2014-02-05	3757,5	1765,10	2014-02-01	294,6	882,6
2014-03-05	3865,9	1861,44	2014-03-01	308,6	987,96
2014-04-02	3864,8	1871,08	2014-04-01	329,7	1077,76
2014-05-07	3888,2	1879,08	2014-05-01	338,9	1060,43
2014-06-04	3974,3	1924,14	2014-06-01	342,9	1233,86
2014-07-02	3886,3	1965,27	2014-07-01	351,1	1224,27
2014-08-06	4084,6	1927,05	2014-08-01	348,8	1318,36
2014-09-03	4068,4	2000,78	2014-09-01	341,4	1187,13
2014-10-01	4007,9	1969,02	2014-10-01	351,4	1097,62
2014-11-05	3871,1	2013,24	2014-11-01	332,5	1090,85
2014-12-03	3759,5	2065,47	2014-12-01	328,4	989,12
2015-01-07	3929,0	2026,82	2015-01-01	333,2	1042,38
2015-02-04	4004,8	2025,73	2015-02-01	326,7	976,34
2015-03-04	3776,5	2107,79	2015-03-01	331,6	1135,93
2015-04-01	4043,9	2066,20	2015-04-01	332,0	1035,97
2015-05-06	3970,2	2095,58	2015-05-01	330,4	1084,71
2015-06-03	3917,1	2112,72	2015-06-01	329,6	1022,05
2015-07-01	3875,1	2080,39	2015-07-01	330,4	1013,07
2015-08-05	3983,7	2100,73	2015-08-01	332,3	972,95
2015-09-02	4059,7	1962,28	2015-09-01	328,8	972,39
2015-10-07	4055,7	1967,60	2015-10-01	321,2	871,67
2015-11-04	4049,4	2096,98	2015-11-01	318,5	785,88
2015-12-02	3932,4	2088,17	2015-12-01	321,2	708,22

Джерело: складено автором на основі статистичної інформації [186, 191, 198, 202, 215].

Додаток Е

Таблиця Е.1

Значення індексу Української біржі (Y, пункти), місячного обсягу біржових торгів акціями індексного кошику Української біржі за безадресними заявками (X1, млн грн), місячної кількості укладених біржових угод з акціями індексного кошику Української біржі за безадресними заявками (X2, тис угод), середньомісячних залишків коштів, попередньо зарезервованих в Розрахунковому центрі для забезпечення виконання договорів щодо цінних паперів, укладених на Українській біржі (X3, млн грн) у 2010–2015 рр.

Місяць, рік	Y	X1	X2	X3
1	2	3	4	5
04.10	2551,72	918,96	34,86	168
05.10	1873,72	1186,26	47,03	155
06.10	1884,28	1509,06	53,87	162
07.10	2086,18	1087,46	38,65	150
08.10	1979,53	1125,6	41,88	190
09.10	1957,03	798,82	38,49	161
10.10	1869,54	1249,92	57,26	139
11.10	2104,92	1971,86	95,80	154
12.10	2443,7	2336,34	105,94	205
01.11	2632,73	1981,26	87,69	287
02.11	2890,16	2577,2	104,46	276
03.11	2812,83	2438,04	98,60	292
04.11	2753,09	1593,8	81,10	252
05.11	2513,25	1271,88	63,59	246
06.11	2311,87	869,34	47,79	210
07.11	2315,06	916,61	60,67	184
08.11	1743,82	1741,73	82,32	199
09.11	1442,73	1037,99	68,97	212
10.11	1448,89	755,81	61,19	166
11.11	1582,23	1066,96	91,80	147
12.11	1458,87	454	46,39	128
01.12	1514,35	274,49	28,52	107
02.12	1474,12	315,85	32,33	99
03.12	1421,93	304,64	29,73	87
04.12	1399,14	239,72	22,98	89
05.12	1033,47	239,4	26,26	78
06.12	967	192,3	38,09	83
07.12	1061,23	228,81	46,29	79
08.12	994,58	134,54	28,57	73
09.12	1007,86	140,7	32,99	56
10.12	885,62	166,73	48,10	48
11.12	863,81	100,87	39,32	50
12.12	950,56	102,96	30,10	48

