



Національний університет

Міністерство освіти і науки, молоді та спорту України

Академія економічних наук України

Національний університет водного господарства

та природокористування

Інститут регіональних досліджень

Національної академії наук України

Павлов В.І., Кондрацька Н.М.



Національний університет

водного господарства

**ФОРМУВАННЯ
ІНСТИТУЦІЙНОЇ СИСТЕМИ РИНКУ
ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ**

Монографія

Рівне - 2011



Національний університет

УДК 336.761(477)

ББК 65.9(2)26

П12

*Рекомендовано вченою радою Національного університету
водного господарства та природокористування
(Протокол № 2 від 25 лютого 2011 р.)*

*Ухвалено вченою радою Інституту регіональних
досліджень НАН України
(Протокол № 3 від 28 лютого 2011 р.)*

Відповідальний редактор:

В.І. Павлов, доктор економічних наук, професор, академік АЕН України, заслужений економіст України, віце-президент Співки економістів України.

Рецензенти:

Зінь Е.А., доктор економічних наук, професор Національного університету водного господарства та природокористування, м. Рівне;

Карлін М.І., доктор економічних наук, професор Волинського державного університету імені Лесі Українки, м. Луцьк;

Козоріз М.А., доктор економічних наук, професор, академік Академії економічних наук України.

В.І. Павлов, Н.М. Кондрацька

П12. Формування інституційної системи ринку цінних паперів в Україні. Монографія.- м. Рівне: НУВГП, 2011. – 294 с.

ISBN

У монографії розкриваються теоретичні та методологічні аспекти формування інституційної системи ринку цінних паперів. Визначаються особливості інституційного забезпечення та державного регулювання ринку цінних паперів. Розглядаються пріоритетні напрямки розвитку фондового ринку, включаючи створення інституції єдиного фінансового регулятора та використання ліквідних фінансових інструментів.

Монографія розрахована на науковців, педагогічних працівників, аспірантів, студентів вищих навчальних закладів, керівників, спеціалістів та учасників фондового ринку, а також шороке коло читачів.

УДК 336.761(477)

ББК 65.9(2)26

ISBN

© Національний університет водного господарства та природокористування, 2011
© Павлов В.І., Кондрацька Н.М.



З М І С Т

	Перелік умовних позначень.....	4
	Вступ.....	5
Розділ 1.	Теоретико-методологічні основи формування інституційної системи ринку цінних паперів.....	9
	1.1. Сутність і значення інституційної системи ринку цінних паперів.....	9
	1.2. Генезис інституційної системи ринку цінних паперів в Україні.....	38
	1.3. Зарубіжний досвід інституційного забезпечення ринку цінних паперів.....	59
Розділ 2.	Особливості інституційного забезпечення ринку цінних паперів в Україні.....	78
	2.1. Тенденції становлення ринку цінних паперів в Україні.....	78
	2.2. Аналіз діяльності інституцій-посередників на ринку цінних паперів.....	100
	2.3. Характеристика процесів державного регулювання ринку цінних паперів.....	129
Розділ 3.	Механізми розвитку інституційної системи ринку цінних паперів в Україні.....	159
	3.1. Пріоритетні напрями розвитку інституційної системи ринку цінних паперів.....	159
	3.2. Створення інституції єдиного фінансового регулювання.....	178
	3.3. Вдосконалення процесів саморегулювання на ринку цінних паперів.....	196
	3.4. Підвищення ліквідності фінансових інструментів.....	207
	Список використаних джерел.....	227
	Додатки.....	252
	Додаток А. Рекомендації Міжнародної науково-практичної конференції «Сучасний стан та перспективи розвитку фондового ринку в Україні»..	253
	Додаток Б. Проект Державної програми розвитку фондового ринку на 2011-2015 роки.....	261



ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

- АТ – акціонерне товариство;
АУФТ – Асоціація „Українські фондові торговці”;
ВДЦП – ВАТ „Всеукраїнський депозитарій цінних паперів депозитарій”;
ДКРРФП – Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг;
ДКЦПФР – Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку;
ІННЕКС – ЗАТ „Фондова біржа „ІННЕКС”;
ІСІ – інститут спільного інвестування;
КМФБ – ВАТ „Київська міжнародна фондова біржа”;
КУА – компанія з управління активами;
МФС – ВАТ „Міжрегіональний фондовий союз”;
НБУ – Національний банк України;
НДУ – ВАТ „Національний депозитарій України”;
НПФ – недержавний пенсійний фонд;
ОВДП – облігації внутрішньої державної позики;
ПАРД – Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв;
ФБ „Перспектива” – ВАТ „Фондова біржа „Перспектива”;
ПТІС „Південь-Сервер” – ДП Асоціації „Південноукраїнська торговельно-інформаційна система” – „Південь-Сервер”;
ПФБ – ЗАТ „Придніпровська фондова біржа”;
ПФТС – ВАТ „Фондова біржа ПФТС”;
РЦП – ринок цінних паперів ;
СЄФБ – ВАТ „Східно-Європейська фондова біржа” ;
СК – страхова компанія ;
СРО – саморегулювальна організація ;
УАІБ – Українська асоціація інвестиційного бізнесу;
УБ – ВАТ „Українська біржа”;
УМВБ – ЗАТ „Українська міжбанківська валютна біржа”;
УМФБ – ЗАТ „Українська Міжнародна Фондова Біржа”;
УФБ – ЗАТ „Українська фондова біржа”;
ЦД – центральний депозитарій.



ВСТУП

Ефективний розвиток та інтеграція економіки України у світову економічну систему передбачає залучення інвестицій, що забезпечується функціонуванням ринку цінних паперів. Його гармонійний розвиток сприяє нагромадженню капіталу та трансформації заощаджень в інвестиційні ресурси, забезпеченню надійності і ліквідності інвестиційних вкладень, індикації стану фінансового сектора, підвищенню добробуту громадян через володіння та розпорядження цінними паперами. Необхідною умовою досягнення зазначених цілей є формування стійких формальних і неформальних систем норм, правил та інституцій, що регулюють прийняття рішень, діяльність і взаємодію між учасниками ринку цінних паперів.

Сучасні кризові явища сповільнили процеси перерозподілу та раціонального розміщення фінансових ресурсів опосередкованих цінними паперами, виявили спекулятивний характер, непрозорість та фрагментарність, а також недостатню капіталізацію вітчизняного ринку цінних паперів. Очевидною стала необхідність формування інституційного забезпечення фондового ринку, що вимагає відповідного теоретичного аналізу, оцінки сучасного стану та наукового обґрунтування шляхів покращення взаємодій між учасниками з приводу випуску, розміщення, обігу та обліку цінних паперів. За таких умов формування стійкої інституційної системи ринку цінних паперів набуває першочергового значення.

Проблемами інституційної теорії у різні часи займалися О. Вільямсон, В. Вольчик, В. Гамільтон, В. Дементьєв, Г. Клейнер, Р. Коуз, Д. Норт, Р. Нурєєв, А. Олейник, Дж. Ходжсон. Вагомий внесок у дослідження ринків цінних паперів здійснили такі зарубіжні науковці як М. Алексєєв, Р. Барейлей, Т. Берднікова, Д. Блейк, Б. Калтинюк, С. Майєрс, Р. Мертон, Я. Міркін, Л. Росс, Б. Рубцов. Серед вітчизняних дослідників проблем функціонування ринків цінних паперів слід назвати П. Беленького, О. Василика, А. Каліну, Г. Калач, М. Козоріз, В. Корнєєва, А. Кошєєва, Ю. Кравченка, І. Кривов'язюка, О. Мендрула, О. Мозгового, А. Пересаду, І. Пилипяка, О. Редькіна, О. Ромашка, В. Шапрана, В. Шелудька.



Незважаючи на вагомість наукових напрацювань вищеперахованих дослідників існують проблеми, котрі залишаються недостатньо розробленими як у теоретичному, так і в практичному аспектах. Вони пов'язані із виявленням кризових явищ, передбаченням та запобіганням ризиків на ринках різних видів цінних паперів. Потребують розробки інституційні механізми створення єдиного фінансового регулятора, налагодження обміну фінансовою інформацією між регуляторами та учасниками ринку, зменшення владного впливу, опортуністичної поведінки та транзакційних витрат учасників ринку цінних паперів тощо.

В монографії розвинуто теоретико-методологічні положення та запропоновані практичні рекомендації щодо формування і розвитку інституційної системи ринку цінних паперів України. Так, за результатами дослідження генезису інституційної системи ринку цінних паперів уточнено межі існуючих етапів та виділено новий сучасний етап, початок якого детермінує необхідність покращення функціонування посередницьких та регуляторних інституцій, вдосконалення методології передбачення і реалізації заходів із пом'якшення кризових явищ, усунення можливості опортуністичної поведінки та владного впливу, зменшення транзакційних витрат емітентів, інвесторів і посередників.

Аналіз основних тенденції становлення ринку цінних паперів в Україні виявив пріоритетні напрями формування та розвитку інституційної системи ринку цінних паперів, які передбачають вдосконалення законодавчого забезпечення діяльності учасників ринку, скорочення чисельності фондових бірж, створення центрального депозитарію. Їх реалізація дозволить усунути конфлікт приватних та державних інтересів, запобігти зловживанням пов'язаних осіб і використанню інсайдерської інформації, підвищити якість послуг та зменшити ризики учасників депозитарної системи.

Слід зазначити, що сучасні проблеми формування і розвитку ринку цінних паперів не можуть бути вирішені лише в рамках класичної економічної теорії. Зазначене обґрунтовує доцільність та необхідність використання теоретико-методологічних підходів інституційної теорії, в рамках якої „інститут ринку цінних паперів” трактується як сукупність стійких формальних і неформальних систем норм, правил та інституцій, що регулюють прийняття



рішень, діяльність і взаємодію між учасниками ринку з приводу випуску, розміщення, обігу та обліку цінних паперів.

Доведено, що врахування досвіду становлення інституцій центрального депозитарію та єдиного державного регулятора фінансового сектору країн із схожою економічною ментальністю дозволить уникнути їх деформування, скоротити транзакційні витрати учасників ринку та суттєво підвищити якість регулювання інституційної системи ринку цінних паперів.