Продовження таблиці Е.1

1	2	3	4	5
01.13	973,25	89,09	26,59	42
02.13	1030,76	156,32	44,32	41
03.13	903,42	87,96	27,17	50
04.13	826,12	54,6	22,56	41
05.13	866,89	34,49	12,40	35
06.13	866,47	35,64	12,34	30
07.13	889,83	48,99	14,83	35
08.13	839,79	32,74	10,04	33
09.13	847,9	49,55	16,83	35
10.13	867,3	45,23	14,55	25
11.13	906,54	59,76	19,14	30
12.13	910,04	46,35	12,57	21
01.14	887,49	30,3	6,67	20
02.14	1129,08	62,52	13,59	22
03.14	992,41	57,37	12,18	30
04.14	1113,62	82,5	17,31	34
05.14	1 220,89	77,5	14,03	32
06.14	1 226,69	67,54	13,15	32
07.14	1 322,84	84,33	16,53	35
08.14	1 181,10	91,37	17,72	30
09.14	1 077,15	81,67	19,43	28
10.14	1 114,38	74,08	15	23
11.14	971,77	50,33	13,59	20
12.14	1 033,30	56,75	15,71	21
01.15	991,42	33,71	7,99	22
02.15	1124,88	61,12	12,83	25
03.15	1 022,82	60,34	13,25	25
04.15	1 077,60	47,23	8,5	24
05.15	1 011,22	22,38	4,88	21
06.15	1 026,16	38,92	7,71	30
07.15	975,72	17,64	4,04	25
08.15	979,78	14,38	3,42	24
09.15	872,35	22	5,66	19
10.15	793,19	15,32	3,98	16
11.15	716,19	18,82	4,57	20
12.15	685,86	13,78	3,05	22

Джерело: складено та розраховано автором на основі статистичної інформації [189, 198]

Додаток Є

Регресійний аналіз впливу внутрішніх ринкових факторів ліквідності біржового ринку та активності біржових торгів на динаміку індексу Української біржі у 2010–2015 рр.

Для дослідження залежностей у якості результуючого показника (Y) обрано показник індексу українських акцій Української місяця біржі станом на кінець відповідного місяця, а у якості факторних величин наступні показники:

X1 – Місячний обсяг біржових торгів акціями індексного кошику Української біржі за безадресними заявками, млн грн;

X2 – Кількість укладених біржових угод з акціями індексного кошику Української за безадресними заявками, тис угод;

X3 – Середньомісячні залишки коштів, попередньо зарезервованих в Розрахунковому центрі для забезпечення виконання договорів щодо цінних паперів, укладених на Українській біржі, млн грн.

Статистичне оцінювання параметрів моделі здійснено за допомогою програми для роботи з електронними таблицями – «Microsoft Office Excel». Розраховані коефіцієнт множинної регресії, коефіцієнт детермінації, стандартну похибку та критерій Стюдента представлено у табл. Є.1, Є.2., Є.3.

Таблиця Є.1

Показники регресійної статистики досліджуваної моделі

Показники регресійної статистики	
Коефіцієнт множинної регресії - R	0,948
Коефіцієнт детермінації – R ²	0,899
Нормований коефіцієнт детермінації – R ²	0,894
Стандартна похибка	192,03
Кількість спостережень	69

Джерело: складено та розраховано автором на основі статистичної інформації [189, 198].

Таблиця Є.2

Показники, що характеризують достовірність моделі регресії

	DF	SS	MS	F
Регресія	3	21409487	7136496	193,518
Залишок	65	2397049	36877,68	
Разом	68	23806536		

Джерело: складено та розраховано автором на основі статистичної інформації [189, 198].

Таблиця Є.3

Таблиця коефіцієнтів кореляції досліджуваної моделі

	Коефіцієнти	Стандартна похибка	t-критерій Стьюдента
Y-перетин	899,21	47,19	19,05
X 1	0,47	0,11	4,44
X 2	-7,91	2,19	-3,60
X 3	5,64	0,79	7,13

Джерело: складено та розраховано автором на основі статистичної інформації [189, 198].

Додаток Ж

Методика розрахунку середньомісячної волатильності індексу Української біржі

За визначенням «глосарію банківської термінології» Національного банку України: Волатильність (з англ. volatility) – це ступінь мінливості значення індикатора, змінної, параметра в часі. Іноді волатильність називають «розкидом» цін, курсів та інших кількісних показників. Волатильність зазвичай вимірюється дисперсією або представленим у річному виразі стандартним відхиленням змін. Причинами волатильності, можуть бути різні чинники ринкового та неринкового характеру [189].

У дисертаційному дослідженні ми розрахуємо середньо-місячну волатильність індексу Української біржі за період з 31.04.2009 по 30.12.2015. Використання наступну методику математичного розрахунку, яка буде використана для розрахунку саме середньомісячної волатильності індексу Української біржі, зумовлює особливість, яка полягає в тому, що у кожному торговому місяці різна кількість торгових днів, та маємо один не повний рік для розрахунків, а саме 2009 рік.

Середньорічна волатильність активу розраховується за формулою (1), як відношення стандартного відхилення вартості активу і обернена пропорційна квадратному кореню періоду часу, де σ - стандартне відхилення вартості активу, P – період часу в роках.

$$\sigma = \frac{\sigma_{sd}}{\sqrt{P}} \quad (\text{Ж.1})$$

Волатильність за інтервал часу (виражений у роках) розраховується на основі середньорічної волатильності за наступною формулою (2), де σ^T – волатильність за інтервал часу T .

$$\sigma^T = \sigma \sqrt{T} \quad (\text{Ж.2})$$

Враховуючи вище зазначену особливість досліджуваного показника, індексу Української біржі, варто внести доповнення до формули розрахунку

волатильності, та вивести загальну формулу розрахунку показника середньомісячної волатильності індексу Української біржі при розрахунку у розрізі річної динаміки, формула (3), де σ_{cm} - середньомісячна волатильності індексу Української біржі, $\sigma s d_m$ – стандартне відхилення індексу Української біржі у досліджуваному місяці, d_m – кількість торгових днів у досліджуваному місяці, d_y – кількість торгових днів у досліджуваному році.

$$\sigma_{cm} = \left(\frac{\sigma s d_m}{\sqrt{d_m}} \right) \times \sqrt{\frac{1}{12}} \quad (\text{Ж.3})$$

Також варто зазначити, що для розрахунку середньомісячної волатильності індексу у відсотках до індексу Української біржі було розраховано середньомісячні значення індексу Української біржі, враховуючи, що даний індекс – показник який відображує динаміку, то середньомісячне значення індексу обраховувалось за наступною формулою(4), де I_{cp} – середньомісячне значення індексу Української біржі, пунктів; I_{MIN} – мінімальне значення індексу у досліджуваному місяці, пунктів; I_{MAX} – максимальне значення індексу у досліджуваному місяці, пунктів.

$$I_{cp} = \frac{I_{MIN} + I_{MAX}}{2} \quad (\text{Ж.4})$$

Джерело: складено автором на основі [52]

Додаток 3

Таблиця 3.1

Розрахунок статистичних показників для розрахунку середньомісячної волатильності індексу Української біржі та середньомісячного значення індексу Української біржі у 2009–2015 рр.

Місяць, рік	$\sigma s d_m$	d_m	d_y	σ_c	I_{cp}	$\sigma_c, \%$
1	2	3	4	5	6	7
04.09	86,11	21	189	74,65	660,62	11,30
05.09	83,57	18	189	78,26	991,08	7,90
06.09	73,23	20	189	65,06	1065,83	6,10
07.09	59,46	23	189	49,26	982,39	5,01
08.09	39,46	20	189	35,06	1147,26	3,06
09.09	65,18	22	189	55,21	1272,31	4,34
10.09	80,31	22	189	68,03	1487,39	4,57
11.09	55,00	21	189	47,68	1508,72	3,16
12.09	35,62	22	189	30,17	1497,42	2,01
01.10	52,80	21	241	51,69	1588,49	3,25
02.10	55,49	20	241	55,67	1729,55	3,22
03.10	191,03	21	241	187,03	2089,94	8,95
04.10	108,07	20	241	108,41	2447,85	3,86
05.10	183,21	16	241	185,01	1927,28	9,6
06.10	98,82	20	241	99,14	1993,62	4,33
07.10	57,26	22	241	54,77	1966,93	2,43
08.10	56,66	20	241	56,84	2069,60	2,39
09.10	14,80	21	241	14,49	1994,53	0,63
10.10	34,74	21	241	34,02	1868,21	1,59
11.10	66,89	21	241	65,49	1989,50	2,87
12.10	90,54	22	241	86,60	2293,17	3,29
01.11	46,56	17	240	50,56	2577,76	1,96
02.11	58,77	19	240	60,36	2791,12	2,16
03.11	111,67	21	240	109,10	2704,48	4,03
04.11	54,80	20	240	54,86	2760,81	1,99
05.11	63,90	18	240	67,43	2594,08	2,60
06.11	49,18	19	240	50,52	2371,42	2,13
07.11	19,46	21	240	19,01	2321,85	0,82
08.11	231,70	21	240	226,37	1962,19	11,54
09.11	81,06	21	240	79,20	1550,80	5,11
10.11	65,08	20	240	65,16	1394,57	4,67
11.11	63,32	21	240	61,86	1495,41	4,14
12.11	66,73	22	240	63,70	1523,90	4,18