Удосконалено підходи до визначення причин та особливостей прояву кризових явищ в інституційній системі ринку цінних паперів, які передбачають аналіз зміни вейвлет-коефіцієнтів індексів різних видів цінних паперів. З цією метою було адаптовано методіку розрахунку індексів облігацій внутрішньої державної позики та муніципальних облігацій. Все це в кінцевому результаті забезпечить підвищення стійкості та прозорості ринку цінних паперів, зменшення вартості і ризиковості позик, розширення інвестиційних можливостей як інституційних, так і індивідуальних інвесторів.

Обґрунтовано необхідність та запропоновано механізм створення єдиного фінансового регулятора шляхом об'єднання Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку та Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг, зміни його організаційної структури та джерел фінансування. Це дозволить забезпечити стабільний односпрямований регуляторний вплив та зменшити кількість правопорушень на ринку цінних паперів.

Запропоновано і визначено механізм створення та функціонування інтегрованої системи фінансової інформації, яка дасть можливість вдосконалити нагляд та правозастосування завдяки можливості визначати афілійованих осіб та дійсних власників, поглибити співпрацю між регуляторами, скоротити витрати часу на отримання інформації за рахунок використання нових інформаційних каналів.

Удосконаленню процесів саморегулювання ринку цінних паперів сприятиме внесення змін у внутрішні документи асоціацій професійних учасників ринку, розширення їх повноважень, розвиток інституції третейських судів. Реалізація запропонованих заходів дозволить підвищити якість послуг посередників, зменшити їх транзакційні витрати, усунути можливості владного впливу на учасників ринку цінних паперів.



Монографія підготовлена відповідно до планів науково-дослідних робіт Національного університету водного господарства та природокористування та Інституту регіональних досліджень НАН України за темами: «Розробка теоретико-методологічних засад регіональної політики просторового розвитку в умовах європейської інтеграції», «Реформування міжбюджетних відносин та оптимізація ресурсно-екологічного і соціально-економічного облаштування регіональних просторових систем», «Регіональні суспільні системи і організаційно-економічні механізми їх формування і розвитку в умовах соціально-орієнтованої ринкової економіки».

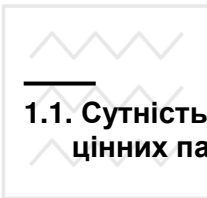
Видання розраховане на наукових працівників, викладачів, аспірантів, студентів вищих навчальних закладів, спеціалістів державних і регіональних органів управління, місцевого самоврядування та підприємницьких структур, а також широке коло читачів, які зацікавлені в підвищенні ефективності функціонування фондового ринку.

Усвідомлюючи те, що масштабні ринкові трансформації в нашій країні вимагають подальшого вдосконалення процесів соціального страхування найманих працівників, автори будуть вдячні за слушні побажання, зауваження та пропозиції. Надсилати їх просимо на адресу: 33028, м. Рівне, вул. Соборна, 11, Національний університет водного господарства та природокористування.



Розділ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ ІНСТИТУЦІЙНОЇ СИСТЕМИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ



1.1. Сутність і значення інституційної системи ринку цінних паперів

Останнім часом на теренах колишнього Радянського Союзу постійно зростає інтерес до інституційної теорії. Однією із причин цього стало намагання подолати обмеженість ряду положень економіки (аксіом повної раціональності, абсолютної поінформованості, досконалої конкуренції) та розглянути сучасні економічні процеси комплексно і всесторонньо. Стає зрозуміло, що в жодній із пострадянських країн ці риси ще не склалися, а відтак підхід, заснований на діяльності раціонального індивіда, котрий максимізує корисність в умовах досконалої конкуренції, суперечить реальному стану речей [109, с.29]. Розширення ж об'єкта інституційного аналізу і включення до нього норм, правил, форм організаційної поведінки та інститутів дозволяє теоретико-методологічно пояснити сучасні зміни в країнах з перехідною економікою, а також розробити комплекс заходів, спрямованих на прискорення завершення ринкових перетворень [107, с.40].

Існує цілий ряд підтверджень того, що положення класичної політичної економії, а згодом і неокласичної економічної теорії,



суттєво відрізняються від реальних тенденцій на ринку цінних паперів. Навпаки, за допомогою інституційної теорії можна не лише виявити глибинні причини наявних суперечностей, а й запропонувати шляхи їх розв'язання [109, с.29].

Насамперед варто наголосити на тому, що економічна теорія досліджує економіку, суб'єкти в якій обмінюються реальними товарами ціна на котрі формується раціонально. Навпаки, ще К. Маркс відмічав, що ринки цінних паперів – це ринки фіктивних капіталів [90, с.513-519]. Тому, ціна активів формується не лише на основі об'єктивних факторів, а й на основі суб'єктивних – прогнозів майбутнього зростання, поведінкових факторів таких, як ефект „юрби” чи рутин – нормальних і передбачуваних зразків поведінки, що регулярно повторюються [104, с.31]. Саме завдяки рутинам можливим є технічний аналіз фігур продовження чи повороту тренду на ринку цінних паперів.

У центрі дослідження політичної економії є економічна людина, яка, керуючись егоїстичними інтересами, намагається поліпшити своє становище. При цьому права інших агентів не порушуються. Насправді, для сучасного ринку цінних паперів характерною є опортуністична поведінка, яка передбачає задоволення власних інтересів будь-яким способом, включаючи підступність (обман) та примус [17, с.191]. Концепція опортунізму передбачає, що люди-агенти не виконують своїх зобов'язань, порушують угоду, якщо це відповідає їх інтересам [15, с.393]. Через це суттєво зростають витрати на захист від опортуністичної поведінки. Мінімізувати їх можливо за допомогою депозитаріїв, клірингових організацій, організаторів торгів, регуляторних інституцій.

Ще однією методологічною основою класичної теорії є досконала конкуренція (а згодом теорія ефективної конкуренції, недосконалої конкуренції та монополістичної конкуренції). Представники політичної економії вивчали монополій товаровиробників (Дж. Робінсон) чи окремих товарів (Е. Чемберлін) на зміну ціни реальної продукції, витрат та прибутку.

Інституційна ж теорія розглядає не лише монополію (олігополію), які є лише частковими випадками владного впливу, а весь спектр можливого зростання транзакційних витрат за рахунок нерівності економічних агентів. Ще Р. Коуз наголошував, що окремі люди і організації, слідуючи своїм власним інтересам, чинять дії,

які полегшують або навпаки затрудняють дії інших [79, с.28]. Даний підхід в інституційній теорії отримав назву „power-based approach” або, більш широко, соціальний підхід. Суть його полягає в тому, що агенти (учасники ринку цінних паперів), які вступають в транзакції, не є рівними між собою і один з них може примусити іншого діяти в своїх інтересах [24, с. 104]. Так, особливої гостроти в даний час набуло питання недопущення владного впливу саморегульованими організаціями професійних учасників ринку та первинними дилерами державних цінних паперів.

Крім того, досконала конкуренція трактується як ситуація на ринку, за якої існує велика кількість продавців (покупців) і кожен продає (купує) визначену частину однорідного продукту [192, с.394]. Однак, цінні папери навіть з однаковою номінальною вартістю дуже рідко мають подібні характеристики та ринкові вартості. Це пов'язано із складністю і суб'єктивністю оцінки фондових активів кожним окремим учасником ринку цінних паперів.

В основі моделей класичної політичної економії лежить поведінка раціонального індивіда (*homo economicus*). Неоінституціоналісти, навпаки, більш реалістично оцінюють особливості обміну, враховуючи, що людям властива обмежена раціональність, а прийняття рішень пов'язане з ризиком і невизначеністю. До того ж далеко не завжди доводиться ухвалювати найкращі рішення. Так, Т. Веблен, Дж. Коммонс і У. Мітчелл акцентували увагу на ролі інерції і звичок, які багато в чому ірраціональні [109, с. 20].

Однією із ілюстрацій парадоксу нераціонального вибору може служити так званий ефект "QWERTY". П. Девід довів, що загальноприйнята розкладка клавіатури друкуючих пристроїв "QWERTY" стала результатом перемоги менш ефективного стандарту над більш ефективними, причому вибір визначався насамперед конкретними, досить випадковими обставинами моменту вибору. Наступна зміна вибраного таким чином стандарту стала неможливою зважаючи на значні витрати. Багато економістів сприйняли наявність QWERTY-ефектів як необґрунтованість твердження класичної економіки про обов'язковий відбір найефективнішого варіанту в ході конкуренції і, навіть, як аргумент на користь централізованої державної економіки [17; 206; 230, с.332-337].



Інституціоналісти порівнюють витрати прийняття рішень не із еталонною ситуацією в мікроекономіці (досконала конкуренція), а з тими реальними альтернативами, які існують на практиці. Дистанціюючись від неокласики з її homo economicus, інституціоналізм обирає об'єктом вивчення homo institutus – цілісної людини як біосоціальної істоти і, а відтак і економіка досліджується ними „в контексті” [190, с. 33].

Зрозуміло, що ринки можуть бути раціональними, навіть якщо насправді не всі інвестори раціональні. Ринок стає раціональним, якщо на ньому присутні достатньо багато різноманітних агентів, що діють виходячи з обмеженої інформації. Однак, в окремих випадках торговці та інвестори приймають рішення на основі вже сформованої тенденції, а не власної інформації чи оцінки фундаментальних факторів. Як наслідок, такої узгодженості дій значної групи учасників відбувається значне спекулятивне зростання цін на фондові активи [176, с. 145].

Класична теорія передбачає повну поінформованість агентів [109, с. 16]. Однак, навіть на розвинених ринках США та Європи контрагенти не мають можливості одночасно отримувати всю повноту інформації. Це відбувається тому, що на ринках функціонує значна кількість емітентів, випусків і видів цінних паперів, відстежувати інформацію про які досить важко. У той же час для менш розвинених ринків, до яких належить і Україна, характерною є також фрагментарність нерегулярність та асиметричність інформації. Крім того, механізми запобігання використанню інсайдерської інформації на таких ринках не налагоджені, внаслідок чого окремим учасникам може бути доступна більш повна інформація.

Як доведено в [176, с.139], процес появи новин є процесом випадкових блукань, при цьому не слід припускати, ніби складний інформаційний потік пояснює складність цінних структур на фондовому ринку. Крім того, врахування всієї сукупності інформаційних сигналів може призвести до суттєвого зростання транзакційних витрат внаслідок частоті купівлі-продажу цінних паперів.