Продовження таблиці 3.1

1	2	3	4	5	6	7
01.12	31,26	18	241	34,08	1430,75	2,38
02.12	26,36	20	241	27,27	1518,59	1,80
03.12	36,67	21	241	37,02	1402,43	2,64
04.12	11,03	20	241	11,41	1409,26	0,81
05.12	101,35	19	241	107,57	1211,46	8,88
06.12	42,52	18	241	46,36	903,62	5,13
07.12	41,95	22	241	41,38	1081,53	3,83
08.12	29,01	21	241	29,29	1040,50	2,81
09.12	42,20	20	241	43,66	1025,99	4,26
10.12	66,19	21	241	66,82	901,73	7,41
11.12	17,71	21	241	17,88	851,27	2,10
12.12	22,45	20	241	23,22	912,52	2,54
01.13	33,26	19	238	35,07	931,63	3,76
02.13	19,33	19	238	20,39	1014,48	2,01
03.13	47,51	20	238	48,84	964,43	5,06
04.13	10,62	21	238	10,66	819,88	1,30
05.13	20,67	16	238	23,75	843,32	2,82
06.13	20,67	18	238	22,39	859,86	2,60
07.13	10,57	22	238	10,36	869,95	1,19
08.13	16,15	21	238	16,21	864,58	1,87
09.13	11,06	20	238	11,37	831,38	1,37
10.13	15,17	20	238	15,59	864,75	1,80
11.13	25,83	21	238	25,92	898,69	2,88
12.13	9,03	21	238	9,06	899,07	1,01
01.14	20,36	17	152	18,14	884,82	2,05
02.14	86,21	19	152	72,67	1000,33	7,26
03.14	33,76	19	152	28,46	1039,06	2,74
04.14	27,80	20	152	22,84	1109,92	2,06
05.14	64,40	19	152	54,28	1144,89	4,74
06.14	12,97	19	152	10,93	1219,58	0,90
07.14	40,37	19	152	34,02	1269,28	2,68
08.14	36,00	20	152	29,58	1246,67	2,37
09.14	43,17	22	239	43,17	1115,67	3,87
10.14	23,71	23	239	23,71	1094,51	2,17
11.14	52,87	20	239	52,87	1033,465	5,12
12.14	24,88	22	239	24,88	982,77	2,53
01.15	30,40	16	245	30,40	1030,195	2,95
02.15	49,18	20	245	49,18	1050,61	4,68
03.15	33,95	21	245	33,95	1071,92	3,17
04.14	22,31	21	245	22,31	1046,055	2,13

Продовження таблиці 3.1

1	2	3	4	5	6	7
05.15	30,04	18	245	30,04	1040,635	2,89
06.15	11,35	20	245	11,35	1008,52	1,13
07.15	15,88	23	245	15,88	987,215	1,61
08.15	7,85	20	245	7,85	976,615	0,80
09.15	45,92	22	245	45,92	922,16	4,98
10.15	33,12	21	245	33,12	828,115	4,00
11.15	31,90	21	245	31,90	730,495	4,37
12.15	15,74	22	245	15,74	685,78	2,29

Джерело: складено та розраховано автором на основі статистичної інформації [189, 198]

Додаток И

Таблиця И.1

Емітенти акцій біржового реєстру ПрАТ «ПФБ» у 2010-2015 рр.

Емітент	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	2	3	4	5	6	7
1	ПАТ «Автомеханізація»	ПАТ «Автомеханізація»	ПАТ «Київшляхбуд»	ПАТ «ДНІПРОАЗОТ»	ПАТ «ДНІПРОАЗОТ»	ПАТ «ДНІПРОАЗОТ»
2	ПАТ «Будінвест 4»	ПАТ «Будінвест 4»	ПАТ «АВК-ФІНАНС»	ПАТ «Київшляхбуд»	ПАТ «ХК «ЕНЕРГОТРЕЙД»	
3	ПАТ «Газові мережі»	ПАТ «ВИРОБНИЧЕ ОБ'ЄДНАННЯ «ПРОМТЕХМОН ТАЖ»	ПАТ «Автомеханізація»	ПАТ «ХК «ЕНЕРГОТРЕЙД»	ПАТ "ЛФС СЕРВІСЕС"	
4	ПАТ «Екотехнології»	ПАТ «Газові мережі»	ПАТ «Будінвест 4»	ПАТ "ЛФС СЕРВІСЕС"	ПАТ "ТРЕЙД ОЙЛ"	
5	ПАТ «СКАТЕРИНОСЛАВСЬКИЙ КОМЕРЦІЙНИЙ БАНК»	ПАТ «СКАТЕРИНОСЛАВСЬКИЙ КОМЕРЦІЙНИЙ БАНК»	ПАТ «ВИРОБНИЧЕ ОБ'ЄДНАННЯ «ПРОМТЕХМОН ТАЖ»	ПАТ "ТРЕЙД ОЙЛ"	ПАТ «АВК-ФІНАНС»	
6	ПАТ «КБ «АКСІОМА»	ПАТ «Екотехнології»	ПАТ «Газові мережі»	ПАТ «АВК-ФІНАНС»	ПАТ «Автомеханізація»	
7		ПАТ «МЕДІКАЛ ТОМОГРАФ ІНВЕСТМЕНТ	ПАТ «Екотехнології»	ПАТ «Автомеханізація»	ПАТ «Будінвест 4»	
8		ПАТ «НАФТОГАЗОПЕРЕРобНИЙ ЗАВОД «ДНІПРО»	ПАТ «СКАТЕРИНОСЛАВСЬКИЙ КОМЕРЦІЙНИЙ БАНК»	ПАТ «Акціонерний комерційний банк «КОНКОРД»	ПАТ «ВИРОБНИЧЕ ОБ'ЄДНАННЯ «ПРОМТЕХМОН ТАЖ»	
9		ПАТ «ОСТ-ІНВЕСТ»	ПАТ «КОД ІНВЕСТ»	ПАТ «Будінвест 4»	ПАТ «Екотехнології»	
10		ПАТ «ПРАЙМБУДІНВЕСТГРУП»	ПАТ «КОМПАНІЯ АСТРА ЛАЙН»	ПАТ «ВИРОБНИЧЕ ОБ'ЄДНАННЯ «ПРОМТЕХМОНТАЖ»	ПАТ «КОД ІНВЕСТ»	
11		ПАТ «ТОРГОВИЙ ДІМ «ЧУМАЦЬКИЙ ШЛЯХ»	ПАТ «МЕДІКАЛ ТОМОГРАФ ІНВЕСТМЕНТ»	ПАТ «Екотехнології»	ПАТ «КОМПАНІЯ АСТРА ЛАЙН»	
12		ПАТ «Укрдорбуд»	ПАТ «Нафтова компанія «Ойл Сіті»	ПАТ «СКАТЕРИНОСЛАВСЬКИЙ КОМЕРЦІЙНИЙ БАНК»	ПАТ «МЕДІКАЛ ТОМОГРАФ ІНВЕСТМЕНТ»	
13		ПАТ «Укрмедіаінвест»	ПАТ «НАФТОГАЗОПЕРЕРобНИЙ ЗАВОД «ДНІПРО»	ПАТ «КОД ІНВЕСТ»	ПАТ «Нафтова компанія «Ойл Сіті»	

Продовження таблиці И.1

1	2	3	4	5	6	7
14		ПАТ «Фінансгруп-Екне»	ПАТ «ОСТ-ІНВЕСТ»	ПАТ «КОМПАНІЯ АСТРА ЛАЙН»	ПАТ «ОСТ-ІНВЕСТ»	
15		ПАТ «КБ «АКСІОМА»	ПАТ «ПРАЙМБУДІНВЕСТГРУП»	ПАТ «МЕДІКАЛ ТОМОГРАФ ІНВЕСТМЕНТ»	ПАТ «ПРАЙМБУДІНВЕСТГРУП»	
16			ПАТ «Силові електронні прилади управління»	ПАТ «Нафтова компанія «Ойл Сіті»	ПАТ «Силові електронні прилади управління»	
17			ПАТ «ТОРГОВИЙ ДІМ «ЧУМАЦЬКИЙ ШЛЯХ»	ПАТ «НАФТОГАЗОПЕРЕРОБНИЙ ЗАВОД «ДНІПРО»	ПАТ «СХІДНО-УКРАЇНСЬКА КОМПАНІЯ»	
18			ПАТ «Укрдорбуд»	ПАТ «ОСТ-ІНВЕСТ»	ПАТ «ТОРГОВИЙ ДІМ «ЧУМАЦЬКИЙ ШЛЯХ»	
19			ПАТ «Укрмедіаінвест»	ПАТ «ПРАЙМБУДІНВЕСТГРУП»	ПАТ «Укрпостачпром»	
20			ПАТ «Укрпостачпром»	ПАТ «Силові електронні прилади управління»	ПАТ «УКРФАРМ-ІНВЕСТ»	
21			ПАТ «УКРФАРМ-ІНВЕСТ»	ПАТ «СХІДНО-УКРАЇНСЬКА КОМПАНІЯ»	ПАТ «Факторингова компанія «ДЕЛЬТА КОЛЕКТ»	
22			ПАТ «Факторингова компанія «ДЕЛЬТА КОЛЕКТ»	ПАТ «ТОРГОВИЙ ДІМ «ЧУМАЦЬКИЙ ШЛЯХ»	ПАТ «Фінансгруп-Екне»	
23			ПАТ «Фінансгруп-Екне»	ПАТ «Укрдорбуд»	ПАТ «Фінансовий стандарт»	
24			ПАТ «ФІНАНСОВА КОМПАНІЯ «ТРІЙКА ІНВЕСТ»	ПАТ «Укрмедіаінвест»	ПАТ Трест "Київміськбуд-1" імені М.П. Загороднього	
25			ПАТ «Фінансовий стандарт»	ПАТ «Укрпостачпром»	ПАТ «Газові мережі»	
26			ПАТ «КБ «АКСІОМА»	ПАТ «УКРФАРМ-ІНВЕСТ»	ПАТ «БЮРО КРЕДИТНИХ ІСТОРІЙ «КРЕДИТ СЕРВІС»	
27				ПАТ «Факторингова компанія «ДЕЛЬТА КОЛЕКТ»	ПАТ «ОЙЛ-ІНВЕСТМЕНТС»	