Як бачимо, інституційна теорія досить точно пояснює сучасні тенденції на ринку цінних паперів. Тому саме інституційні підходи ми використали у дослідженні ринку цінних паперів. В науковій



літературі існує чимало тлумачень об'єкта дослідження – „інституту”. Найбільш вдалі, на нашу думку, спроби систематизації та узагальнення підходів до визначення даного терміну здійснили Іншаков О.В., Нурсєв Р.М. та Клейнер Г.Б.

Іншаков О.В. [50, с. 44] наголосив на розбіжностях трактування терміну у різних сферах суспільного життя. Наприклад, правова наука розглядає інститути як стійкі комплекси юридичних правил, „які, переслідуючи одну спільну мету, управляють перманентним та абстрактним вираженням суспільного життя” [7, с. 31]. Соціальний інститут належить до утворень, що охоплюють великі маси людей, чия поведінка управляється нормами і ролями” [10, с. 248]. Це також види соціальних взаємодій, що „історично склалися і закріплені, стійкі, такі, що самовідновлюються та покликані задовольняти ті або інші людські потреби” або „система впорядкованих статусів і ролей, що примусово, нездоланно забезпечують самовідновлюваність, регулярність прийнятого (очікуваного) характеру процесу задоволення потреб людей” [111, с. 222]. В економічній теорії інститути визначаються як функціонально-організаційні форми колективної економічної діяльності, що „суспільно визнаються, через які реалізуються системні функції економіки” [48, с. 10].

Іншаков О.В. визначає відмінності у трактуванні даної категорії вітчизняних та іноземних авторів, як висновок він розмежовує поняття „інститут” та „інституція”. Інституційна організація стає інститутом, а організована інституція - органом. Таким чином, інститут виступає як функціональна організація, що забезпечує реалізацію конкретної системи однорідних інституцій [50, с. 44].

В нашому випадку *інституційною організацією* виступає ринок цінних паперів, його існування як інституту суспільних відносин. За *інституції* вважаються соціальні форми типізації функцій господарюючих суб'єктів та органів влади, що визначають їх статуси і ролі щодо перерозподілу фінансових ресурсів. Таким чином, інституції тобто органи господарської системи та державні організації, безперервно здійснюють складні взаємоперетворення, „згортаючись” в стійкі і стабільні соціальні форми буття і „розгортаючись” в різноманіття їх еволюційних проявів [50, с. 45].

Нурсєв Р.М. [109, с. 26], використовуючи еволюційний підхід, простежив розвиток поняття від запропонованих Д. Нордом



„правил гри” у суспільстві, котрі включають обмеження у взаєминах із людьми та систему засобів, що забезпечує їх виконання [106, с. 17.], поширеного способу мислення чи дії, закріплених у звичках груп та звичаях народу [222, с. 84.], через надбудову над індивідуальним, визначаючи інститути як соціальні структури, що формують історичні причинно-наслідкові зв'язки, якоюсь мірою підносячись над індивідуальними звичками думки і дії [201, с. 36]. Він наголошує на необхідності врахування взаємозв'язків і взаємовплив різних типів правил. У реальному житті правила постійно змінюються, модифікуються, а не перебувають в застиглому стані: неформальні соціальні норми формалізуються, закріплюються в праві; не підкріплювані санкціями формальні правила трансформуються в неформальні [109, с. 27-28].

Клейнер Г.Б., детально вивчивши праці іноземних та вітчизняних дослідників, виводить визначення інститутів із співвідношення „норма-інститут”: „під інститутами розумітимемо відносно стійкі відносно до зміни поведінки або інтересів окремих суб'єктів і їх груп, а також такі, що продовжують діяти впродовж значного періоду часу формальні і неформальні норми або системи норм, що регулюють прийняття рішень, діяльність і взаємодію соціально-економічних суб'єктів і їх груп [60, с.18].

Спираючись на тлумачення сукупності норм як відкритої системи Клейнер Г.Б. зауважує, що система норм і правил стає інститутом в ході процесу інституціоналізації, тобто закріплення, вкорінення, отримання стійкості. Даний підхід дає можливість обґрунтувати концепцію динаміки інститутів країни як процесу трансформації, рекомбінації і адаптації обмеженого запасу базових інститутів, що розвивається завдяки діяльності і взаємодії соціальних (індивіди) і економічних (підприємств) агентів [59, с. 411].

Цікавою є думка Л.В. Згонника та В.Н. Некрасова, котрі вважають, що інституціональність слід розглядати як системну здатність економіки та соціуму, оскільки інститути складають диференціальну основу соціальної піраміди та продуктивних сил. Зовнішній вплив соціуму на систему інтересів учасників виробничих відносин визначає варіанти реалізації та узгодження економічних інтересів, а отже, задає їх формальні та неформальні інституціональні межі [47, с. 54].



Інституціональна система суспільства будь-якого типу виступає як впорядкований набір інститутів, що формують рамки певної системи координації економічної діяльності та обумовлюють тип економічної системи. Інститути являють собою сукупність рамкових обмежень, пануючих правил, настанов, що структурують взаємодію індивідів в економічній, політичній та соціальній сферах [18, с. 68].

Як свідчать результати проведених досліджень і практики ринкових перетворень в нашій країні, поряд з такими суспільними інститутами як власності, влади, грошей, має обов'язкове право на існування такий інститут, як інститут ринку цінних паперів. На нашу думку, *інститут ринку цінних паперів* – це сукупність стійких формальних і неформальних систем норм, правил та інституційних організацій, що регулюють прийняття рішень, діяльність і взаємодію між учасниками ринку з приводу випуску, розміщення, обігу та обліку цінних паперів. *Інституціями* виступають органи і організації фінансової системи, що опосередковують взаємодію між учасниками ринку з приводу випуску, розміщення, обігу та обліку цінних паперів.

Однак перш, ніж визначати складові механізму забезпечення ефективного функціонування даного інституту, слід дослідити значення самого поняття „ринок цінних паперів” або „фондовий ринок”. У західній економічній термінології „ринок цінних паперів” (Securities Market) вживається рідко, натомість використовуються критерії, що розділяють різні сегменти фінансового ринку залежно від терміну дії фінансових активів, видів фінансових інструментів і типу емітентів.

Так, в „Основах корпоративних фінансів” Р.А. Бреалея, С.С. Маерса та А.Дж. Маркуса аналізується ринок простих акцій (common stock market), облігацій (Bond market) та деривативів (derivative market) [220, с. 107-128]. Д. Блейк у складі фінансового ринку виділяє грошовий ринок, ринок акцій, ринок облігацій та ринок похідних фінансових інструментів [219].

Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. зазначають, що фондові ринки існують для того, щоб звести разом покупців і продавців цінних паперів. Через ці ринки реалізується механізм обміну фінансовими активами [211].



Відміною є позиція російських науковців, зокрема Міркіна Я.М. Він під ринком цінних паперів розуміє ринок, на якому здійснюється перерозподіл грошових ресурсів між їх постачальниками (інвесторами) і споживачами (емітентами) на основі обігу цінних паперів у якості товару [96, с. 5].

Схожими є позиції Алексеєва М.Ю. та Берднікової Т.Б, котрі вважають, що ринок цінних паперів охоплює як кредитні відносини, так і відносини співволодіння, що проявляються через випуск спеціальних документів (цінних паперів) і мають власну вартість, можуть продаватися, купуватися та погашатися [1; 6].

Асаул А.Н., узагальнюючи підходи до тлумачення ринку цінних паперів як місця зустрічі покупців та продавців, як механізму їх взаємодії, а також як сукупності економічних відносин, пов'язаних з викупом і обігом цінних паперів, визначає дане поняття „як сукупність економічних відносин між продавцями і покупцями цінних паперів” [4, с. 105].

Вітчизняні нормативні джерела визначають ринок цінних паперів як сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів) [45].

В економічній енциклопедії за редакцією Мочерного С.В. ринок цінних паперів трактується як сукупність економічних відносин між суб'єктами цього ринку щодо організації та купівлі-продажу акцій, облігацій і спеціальних цінних паперів [27]. Солодкий М.О. також визначає ринок цінних паперів (фондовий ринок) через систему „відносин купівлі-продажу різноманітних фінансових активів або фондових цінностей” [175].

Василик О.Д. наголошує на економічній сутності ринку цінних паперів, трактуючи його як форму розподілу й перерозподілу фінансових ресурсів у державі з метою повнішого забезпечення потреб економіки в ресурсах та їхнього ефективного використання [14, с. 327-328].

Функціональний підхід реалізовано у Концепції функціонування і розвитку фондового ринку України, яка тлумачить даний термін як систему, що сприяє акумулюванню капіталу для інвестицій у виробничу та соціальну сфери, структурній перебудові економіки, позитивній динаміці соціальної структури суспільства, підвищенню добробуту громадян за рахунок володіння та вільного



розпорядження цінними паперами, підготовленості населення до ринкових відносин [76].

Калтинюк Б.А. висвітлює досить широкий спектр тлумачення даного терміну визначаючи ринок цінних паперів і як „місце, де зустрічаються покупець та продавець”, і як „механізм, який сприяє їх взаємодії”, і як „сукупність економічних відносин, пов'язаних з випуском та обігом цінних паперів” [54].

Спираючись на типи фінансових посередників Каліна А.В, Корнеєв В.В., Кощєєв А.А трактують РЦП як „особливий сегмент фінансового ринку, де складаються відносини з приводу купівлі-продажу цінних паперів між тими, хто залучає ресурси, й тими, хто їх вкладає за участю фінансових посередників [53, с. 7]. Немає однастайності серед науковців і щодо виокремлення цього сегменту у фінансовому середовищі (табл. 1.1).

Як свідчать результати попередніх досліджень, на ринку цінних паперів „за незначний час створюються необхідні умови та відбувається швидка мобілізація, ефективний перерозподіл і раціональне розміщення фінансових ресурсів у соціально-економічному просторі держави з врахуванням потреб суспільства шляхом здійснення емісій цінних паперів різними інституціями-емітентами” [118, с. 14]. Саме територіальний підхід дозволяє розглядати ринок цінних паперів через „економічний простір країни, на якому відбувається взаємодія між учасниками ринку з приводу випущених цінних паперів” [117, с. 22].

Різноманітність цінних паперів, що обертаються на ринку, з одного боку, охоплює як кредитні відносини, так відносини співволодіння, а з іншого - відповідно до термінів дії – грошовий ринок та ринок капіталів. Відповідно до групи фінансових активів – цінні папери є окремим видом активів із особливими властивостями та принципами обігу.