Продовження таблиці II.1

1	2	3	4	5	6	7
28				ПАТ «Фінансгруп-Екне»	ПАТ «БІЗНЕС-СТРАТЕГІЯ»	
29				ПАТ «ФІНАНСОВА КОМПАНІЯ «ТРИЙКА ІНВЕСТ»		
30				ПАТ «Фінансовий стандарт»		
31				ПАТ «КБ «АКСІОМА»		
32				ПАТ Трест "Київміськбуд-1" імені М.П. Загороднього		
33				ПАТ «Газові мережі»		
Всього	6	15	26	33	28	1

Джерело: складено автором на основі статистичної інформації [194]

Додаток І

Побудова модельного інверсійного біржового фонду акцій на індекс Української біржі

Для перевірки ефективності запровадження інверсійних біржових фондів акцій на біржовому ринку акцій в Україні побудуємо модельний інверсійний біржовий фонд, розрахуємо вартість його чистих активів та ціни його інвестиційних сертифікатів за період 30.03.2011 – 31.12.2015.

Змоделюємо інверсійний біржовий фонд акцій, який випустив 10000 сертифікатів акцій. Станом на 30.03.2011 індекс Української біржі становив 2831,27 пунктів, що в свою чергу означає, що загальна сукупна вартість кожного одного лоту акцій індексного кошику Української біржі становила 2831,27 грн.

Вартість чистих активів (далі–ВЧА) фонду буде розраховуватись за формулою: $ВЧА = \text{інверсійна ціна 1 лоту акцій індексного кошику Української біржі} * \text{кількість випущених інвестиційний сертифікатів фонду}$.

Ціна 1 інвестиційного сертифікату фонду буде розраховуватись за формулою: $\text{ціна 1 інвестиційного сертифікату фонду} = ВЧА / \text{кількість випущених інвестиційний сертифікатів фонду}$.

30.03.2011 модельний інверсійний фонд акцій відкрив коротку позицію по акціям індексного кошику на загальну суму 28312700 грн ($2831,27 * 10000$), отже вартість чистих активів фонду становила 28312700 грн, а вартість чистих активів на 1 інвестиційний сертифікат фонду склала 2831,27 грн.

Для проведення аналізу динаміки ціни інвестиційних сертифікатів модельного інверсійного біржового фонду акцій за 30.03.2011 – 31.12.2015 рр. необхідно розрахувати інверсійні ціни лоту акцій індексного кошику Української біржі на який було відкрито коротку позицію фондом.

Інверсійна ціна лоту акцій індексного кошику Української біржі (далі – $I_{pINVESR}$) буде розраховуватись за формулою: $I_{pINVESR} = (I_{t0} - I_{tn}) + I_{t0}$, де I_{t0} – ціна лоту акцій індексного кошику Української біржі на дату відкриття короткої позиції фондом, I_{tn} - ціна лоту акцій індексного кошику Української біржі у

кожному наступному періоді. Отже розрахуємо ВЧА та ціну 1 інвестиційного сертифікату модельного інверсійного біржового фонду акцій за 30.03.2011 – 31.12.2015 рр., результати представлено у табл. I.1.

Таблиця I.1

**Розрахунок ВЧА та ціни 1 інвестиційного сертифікату модельного
інверсійного біржового фонду за період 30.03.2011 – 31.12.2015**

Дата	1 лот акцій індексного кошику Української біржі, грн	Інверсійна ціна 1 лоту акцій індексного кошику Української біржі, грн	ВЧА інверсійного фонду акцій, грн	Ціна 1 інвестиційного сертифікату фонду акцій, грн
1	2	3	4	5
30.03.2011	2831,27		28312700	2831,27
15.06.2011	2390	3272,54	32725400	3272,54
15.09.2011	1500,37	4162,17	41621700	4162,17
15.12.2011	1473,93	4188,61	41886100	4188,61
15.03.2012	1409,95	4252,59	42525900	4252,59
15.06.2012	956,05	4706,49	47064900	4706,49
17.09.2012	1093,21	4569,33	45693300	4569,33
17.12.2012	908,36	4754,18	47541800	4754,18
18.03.2013	959,85	4702,69	47026900	4702,69
17.06.2013	872,07	4790,47	47904700	4790,47
16.09.2013	822,93	4839,61	48396100	4839,61
16.12.2013	892,72	4769,82	47698200	4769,82
17.03.2014	994,25	4668,29	46682900	4668,29
16.06.2014	1222,57	4439,97	28312700	4439,97
15.09.2014	1060,7	4601,84	46018400	4601,84
15.12.2014	963,97	4698,57	46985700	4698,57
16.03.2015	1080,37	4582,17	45821700	4582,17
15.06.2015	1023,07	4639,47	46394700	4639,47
15.09.2015	967,98	4694,56	46945600	4694,56
15.12.2015	688,03	4974,51	49745100	4974,51
31.12.2015	685,86	4976,68	49766800	4976,68

Джерело: складено та розраховано автором на основі статистичної інформації [198]

Додаток І

Таблиця І.1

**Перелік українських емітентів цінних паперів, у які інвестовані кошти
КНПФ НБУ станом на 15.04.2014**

Емітент	Сума інвестицій, млн грн	Ознаки «схемності» (біржа, аудитор, забезпечення)	Коротка характеристика компанії
1	2	3	4
ТОВ МІХ МЕГА	74,07	ФБ Перспектива, АФ Стройаудит, СК Лемма, СК Кремінь, однакова контактна особа по звітності з СОНЕТ	СК = 1,5 тис грн, збиткова, ВЧА = 39,4 тис грн, основні фонди – відсутні, кількість працівників = 2 особи
ТОВ Ековіте	64,8	ФБ Перспектива, СК Кремінь, АФ Стройаудит, однакова адреса з Ековіте та Тріумф	СК = 550 тис грн, нерозподілений збиток = 1953,9 тис грн, власний капітал = 2243 тис грн, обсяг реалізації = 8,9 тис грн, чп = 1542 тис грн, кількість працівників = 1
ТОВ Тріумф	64,5	ФБ Перспектива, АФ Стройаудит, СК Лемма, однакова адреса з Ековіте та Сонет	СК = 31,3 тис грн, нерозподілений збиток = 9534,3 тис грн, вк = 2243 тис грн, чп = 4493 тис грн, заборгованість = 200 млн грн.
ПАТ Свіжачок	61,3	ФБ Перспектива	СК=56260 тис грн, чп за 2012р.= -1383 тис грн, 2013р.= -10 млн грн. Стабільно збиткове за останні 4 роки.
ТОВ Електрохім пром	0,6	ФБ Перспектива, АФ Стройаудит, СК Кремінь	Обсяг реалізації = 1149,7 тис грн, чп= - 6508,4 тис грн, кількість працівників = 2
ТОВ СОНЕТ	60,4	ФБ Перспектива, однакова адреса з Ековіте та Тріумф.	Дані відсутні

Продовження таблиці І.1

1	2	3	4
ТОВ Аксіома	53,9	ФБ Перспектива	СК = 5500 тис грн, чп = 354 тис грн
ТОВ Новотех-інвест	4,1	ФБ Перспектива, АФ Стройаудит, СК Кремінь, СК Лемма	СК = 26,2 тис грн, обсяг реалізації = 8,7 тис грн, основні засоби відсутні, кількість працівників = 1
ТОВ РІГБ	33,01	-	Дані відсутні
ПАТ Ельба	27,9	-	СК = 30808 тис грн, нНерозподілений збиток = 27782 тис грн, чп = -5340 тис грн
ПАТ ФК Сучасні кредитні технології	12,6	Пов'язані особи групи Перспектива: КФЦ ПАТ, ФБ Перспектива	Дані відсутні
ПАТ КФЦ	2,4	Пов'язані особи групи Перспектива: КФЦ ПАТ, ФБ Перспектива, однакова адреса з Лізинг ІТ, ФБ Перспектива	Дані відсутні
ТОВ Лізинг ІТ	0,3	Дані відсутні	Дані відсутні
ПАТ ФК Сучасні кредитні технології	12,6	Пов'язані особи групи Перспектива: КФЦ ПАТ, ФБ Перспектива	Дані відсутні
ПАТ КФЦ	2,4	Пов'язані особи групи Перспектива: КФЦ ПАТ, ФБ Перспектива, однакова адреса з Лізинг ІТ, ФБ Перспектива	Дані відсутні
ФБ Перспектива	1,7	Пов'язані особи групи Перспектива: КФЦ ПАТ, ФБ Перспектива, однакова адреса з Лізинг ІТ, ФБ Перспектива	Дані відсутні
ПрАТ Веста – Дніпро	1,2	Відкрите судове провадження щодо стягнення боргів з емітента	Дані відсутні
ПАТ Київхліб	1	-	Дані відсутні
Загальна сума інвестицій	563,3		

Джерело: складено автором на основі [34]

**НАЦІОНАЛЬНА КОМІСІЯ
З ЦІННИХ ПАПЕРІВ
ТА ФОНДОВОГО РИНКУ**

вул. Московська, 8, корп. 30
м. Київ-601, 01010, Україна
тел.: (044) 254-23-31
факс: (044) 254-23-31



Україна

**NATIONAL SECURITIES
AND STOCK MARKET
COMMISSION**

Building 30, 8, Moskovska St.,
Kyiv-601, 01010, Ukraine
phone: (044) 254-25-70
fax: (044) 254-25-70

15.09.15 № 08/01/19934/НК

На № _____

ДОВІДКА

про використання результатів дисертаційного дослідження
Ройко Ігоря Михайловича
на тему: «Біржовий ринок акцій в Україні: стан та пріоритети розвитку»
виконаного на кафедрі «Фінансові ринки»
ДВНЗ «Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана»

Результати дисертаційного дослідження Ройко І. М., на тему: «Біржовий ринок акцій в Україні: стан та пріоритети розвитку», є актуальними та мають практичне значення у поточній діяльності Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Метою дисертаційної роботи було обрано дослідження теоретико-методологічних засад розвитку біржового ринку акцій в Україні, пошук конкретних напрямків модернізації та шляхів подальшого відновлення вітчизняного біржового ринку акцій у кризовий та посткризовий періоди.