За своїм типом інститут ринку цінних паперів можна віднести до компліментарних [58, с. 96] (або локально-організаційних [5]). Він не лише структурує взаємодії, пов'язані з укладенням угод на ринку цінних паперів, робить можливими угоди між різними економічними суб'єктами, але і знижує ступінь невизначеності і ризику, сприяє зниженню транзакційних витрат – витрат на укладання угод (контрактів).



Таблиця 1.1

**Визначення місця ринку цінних паперів у структурі
фінансового ринку у наукових розробках**

ФІНАНСОВИЙ РИНОК							
Відповідно до термінів дії фінансових інструментів							
	<i>Ринок капіталів</i>			<i>Грошовий ринок</i>			
Мозговий О., Каліна А., Корнєєв В., Кошєєв О.	Ринок цінних паперів						
Берзон И., Буянова А., Кривов'язюк І., Кожевников А., Павлов В., Міркін Я., Чаленко .В.	Ринок цінних паперів						
Відповідно до фінансових ресурсів							
	<i>Кредитний ринок</i>		<i>Грошовий ринок</i>			<i>Валютний ринок</i>	
Вознюк Г., Загородній А., Смовженко Т.	Ринок цінних паперів						
Алєксєєв М., Маслова С., Опалов О.	Ринок цінних паперів						
За групами фінансових активів							
Грідчіна М., Зохожай В., Осіпчук Л.	Кре- дит- ний ринок	Валют- ний ринок	Ринок цінних паперів	Грошо- вий ринок	Стра- ховий ринок	Ринок нерухо- мості	Ринок дорого- цінного каміння і металів
Мендрул О., Павленко І.						–	–
Бердникова Т.					–	–	–

Примітка: Розроблено авторами на основі [1, 6, 31, 53, 92, 94, 97, 99, 118, 189, 199].



3 цього приводу Р. Коуз писав, що ринки являють собою інститути, які сприяють обміну, тобто вони існують для скорочення витрат за транзакціями обміну [79, с. 10]. Транзакційний процес - це процес визначення „розумної цінності”, котра завершується контрактом. Останній реалізує „гарантії очікувань”. У структурі транзакцій можна виділити три основних елементи - переговори, прийняття зобов’язань і їх виконання [109, с. 11-12].

На думку Архієреєва С.І., транзакційні витрати можна ототожнювати із витратами функціонування ринків, що не протирічить їх визначенню як витрат обміну прав власності. В цьому випадку абсолютно правильним є і зворотнє твердження: витрати функціонування ринків є транзакційними [3, с.263-264].

Потрібно відзначити, що кожен з дослідників цього питання звертав увагу на найбільш цікаві, з його точки зору, витрати: інформаційні витрати, витрати опортуністичної поведінки, витрати моніторингу за поведінкою агента і його самообмеження, витрати вимірювання, витрати впливу, витрати колективного прийняття рішень, витрати збору і обробки інформації, витрати проведення переговорів і прийняття рішень, витрати контролю і юридичного захисту виконання контракту. Найбільш вдалою спробою об’єднати дані дослідження в єдину класифікацію за етапами укладання угод здійснили Пижев І.С., Ізаков І.А. [141, с.134]. На основі такого структурування нами було виділено інституції розвитку, яких сприяє скороченню відповідного виду витрат (табл. 1.2).

Витрати на пошук інформації про цінні папери та емітентів відіграють визначальне значення на фондовому ринку, оскільки інформаційні потоки прямо впливають на формування цін на певні види фінансових активів. Очікування інвесторів стосовно діяльності фірми-емітента майже миттєво відображаються на ціні його активів. Зважаючи на це, існують численні інституції, що здійснюють інформаційне забезпечення учасників ринку як на безкоштовній основі (інформаційні підрозділи регуляторів), так і за винагороду (рейтингові та інформаційні агентства, організатори торгів, торговці цінними паперами, комерційні банки, фондові магазини, компанії з управління активами). При цьому, чим вищі стандарти розкриття інформації встановлюють регулятори, тим менший розмір винагороди вимагають інші види інституцій, а відповідно і меншими є транзакційні витрати учасників ринку цінних паперів.



**Класифікація транзакційних витрат залежно
від етапів укладання угоди**

Етапи укладання угоди	Витрати	Інституції, що сприяють зменшенню витрат
Пошук партнера	Витрати пошуку інформації (включають витрати на пошук інформації про потенційного партнера, ситуацію на ринку, а також втрати, пов'язані з недостатнім інформаційним забезпеченням)	Рейтингові та інформаційні агентства, організатори торгів, торговці цінними паперами, комерційні банки, фондові магазини, компанії з управління активами, інформаційні підрозділи регуляторних інституцій
Узгодження інтересів та оформлення угоди	Витрати проведення переговорів (витрати узгодження умов договору, вибір форми угоди)	Організатори торгів, торговці цінними паперами, комерційні банки
	Витрати вимірів (витрати необхідні для визначення якості товарів та послуг, що є предметом угоди)	
	Витрати укладання угоди (витрати на юридичне чи неформальне укладання угоди)	
Контроль за виконанням угоди	Витрати попередження опортуністичної поведінки (витрати на контроль за виконанням угоди та недопущення ухиляння від виконання угоди)	Депозитарії, реєстратори, зберігачі, організатори торгів, торговці цінними паперами, регуляторні інституції
	Витрати специфікації та захисту прав власності (включають витрати на судові позови та арбітраж, витрати часу та ресурсів на відновлення порушених прав власності, втрати від поганої специфікації прав власності)	
	Витрати захисту від третіх осіб (витрати на захист від претензій третіх осіб на частину вигод, що отримуються у результаті укладання угоди)	

Примітка: Складено і доповнено авторами на основі [141, с.134].



Витрати на ведення переговорів, витрати вимірів та оформлення угоди на ринку цінних паперів в значній мірі залежать від місця транзакції. Стандартизація договорів та лотів організаторами торгівлі, торговцями та комерційними банками дає суттєву економію. І навпаки – разові угоди, що укладаються на неорганізованому ринку, вимагають від учасників більших витрат на визначення умов договору, якості та кількості цінних паперів, а також на юридичне оформлення угоди.

Витрати на попередження опортуністичної поведінки, специфікацію, захист прав власності та захист від третіх осіб покликані мінімізувати депозитарні інституції (шляхом обліку прав власності на цінні папери), організатори торгівлі та торговці (шляхом встановлення правил торгівлі), а також власне регулюючі та контролюючі інституції. Сюди також можна віднести витрати на формування неформальних інститутів комплементарних до існуючої інституційної системи ринку цінних паперів. Саме ці витрати дозволяють забезпечити більш ефективний захист прав власності, ніж формальний контроль.

Вирішальний фактор у виборі інституцій – прагнення скоротити транзакційні витрати. Чим менш досконалим є ринок, тим вищими є транзакційні витрати його учасників. Таким чином, транзакційні витрати формують суспільний попит на інституції. Зростання транзакційних витрат підвищує потребу в інституційній системі, і навпаки – розвиток інституцій ринку цінних паперів є одним із способів зниження транзакційних витрат учасників ринку.

Сукупність інституцій та зв'язків між ними формують інституційну систему ринку цінних паперів. За характером взаємодії з іншими інституціями інституційну систему можна віднести до *відкритої*. Відкритість свідчить про можливість взаємодіяти із зовнішнім середовищем. Середовище – це сукупність всіх об'єктів, зміна яких впливає на систему, а також об'єктів, що змінюються під дією системи [56, с. 38]. Інституційне середовище ринку цінних паперів розглядається нами як сукупність обмежень та зв'язків діючих інституцій щодо забезпечення ефективного перерозподілу та раціонального розміщення фінансових ресурсів, опосередкованих цінними паперами.

Ця взаємодія відбувається у двох напрямках. З одного боку на ринок цінних паперів впливає цілий ряд факторів, які отримали



назву фундаментальні. До них відноситься: стадія економічного циклу світової економіки; зміна цін на нафту, золото та курси валют; конкуренція між національними фондовими ринками; регіональна приналежність та рівень оціненості ринку; розмір потенційних фінансових ресурсів; структура власності; вибір політичної, економічної та фінансової моделі; рівень науково-технічного розвитку. Опосередкований вплив на інституційну систему ринку цінних паперів чинять система духовних цінностей та економічна ментальність.

З іншого боку – ринок цінних паперів забезпечує фінансовими ресурсами суб'єктів економіки. Про інтенсивність зворотного впливу інституційної системи ринку цінних паперів свідчать швидкість та потужність, з якою фінансова криза 2008 року викликала кризові явища у реальному секторі як розвинутих країн, так і тих, що розвиваються. Зменшення обсягів кредитування і неможливість успішного виходу на ринки зовнішніх запозичень призвели до падіння темпів росту ВВП та зростання безробіття у більшості країн світу.

За числом елементів та характером зв'язків між ними інституційна система ринку цінних паперів є *складною системою*. Складність інституційної системи ринку цінних паперів полягає передусім у тому, що зміна структури, зв'язків та поведінки одного елементу системи впливає на решту і спричиняє зміну системи в цілому. Так, поява інституції первинного дилера дозволить не лише збільшити обсяги залучених таким чином коштів, а й суттєво розширить можливості вкладень інституційних інвесторів. І навпаки, – відсутність центрального депозитарію не лише збільшує можливість опортуністичної поведінки та порушення прав власності на цінні папери, а й зменшує прозорість цих процесів та кількість таких обмінів.

Важливою властивістю складних систем є емерджентність – наявність таких специфічних властивостей системи, які не випливають з властивостей, притаманних її елементам, а виникають у процесі їхньої взаємодії як наслідок відповідних взаємопосилюючих ефектів. Саме емерджентні властивості інституційної системи РЦП є найменш доступними для спостереження та вимірювання, що ускладнює їх дослідження та регулювання. Тому аналіз та пошуки шляхів вдосконалення



інституційної системи ринку цінних паперів не можуть обмежуватись якоюсь однією інституцією. Вони повинні передбачати розвиток всіх складових системи. З цією метою необхідно визначити впорядкованість елементів та зв'язків між ними, тобто структуру системи (рис. 1.1).

Ще однією ознакою складності інституційної системи є наявність великої кількості як прямих, так і зворотних зв'язків між інституціями. Так, посередники прискорюють та покращують обіг цінних паперів від емітентів до інвесторів (хоча цей обмін може відбуватися і без них). Використовуючи зворотню інформацію від учасників та посередників, регуляторні інституції здійснюють коригування інституційної системи визначаючи, тим самим, напрям її розвитку.