Основні результати, які одержані автором дисертації полягають у розробленні нової методики аналізу біржової статистики біржового ринку акцій України на основі використання та адаптації стандартів біржової статистики Світової федерації бірж, доповнення методики аналізу та моніторингу ринкової капіталізації біржового ринку акцій України розробленими автором показниками ринкової капіталізації біржових реєстрів акцій фондових бірж України і структури ринкової капіталізації біржових

106344

реєстрів акцій фондових бірж України, а також у розробленні рекомендацій щодо вирішення наявних проблем біржового ринку акцій України та його пріоритетних напрямків удосконалення функціонування та розвитку у подальшому майбутньому.

Результати дисертаційного дослідження та висновки, одержані автором, враховані в практичній роботі Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Директор департаменту стратегії розвитку
фондового ринку Національної комісії з
цінних паперів та фондового ринку, к.ю.н.



М. Лібанов



on-line capital

Україна, 01001, Київ,
Шота Руставелі 16, поверх
5

тел/факс: +38 (044) 467 79
70; +38 (044) 467 79 71

info@onlinecapital.kiev.ua
www.onlinecapital.kiev.ua

Вихідний № 110
Від 08.07.2015р.

ДОВІДКА

Про впровадження результатів дисертаційного дослідження

Ройко Ігора Михайловича на тему:

«Біржовий ринок акцій в Україні: стан та пріоритети розвитку»

Науково-методичні підходи до аналізу динаміки індексу Української біржі на основі економіко-математичної моделі, що базується на показниках ліквідності біржового ринку акцій та активності біржових торгів акціями, а також волатильності індексу Української біржі рекомендовані використовуються у практичній діяльності ТОВ «Он-лайн капітал» на біржовому ринку акцій України.

Генеральний директор
ТОВ «ОН-ЛАЙН КАПІТАЛ»



М.О. Почапський/



Ліцензія АЕ №642011
від 06.05.2015 р

Україна, 01001, м. Київ, вул. Шота Руставелі, 16
Тел. +38 044 220 12 80
WWW.AMADEUSUA.COM

Вихідний № 108
Від 06.07.2015р.

ДОВІДКА

Про впровадження результатів дисертаційного дослідження

Ройко Ігора Михайловича на тему:

«Біржовий ринок акцій в Україні: стан та пріоритети розвитку»

Рекомендації та пропозиції щодо проблематики створення та розвитку інверсійних біржових фондів, разом із методикою аналізу показників стану біржового ринку акцій України враховані і використовуються у практичній діяльності ПрАТ «Компанія з управління активами «Амадеус» та розробці стратегії її подальшого розвитку

Директор ПрАТ «КУА «Амадеус»



Роговець І.В.

«ЗАТВЕРДЖУЮ»
Проректор з науково-педагогічної роботи
ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені
Вадима Гетьмана»
д.е.н., проф. Колот А.М.



«03» жовтня 2015 р.

«ЗАТВЕРДЖУЮ»
Перший проректор з науково-педагогічної та наукової роботи
ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені
Вадима Гетьмана»
д.е.н., проф. Лук'яненко Д.Г.



«03» жовтня 2015 р.

ДОВІДКА

про впровадження в навчальний процес результатів дисертаційного дослідження

Ройка Ігоря Михайловича

на тему: **«Біржовий ринок акцій в Україні: стан та пріоритети розвитку»**

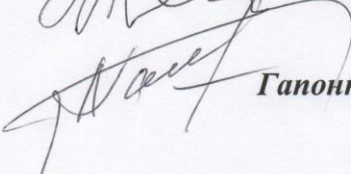
Основні теоретичні та методичні підходи і пропозиції розроблені у дисертаційній роботі Ройка Ігоря Михайловича на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук, використовуються у навчальному процесі кафедри фінансових ринків ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», саме:

- під час розробки робочої програми та методичних матеріалів з дисципліни бакалаврського рівня «Торгівля цінними паперами»;
- при підготовці завдань для практичних занять, розробки методичних рекомендацій для написання курсових робіт з науки бакалаврського рівня «Фінансовий ринок»;
- під час розробки методичних матеріалів та завдань з Міжпредметного тренінгу магістерської програми «Фінансовий ринок».

Декан фінансово-економічного факультету, к.е.н., професор

Завідувач кафедри фінансових ринків, к.е.н., професор


Хлівний В.К.


Гапонюк М.А.