За способом регуляторного впливу інституційна система ринку цінних паперів відноситься до систем із комбінованим регулюванням. В. Новицький щодо *регулювання* стверджує, що воно з одного боку, виконує роль системоутворюючого ядра інституціоналізму, визначаючи його параметри та сучасні форми, а з іншого – влітається до більш загальних суспільних регулятивних механізмів, які включають у себе і неписані поведінкові норми, традиції [105, с.50-51].

Саме від регулювання залежить ефективність формування та розвитку інституційної системи, тому вважаємо за необхідне більш детально розглянути регуляторні інституції ринку цінних паперів. Регуляторний вплив на ринок цінних паперів здійснюється державними і недержавними інституціями, які здійснюють законодавче та інформаційне забезпечення, контроль та правозастосування з метою захисту прав інвесторів, зниження ризиків.

Регулювання ринку цінних паперів здійснюється комбіновано: із зовні – загальнонаціональними регуляторними інституціями та із середини – спеціальними інституціями. Перші – визначають загальні інституційні рамки формування інституційної системи ринку цінних паперів, до них належать [118; 166]:

– Президент України, Верховна Рада України та Кабінет Міністрів України, які здійснюють законодавче забезпечення, визначення напрямів державної політики;

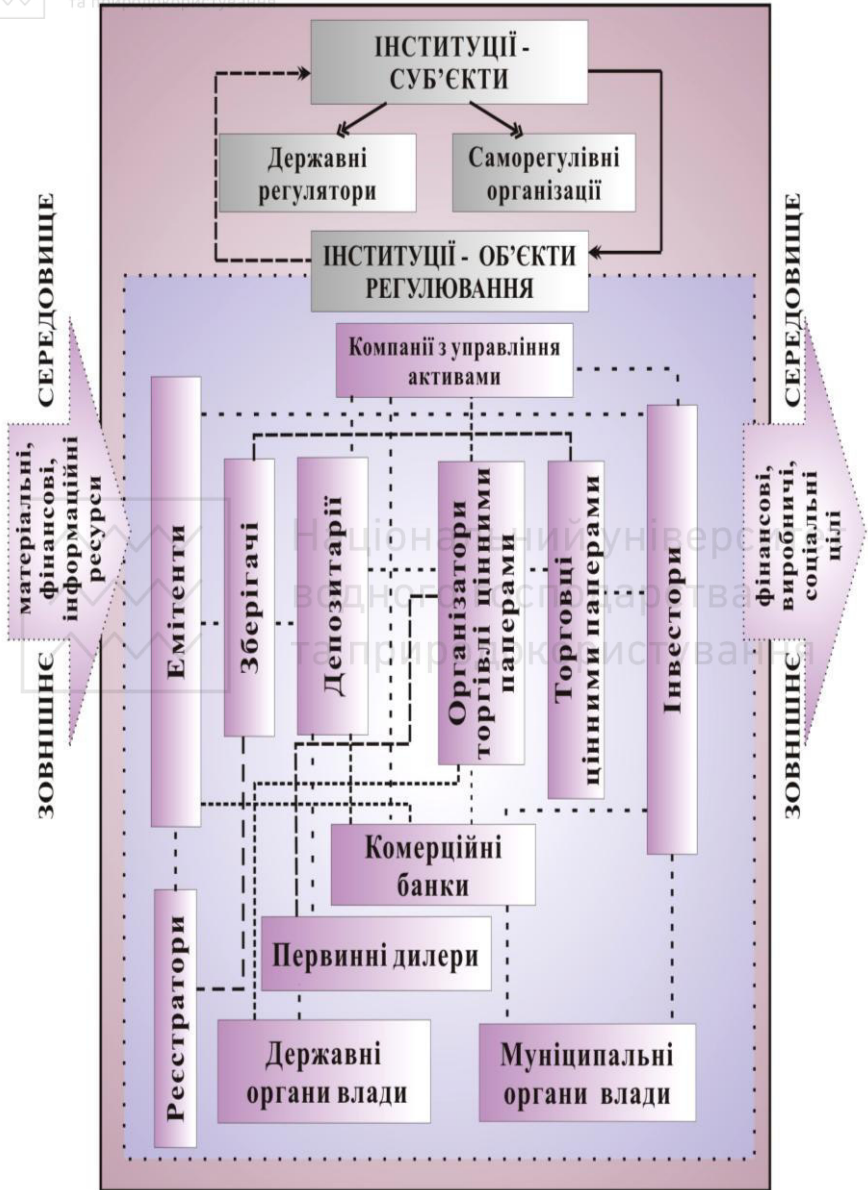


Рис. 1.1. Структура інституційної системи ринку цінних паперів



Фонд державного майна, Антимонопольний комітет, Державна податкова адміністрація, які в межах своєї компетенції здійснюють контроль або функції управління на РЦП;

– Міністерство внутрішніх справ, Генеральна прокуратура, служба безпеки України, судова система України, які здійснюють нагляд за виконанням законодавства і правозастосування на всіх рівнях.

До спеціальних інституцій належать Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг, Національний Банк України та їх територіальні підрозділи. Вони забезпечують безпосередню реалізацію єдиної державної політики розвитку і функціонування ринку цінних паперів України. Державне регулювання ринку цінних паперів здійснюється шляхом розробки законодавчо-нормативних актів, ліцензування, інформаційного забезпечення та правозастосування.

Законодавче забезпечення є визначальною функцією державних регуляторів, оскільки саме завдяки йому формалізуються інституційні рамки, в межах яких учасники, посередники ринку цінних паперів та держава реалізують права, обов'язки, повноваження та інтереси. Законодавче забезпечення повинно забезпечувати захист прав учасників ринку, мінімізувати їх ризики та сприяти формуванню ефективного, прозорого ринку цінних паперів [76]. В іншому випадку, це призводить до використання неефективних інституційних механізмів перерозподілу фінансових ресурсів, загальної опортуністичної поведінки учасників, значних транзакційних витрат та орієнтації на одержання ренти.

Відзначимо, що законодавче регулювання ринку цінних паперів включає регуляторні документи, що визначають види, правила випуску, обігу та погашення цінних паперів; механізми переходу прав власності та їх облік; вимоги, права та обов'язки емітентів, інвесторів та посередників і самих регуляторів. Крім того, сюди належать і нормативно-правові акти, що визначають інвестиційне, валютне, податкове забезпечення, договірне право, трудове законодавство, забезпечення конкуренції, вирішення суперечок. Таким чином, утворюється цілісна система, ефективність регуляторних функцій якої в значній мірі залежить від узгодження



нормативно-правових актів між собою та з існуючими неформальними правилами.

Ліцензування включає в себе видачу спеціального дозволу (ліцензії) на здійснення професійної діяльності на ринку та перевірку на відповідність кваліфікаційним вимогам (атестації) фахівців. Воно виступає одним із засобів захисту прав емітентів, інвесторів та інших професійних учасників ринку. Встановлення адекватних ліцензійних вимог дозволяє забезпечити виконання мінімальних стандартів, що дозволяють мінімізувати транзакційні витрати учасників. Аналіз ліцензійних вимог дозволив розподілити їх на такі основні групи: до організаційної форми, до структури та розміру статутного капіталу, до керівних посадових осіб та фахівців, їх чисельності та стажу роботи, до переліку та змісту внутрішніх документів, до приміщення, технічного та програмного забезпечення (табл. 1.3.).

Атестація фахівців, які мають наміри займатися професійною діяльністю на ринку цінних паперів, провадиться шляхом здачі раз на три роки кваліфікаційних іспитів за кожною спеціалізацією. З метою забезпечення сумлінного і професійного виконання фахівцями своїх обов'язків не можуть бути атестовані особи, які за вироком суду позбавлені права посідати певні посади, займатися визначеними видами діяльності та які мають непогашену судимість за господарські і посадові злочини.

Загалом, ліцензування та атестація дає можливість суттєво знизити спекулятивні ризики, мінімізувати втрати учасників, забезпечити стабільність роботи та підвищити якість послуг професійних учасників ринку.

Інформаційне забезпечення передбачає формування прозорого ринку цінних паперів та нагляд за діяльністю його учасників. Воно включає: подання емітентами, інвесторами та посередниками звітності про свою діяльність; перевірку отриманої звітності на достовірність та відповідність вимогам законодавства; аналіз та оприлюднення узагальненої інформації про ситуацію на ринку цінних паперів. Для регуляторів інформація, отримана у вигляді звітів слугує зворотним зв'язком, на основі якого можна визначити ефективність регуляторного впливу, тенденції та напрями розвитку ринку цінних паперів.



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Регулятори визначають також мінімальний розмір інформації, яка повинна бути оприлюднена учасниками і яка суттєво впливає на ціноутворення на ринку цінних паперів. Визначальне місце тут належить емітентам, адже саме від результатів їх діяльності залежить доходність та ризиковість певного випуску цінних паперів. Тому передбачено, що емітенти зобов'язані розкривати інформацію своєчасно та у повному обсязі [156]. Після розкриття інформації відповідно до зазначених вимог емітент може на власний розсуд додатково оприлюднити інформацію на власному сайті чи у глобальній інформаційній мережі Інтернет.

Будь-яка неоприлюднена інформація про емітента, його цінні папери або правочини щодо них, оприлюднення якої може значно вплинути на вартість цінних паперів, класифікується як інсайдерська. Згідно Закону України „Про цінні папери та фондовий ринок” учасникам та особам, які володіють такою інформацією заборонено:

- вчиняти на власну користь або на користь інших осіб правочини, спрямовані на придбання або відчуження цінних паперів, яких стосується інформація до моменту її оприлюднення;
- передавати інсайдерську інформацію або надавати доступ до неї іншим особам, крім випадків розкриття її в межах виконання професійних, трудових або службових обов'язків;
- давати будь-якій особі рекомендації стосовно придбання або відчуження цінних паперів, щодо яких він володіє інсайдерською інформацією, до моменту оприлюднення такої інформації [45, ст.45].

Усе це дозволяє захистити права учасників ринку, які отримують можливість адекватно оцінювати ризики, і, таким чином, мінімізувати втрати. Від інформаційного забезпечення залежать також транзакційні витрати. За наявності інформації про витрати різних інституцій з'являється можливість порівняння і вибору найбільш ефективних з них. Рівний доступ до інформації забезпечує і рівність можливостей та конкуренцію.

Контроль є відстеженням діяльності учасників ринку з метою виявлення порушень законодавства про цінні папери і здійснюється шляхом проведення планових та позапланових перевірок. Планові перевірки дотримання ліцензіатом вимог законодавства про цінні папери відбуваються не частіше одного разу на календарний рік та



передбачають контроль за відповідністю вимогам законодавства про цінні папери діяльності учасника ринку протягом періоду, який підлягає перевірці. Позапланова перевірка передбачає незапланований контроль відповідності вимогам законодавства про цінні папери діяльності ліцензіата протягом періоду, який підлягає перевірці, за окремими питаннями [159].

Загалом, контроль на ринку цінних паперів дозволяє виявити інституційні деформи, такі як: інституційні ями, розриви, пустоти, обвали та петлі, а відтак і вдосконалити засоби впливу на учасників ринку цінних паперів.

Правозастосування проявляється через здійснення державними інституціями заходів щодо запобігання і припинення порушень законодавства на ринку цінних паперів шляхом застосування санкцій [118, с.236]. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку за виявлені правопорушення має право виписувати попередження, застосувати фінансові санкції (штрафи), призупиняти чи відкликати ліцензію професійного учасника ринку, зупиняти обіг цінних паперів емітента (табл.1.4). Варто зазначити, що найбільш широко ДКЦПФР використовує фінансові санкції, розмір яких згідно зі змінами станом на 01.01.2009 року коливається від 100 до 50 000 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян. У той же час, фінансові санкції, котрі розраховуються залежно від суми прибутків (надходжень) одержаних в результаті правопорушень практично не використовуються. Причиною цього є відсутність досвіду та складність оцінки таких прибутків.

З метою недопущення владного впливу регуляторів правозастосування передбачає забезпечення учасників механізмом захисту прав. Крім того, правозастосування передбачає також наявність відшкодування і компенсації шкоди, нанесеної такою протиправною поведінкою. Так, рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку про накладення штрафу може бути оскаржено в суді. Посадові особи Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за невиконання або неналежне виконання посадових обов'язків несуть відповідальність, а шкода, заподіяна учасникам ринку цінних паперів неправомірними діями при здійсненні нею контрольних та розпорядчих повноважень, підлягає відшкодуванню в повному обсязі за рахунок держави.



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



представлені саморегульними організаціями – добровільними об'єднаннями професійних учасників, основними завданнями яких є забезпечення діяльності учасників ринку, дотримання ними стандартної професійної етики, захист власників цінних паперів. Саморегульні організації професійних учасників фондового ринку утворюються за принципом: одна саморегульна організація з кожного виду професійної діяльності на ринку цінних паперів, при цьому вона повинна об'єднувати більше 50 % професійних учасників фондового ринку. В Україні на даний час саморегульні організації створюються у вигляді асоціацій таких професійних учасників, як реєстроутримувачі, торговці цінними паперами, зберігачі, депозитарії та компанії з управління активами [45, ст.45].

Саморегульні організації одночасно виступають як недержавні регулятори та як об'єкти регулювання державних органів влади. Вони повинні знаходитися під наглядом регулятора, забезпечувати справедливість та конфіденційність під час здійснення ними своїх обов'язків [45]. Там, де повноважень саморегульних організацій недостатньо, або там, де присутній конфлікт інтересів, державний регулятор повинен залишити за собою право на здійснення цих функцій.

Інституційна система ринку цінних паперів постійно змінюється під впливом зовнішніх і внутрішніх факторів, при цьому наступний розвиток суттєво залежить від попередньо сформованих інституцій та існуючих зв'язків, тому доцільним є більш детальний аналіз етапів становлення та сучасного стану ринку цінних паперів.

1.2. Генезис інституційної системи ринку цінних паперів в Україні

У світі відомо два основних шляхи здійснення інституційного розвитку - еволюція інституцій та інституціональне реформування (інституціональний конструктивізм - запозичення, привнесення інституцій). Еволюція інституцій - це механізм інституціональних



змін, що реалізується в умовах еволюційно-генетичного розвитку, в процесі якого неформальні інституції, що існують у вигляді норм, традицій, правил, звичаїв, набувають законодавчо-правового оформлення, тобто формального статусу. Еволюційне накопичення нових інституціональних елементів утворює нову інституціональну систему [18, с. 69-70].

Україні після розпаду Радянського Союзу довелося випробувати революційний варіант інституціональних змін. З'явилась необхідність у формуванні нової системи дієздатних інституцій ринкового типу, які можуть визначати адекватні інституційні рамки реалізації господарських процесів. Складність та своєрідність соціально-ринкового реформування були обумовлені тим, що стратегія перетворень орієнтувалась як на врахування національної унікальності соціально-економічного розвитку кожної країни, так і на реалізацію загальних закономірностей та тенденцій становлення економіки ринкового типу [18, с. 68].

Слід зазначити, що процес інституційного реформування набагато складніший еволюційного, що обумовлено низкою факторів. По-перше, він не наслідує, а принципово змінює попередню траєкторію розвитку. По-друге, носить неоднозначний та суперечливий характер, оскільки полягає у складній взаємодії старих неформальних інституцій, що несуть ознаки минулого господарського досвіду, з новоствореними формальними інституційними рамками. По-третє, цей варіант інституційних змін актуалізує роль держави, робить її провідною, визначальною, оскільки саме за нею фіксується багато вирішальних функцій: санкціонування вибору оптимальної інституційної моделі; організаційно-правове забезпечення та реалізація цього процесу; відстеження його результативності; здійснення потрібного корегування та усунення негативних наслідків [18, с. 69-70].

Фактична відсутність власної системи інституцій ринку цінних паперів зумовила необхідність запозичення такої системи, перенесення моделі ринку цінних паперів розвинених країн із тривалою історією розвитку фінансових ринків. Паралельно відбувалася їх активна трансформація під впливом світових тенденцій та національного інституційного ядра. Таким чином, в Україні сформувалася змішана модель ринку цінних паперів, для



якої характерно поєднання як універсальних, так і спеціалізованих інституцій на ринку цінних паперів.

На процес формування змішаної моделі ринку цінних паперів в Україні впливали також світові тенденції до конвергенції згаданих систем, відмінності між якими з часом стали менш помітними. Після скасування Закону Гласса-Стігала комерційні банки США активно здійснюють операції на ринку корпоративних цінних паперів, створюють фінансові холдинги, в яких дочірні компанії банків отримують ліцензію на здійснення торгівлі цінними паперами. З іншого боку, з кінця 90-х років розпочався масовий перехід крупних німецьких компаній на іменні акції, щоб відповідати вимогам американських інвесторів, запроваджуються кращі торгові практики, вдосконалюється система розкриття інформації, провадяться заходи з метою запобігання інсайдерській торгівлі та попередження маніпулювань на ринку [167].

Суттєвим ускладнюючим фактором на шляху реформування є процес суперечливої взаємодії нових інституцій ринкового типу із старим неформальним інституційним середовищем - укоріненими традиціями, звичаями, нормами господарської етики, рисами економічної ментальності, які залишились у спадок від попередньої адміністративної системи [18, с.70-71].

Між тим, досвід функціонування комерційних банків набутий у попередні роки, сприяв активній участі їх у функціонуванні ринку цінних паперів (європейсько-континентальна модель). В цей же час, особливості проведення приватизації зумовили роздробленість акціонерних капіталів та появу широкого кола інституцій-посередників (англосаксонська модель).

Загалом, формування інституційної системи ринку цінних паперів мало революційний характер, який передбачав кардинальну зміну формальних норм на основі вже відомих зразків. Таким чином, інституційна система українського ринку цінних паперів сформувалась на основі імпорту інституцій, що існують в інших країнах. Згодом почали накопичуватися якісно нові еволюційні зміни, спрямовані та організовані інституціями-регуляторами. Як результат, відбулось формування нової унікальної інституційної системи ринку цінних паперів. Порівняльна характеристика моделей ринків цінних паперів приведена в таблиці 1.5.



Порівняльна характеристика моделей ринків цінних паперів

Визначальні риси	Англосаксонська модель	Європейсько-континентальна модель	Вітчизняна модель (змішана модель)
1	2	3	4
Джерела фінансування	Основним джерелом фінансування реального сектору є фондовий ринок, частка банківських кредитів при цьому значно зменшується	Борговий характер економіки, фінансування реального сектору здійснюється за рахунок банківських кредитів	Борговий характер економіки, попри активний розвиток фондового ринку, фінансування реальний сектор продовжує фінансуватись за рахунок банківських кредитів
Інструменти ринку	Переважає ринок акцій, зменшується частка боргових зобов'язань у структурі фінансування, значна диверсифікація фінансових інструментів	Переважає ринок боргових інструментів, ринок акцій та інших фінансових інструментів розвинений недостатньо	Частка пайових цінних паперів є досить значною, при цьому активно зростають обсяги випуску боргових цінних паперів
Структура власності	Збільшується частка дрібних інвесторів та інститутів колективного управління, що їх представляють, значна роздробленість акціонерних капіталів	Значна частка впливових корпоративних структур, банків та держави	Одночасне існування впливових корпоративних структур із розгалуженою мережею дочірніх підприємств у суміжних ринках та дрібних інвесторів
Інфраструктура ринку	Відносна відокремленість комерційних банків від ринку корпоративних цінних паперів, страхових послуг та ін.	Активна участь банківських структур у функціонуванні ринку цінних паперів, створення дочірніх структур інституційних інвесторів	Участь як банківських структур, так і посередників ринку цінних паперів, створення дочірніх структур інституційних інвесторів та банківських конгломератів
Тип управління	Аутсайдерський тип управління	Інсайдерський тип управління	Інсайдерський тип управління
Державне регулювання	Найменший регуляторний вплив держави, визначальна роль належить саморегулюючим організаціям	Значний вплив держави на регулювання фондового ринку	Характерне як державне регулювання, так і саморегулювнi організації
Відкритість ринку	Значна відкритість, відсутність обмежень руху капіталу, посередників, яскраво виражений інноваційний характер	Існують значні бар'єри входу на ринок, ринок є сегментованим, носить консервативний характер	Попри декларовану відкритість існують значні бар'єри входу на ринок, ринок залишається сегментованим

Примітка: Складено авторами на основі [97].



Проведені дослідження підтвердили, що багато фінансово-економічних часових рядів, таких як курси акцій, валютні курси, фондові індекси та інші економічні індикатори, мають статистику Херста більш як 0,5, тобто мають фрактальну структуру, або довгострокову пам'ять [210]. Таким чином для аналізу розвитку складаних систем в часі почали застосовувати методи нелінійної динаміки та фрактального аналізу. Головна ідея застосування цих методів полягає в тому, що основна структура хаотичної системи, яка містить всю інформацію про систему, може бути відновлена через спостереження поведінки самої цієї динамічної системи, фіксованої як часовий ряд.

Отже, інформація про розвиток ринку цінних паперів міститься у динамічних рядах зміни цін на фінансові інструменти, що обертаються на ньому. Відзначимо, що на вітчизняному організованому ринку найбільш активно здійснюється торгівля акціями та облігаціями різних видів. Тому розвиток вітчизняної інституційної системи аналізуватимемо на основі індексів акцій (Індекс ПФТС) та корпоративних облігацій (ПФТС-Cbonds), котрі розраховуються ВАТ „Фондова біржа ПФТС”. Дані індекси є достатньо репрезентативним, оскільки на біржу припадає лівова частка організованого ринку, крім того іноземні експерти використовують дані індекси для оцінки розвитку вітчизняного ринку цінних паперів.

Оскільки динамічний ряд індексів ПФТС характеризується численними коливаннями, для виділення тренду нами було використано вейвлет-аналіз, який дозволяє відфільтрувати шуми та виділити відносно однорідні проміжки (тренд). Додатковими якісними критеріями, що враховувались в дослідженні, були законодавче забезпечення та розвиток інституцій.

Вейвлет-аналіз виник у вісімдесятих роках минулого століття і успішно розвивається як новий напрям в теорії аналізу числових динамічних рядів, що добре пристосований для вивчення структури нестационарних неоднорідних процесів. Незважаючи на те, що він був запропонований Гроссманом і Морле (Grossman & Morlet) [221] для аналізу сейсмологічних сигналів, він успішно використовується для аналізу зміни показників ринків цінних паперів [25, с.5-13].



Суть одномірного вейвлет-аналізу полягає в розкладанні сигналу $S(t)$ скінченної енергії $\int_{-\infty}^{\infty} |S(t)|^2 dt < \infty$ в збіжний ряд по базису із ортонормованих функцій ψ_{jk}

$$S(t) = \sum_{j,k=-\infty}^{\infty} C_{jk} \psi_{jk}(t), \quad (1.1)$$

де C_{jk} – коефіцієнти розкладу.

На відміну від перетворення Фур'є, де базисними функціями є $\cos(t)$ і $\sin(t)$ з різними частотами, система базисних функцій вейвлет-аналізу конструюється з функції материнського вейвлету (в перекладі „сплеск”, „хвилячка”) $\psi(t)$ шляхом зміни часового параметру (масштабування) a та зсуву у часі за параметром b . Для заданих параметрів a і b функція $\psi_{ab}(t)$ є вейвлетом, породженим материнським вейвлетом $\psi(t)$

$$\psi_{ab}(t) = \frac{1}{\sqrt{a}} \psi\left(\frac{t-b}{a}\right). \quad (1.2)$$

За допомогою вейвлет-аналізу можна максимально згладити спекулятивні коливання індексів, уникнувши при цьому затримок та спотворень в спектрі самого сигналу, при цьому одночасно відстежуючи зміни у часі. Загалом, даний вид аналізу дозволяє:

- відокремити „трендову” компоненту коливання цін від короткострокових спекулятивних коливань;
- встановити кореляційний зв'язок між динамікою ринку в цілому і коливанням цін на окремі фінансові інструменти;
- проводити технічний аналіз ринку з метою виявлення сигналів на продаж та на купівлю;
- виявити можливий вплив економічних подій на вартість цінних паперів і з'ясувати, які з них починають еволюціонувати спільно;
- завчасно виявити нестабільність інституційної системи, що передувє кризовим періодам.

Недоліком вейвлет-аналізу є складність проведення відповідних математичних перетворень. Тому нами було використано спеціалізоване програмне забезпечення Матлаб. У порядку пояснення зазначимо, що існує велика кількість вейвлето-



утворюючих функцій неперервних і дискретних, реальних і комплексних [174; 215]. Їх вибір обумовлюється характером предметної області застосування перетворення.

Для виявлення значних однорідних проміжків – етапів нами було проведено аналіз на основі дискретного материнського вейвлету HAAR-а, який аналітично описується виразом

$$\psi(t) = \begin{cases} 1, 0 \leq t < \frac{1}{2} \\ -1, \frac{1}{2} \leq t < 1 \\ 0, t < 0, t \geq 1 \end{cases}. \quad (1.3)$$

Для аналізу вхідні дані піддаються діадному вейвлет-перетворенню (dyadic wavelet transform), при якому параметри a і b змінюються за степенями двійки $a = \frac{1}{2^j}$, $b = \frac{k}{2^j}$, а базисні функції

мають вигляд $\psi_{jk}(t) = \sqrt{2^j} \psi(2^j t - k)$.

Завдяки такому згладжуванню у розвитку інституційної системи ринку цінних паперів було виділено наступні періоди: 2000-2003; 2004-2006 і після 2007 року. При цьому період аналізу обмежено періодом розрахунку індексу ПФТС і розпочинається із 1998 року (II етап). Третій етап характеризувався відносно стабільним рівнем розвитку і тривав з 2000 до 2003 року включно. Із 2004 по 2007 рік ринок цінних паперів розвивався пришвидшеними темпами (рис. 1.2).

Як свідчать результати аналізу, починаючи з 2007 року, коливання (волатильність) цін на акції досягла свого максимуму. Після стрімкого спекулятивного зростання відбулося не менш стрімке падіння (криза). Схожі тенденції демонструють й інші кількісні показники: обсяг цінних паперів, що знаходяться в обігу, обсяг емітованих цінних паперів, обсяг торгів цінними паперами на організованому ринку, кількість професійних учасників (див. розділ 2.1, 2.2). Точність виділених періодів підтверджує процес законодавчого забезпечення так і розвитку інституцій ринку цінних паперів, характерні особливості якого відображені у табл. 1.6.

Перший етап можна охарактеризувати як деінституціо-налізований. Як відзначають дослідники, у період, коли соціальні системи переживають глибинну трансформацію і їх колишній інституційний каркас вже зламаний, а новий ще не збудований, це завжди нелегкий і затяжний процес з негативними результатами. У

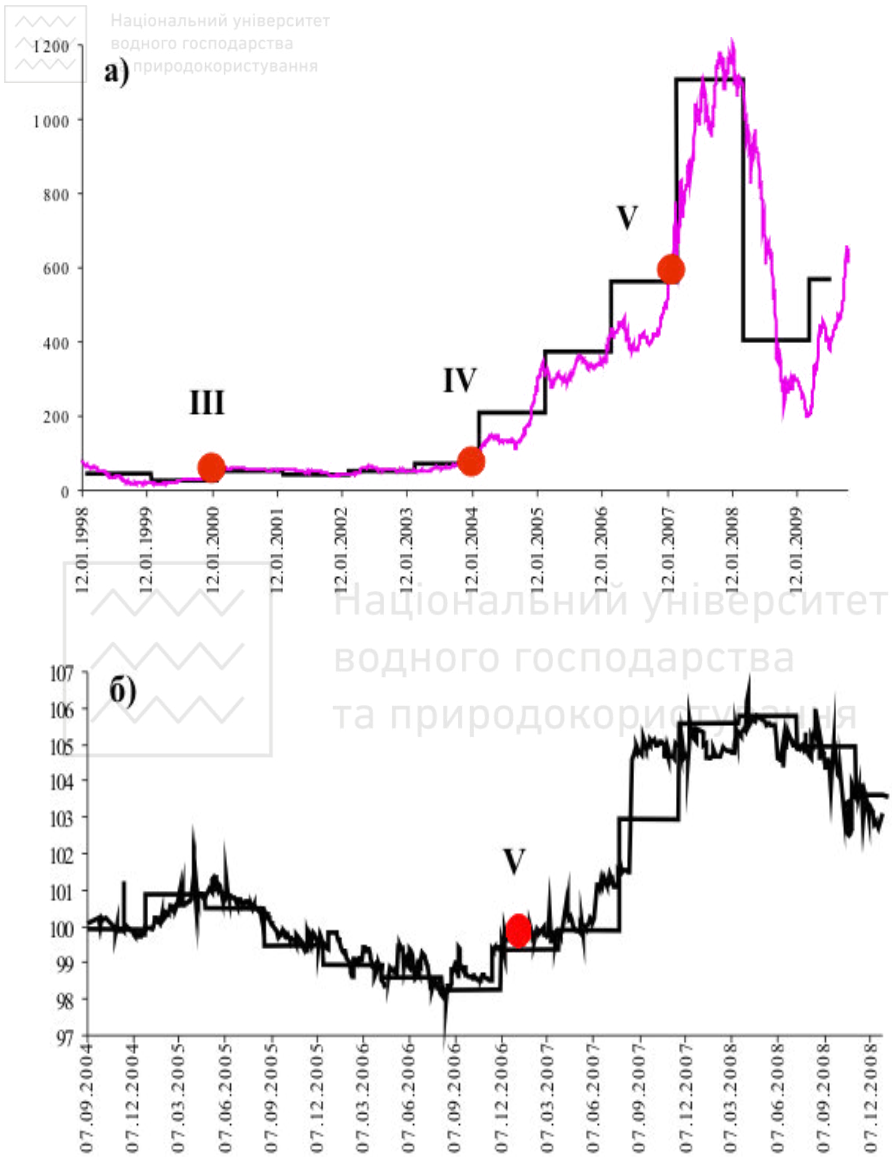


Рис. 1.2. Етапи становлення ринку цінних паперів, виділені методом вейвлет аналізу індексів акцій (а) та корпоративних облігацій (б)), котрі розраховуються ВАТ „Фондова біржа „ПФТС”

Примітка: Побудовано на основі авторських розрахунків .



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



першому наближенні суспільства перехідного типу можна було б охарактеризувати як суспільства із зруйнованими формальними інституціями [23, с.96]. На цьому етапі виникають і розвиваються лише окремі елементи інституційної системи: організатори торгів, торговці цінними паперами та інвестиційні компанії. Відсутність спеціалізованих інституцій регуляторів на ринку цінних паперів у цей період спричинила численні порушення законодавства та невиправдану кількість нових учасників ринку. Діяльність інституцій регулювали два закони – „Про цінні папери і фондову біржу” та „Про господарські товариства”.

Визначальною подією **другого етапу** стало створення спеціальної регуляторної інституції – Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. До основних результатів другого етапу розвитку фондового ринку України слід також віднести створення інституцій реєстрації прав власності на цінні папери, розкриття інформації про емітентів і професійних учасників ринку цінних паперів, нагляду за дотриманням законодавства на ньому [77, с.19]. На цей етап припадає перша фінансова криза на ринку цінних паперів незалежної України, викликана кризовими явищами та дефолтом державних зобов'язань 1998 року у Російській Федерації. Як бачимо, вже тоді розвиток фінансових ринків інших країн суттєво впливав на вітчизняну фондову систему.

Для цього етапу притаманні також суперечності між сформованими та новостворюваними інституціями, що викликали численні „інституційні деформи” – деформовані інституційні системи із високим рівнем невизначеності та викривленими інституційними зв'язками. До них Грищенко А. А. відносить інституційні ями, розриви, пустоти, обвали та петлі [22, с.61]. Прикладом може слугувати випуск перших муніципальних запозичень у 1995 році, при цьому законодавчо алгоритм випуску облігацій місцевих органів влади було прописано лише у 1997 році. Утворилася інституційна яма, яка через недостатнє інформаційне забезпечення та недосконалість нормативно-правової бази спричинила дефолт муніципальної позики м. Одеси у 1998 році. Результатом чого стала стагнація ринку муніципальних позик, яка тривала з 1998 р. по 2003 р., коли не було здійснено практично жодного запозичення.



Варто відзначити, що утворення численних деформ внаслідок відставання законодавчого забезпечення від розвитку інституцій, хоч і в меншій мірі, характерне і для інших етапів розвитку інституційної системи ринку цінних паперів України.

Третій етап був пов'язаний із завершенням масової приватизації, необхідністю обслуговування інвестиційних процесів і захисту прав інвесторів. З'явилися інституції компаній з управління активами. Законодавчо врегульовано повноваження, порядок утворення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, а також саморегулювних організацій професійних учасників ринку цінних паперів. Загалом для цього етапу характерне стабільне зростання ринку цінних паперів.

Четвертий етап відзначається пришвидшеними темпами розвитку ринку цінних паперів. Активну участь при цьому беруть інституційні інвестори такі як страхові компанії та недержавні пенсійні фонди, які частину своїх портфелів формують за рахунок цінних паперів. У ході виконання основних заходів щодо розвитку Національної депозитарної системи України розпочато розмежування активів, які визначають механізм державного регулювання Національної депозитарної системи та нормативних документів з питань технологій функціонування торгівельних, облікових та розрахункових систем Національного депозитарію. Крім того, скасовано обмеження на операції Національного депозитарію України, що виконуються на засадах підприємницької діяльності, а у 2004 році центральним депозитарієм отримано права на здійснення клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів і, як наслідок, виникла нова інституція - кліринговий депозитарій.

З метою вдосконалення нагляду за емітентами цінних паперів було здійснено наступні кроки: по-перше, використано диференційований підхід при отриманні інформації залежно від розміру активів емітентів, по-друге, встановлено новий стандарт електронної звітності емітентів з урахуванням Національних положень (стандартів) бухгалтерського обліку, які узгоджені з міжнародними та затверджені Міністерством фінансів України, по-третє, визначено склад особливої інформації, форми та порядок подання такої інформації до ДКЦПФР та її оприлюднення [149].



Наступний **п'ятий етап** у розвитку інституцій ринку було обумовлено прийняттям закону України „Про акціонерні товариства” (2008 року). Даний законодавчий акт передбачає зміни не лише в діяльності акціонерних товариств, а й депозитарних інституцій, торговців та організаторів торгів. Розвитку державних цінних паперів на даному етапі, як передбачається, сприятиме новостворена інституція первинних дилерів.

В цей період суттєво змінилися і регуляторні інституції. Зокрема, за рішенням Конституційного Суду України визнано неконституційним підпорядкування обох спеціалізованих регуляторів, призначення і звільнення голови та членів обох комісій, а також затвердження Положень про ДКЦПФР та про ДКРРФП Президентом України. Після закінчення трьохрічного перехідного періоду із кожного виду професійної діяльності створено лише одну саморегулювну організацію.

На даний час припадає також початок фінансової кризи, яка негативно позначилась на функціонуванні всіх учасників ринку. Знецінились вкладення інвесторів у цінні папери, суттєво зменшилась ринкова вартість власного капіталу емітентів, внаслідок втрати платоспроможності емітентами облігацій було зафіксовано технічні та фактичні дефолти. Компанії з управління активами та торговці цінними паперами зазнали збитків. Зменшились обсяги наданих послуг депозитарними інституціями та організаторами торгів.

Відзначимо, що кризи на фінансових ринках в окремий об'єкт дослідження були виділені відносно нещодавно. Тривалий час у полі зору науковців знаходились економічні кризи, викликані диспропорціями в структурі самої економіки (Ж.-Б. Сей, М. Туган-Барановський, Р. Гільфердінг), недоспоживанням (С. Сисмонді, К. Родбертус, К. Каутський), перенакопиченням, спровокованим технічним прогресом (Й. Шумпетер), нездатністю ринку до саморегулювання (Дж. М. Кейнс). Значна кількість робіт присвячена також циклам, які відділяються один від одного саме кризами [12; 100 ; 192].

На особливу увагу заслуговує позиція К. Маркса, який наголошував на відмінностях двох видів грошових криз. Перший вид грошової кризи він відносив до виробничої і торгівельної сфери (економічна криза). Другий вид кризи яка також називається

грошовою, він відносить до „спеціального виду криз”, які можуть виникнути самостійно, впливаючи на промисловість і торгівлю шляхом зворотного впливу. Центром руху таких криз, на його думку, є грошовий капітал, а безпосередньою сферою виникнення – банки, біржі, фінанси [90, с. 149]. Таким чином, ще К. Марксом було виділено особливу природу фінансових криз, які можуть самостійно виникати, здійснюючи при цьому негативний вплив на реальну економіку. Підтвердженням цієї теорії є криза 2008 року, що зародилася у фінансовому секторі Сполучених Штатів Америки і під впливом глобалізації поширилась не лише на фінансові ринки інших країн, а й суттєво погіршила економіку багатьох держав [див. 202-204]. Зростання негативного впливу фінансових криз на економіку країн суттєво підвищило інтерес до вивчення кризових явищ у фінансовому секторі загалом та на ринку цінних паперів зокрема.

Причиною фінансової кризи 2008 року було названо похідні цінні папери (деривативи) на американські іпотечні облигації. Серед інших причин, що називаються експертами, можна виділити такі: суттєве зниження процентних ставок; зростання цін на нафту; завищення рейтингів емітентів та позичальників; недосконалість монетарної політики; закінчення довгого циклу Кондратьєва [12; 171; 207]. Однак ми вважаємо, що всі вище перелічені фактори слугували лише поштовхом, а криза ринку цінних паперів була результатом переоцінки фіктивного капіталу внаслідок нераціональної поведінки значної чисельності учасників ринку.

Ринки цінних паперів – це ринки фіктивного капіталу. На відміну від товарів, їх вартість визначається не уречевленою працею чи витратами виробництва, а позитивними чи негативними очікуваннями інвесторів та торговців. Саме тому цінні папери, на відміну від реальних товарів, мають ще один критерій – ризиковість. Тобто ймовірність, що отриманий реальний прибуток виявиться меншим, ніж очікувалось [6].

У періоди підвищення економічної активності інвестори, спираючись на фундаментальні фактори, збільшують попит на цінні папери, підвищуючи тим самим їх ринкову ціну. В цей час ринок є ефективним. Ціна зростає і все більша частина інвесторів прагне інвестувати у ринок, відповідно зростає і попит, а як наслідок –



зростають ціни. Таким чином, у якийсь момент часу ринкова ціна відривається від внутрішньої і починає зростати більш швидкими темпами. Інвестори стають ірраціональними, а ринок перестає бути ефективним. Детально цей процес дослідив Сорнетте у [176]. Він довів і математично обґрунтував ефект наслідування чи ефект „юрби” у торговців та інвесторів, які збільшують свої очікування, діючи як нейронні ієрархічні системи, створюючи ефект сингулярності. Крім того, за постійних хороших вістей створюється ситуація, коли позитивні новини сприймаються із ентузіазмом, а значення негативних сигналів зменшується. Відбувається самопідтримуване зростання ціни, яке не має реального обґрунтування, окрім зростаючого такими ж швидкими темпами ризику.

У цей період система стає все більш нестабільною. Через нагромадження в системі, її компонентах та зовнішньому середовищі змін, здатність системи до адаптації спадає і зростає нестійкість. При цьому інституційна система ринку цінних паперів проходить через так звані „точки біфуркації”, із яких можливий вихід на неочікувану, не прогнозовану траєкторію. Закони розвитку такої системи, це закони синергетики – теорії самоорганізації складних відкритих нелінійних систем, які передбачають багатоваріантність та незворотність усіх процесів у системі [145, с. 180].

Потенційних траєкторій розвитку системи багато, і тому точно спрогнозувати, до якого стану вона перейде після проходження точки біфуркації, неможливо: чим більше система невірноважена, тим більшу кількість можливих шляхів розвитку вона може вибирати в точці біфуркації. При цьому два близькі стани можуть породити зовсім різні траєкторії розвитку, і навпаки – однакові траєкторії розвитку можуть реалізовуватися неодноразово [210, с. 191].

Зауважимо, що хоча прогнозувати поведінку системи у цей період неможливо, проте можливо виявити нестабільність системи, яка їй передуює. У точці біфуркації нестійкість підсилюється через те, що в системах завжди присутні флуктуації, які гасяться у стійкому стані. Але в результаті нелінійних процесів, які виводять параметри системи за критичні значення, такі флуктуації підсилюються і можуть спричинити стрибкоподібний перехід до



нового стійкого стану з меншою ентропією, після чого цикл „плавний розвиток–стрибок”, „еволюція–революція”, „стійкість–нестійкість” повторюється [210, с.191].

Саме на виявленні ознак нестабільності: збільшенні ентропії, логоперіодичності та осциляцій ґрунтуються сучасні методи прогнозування кризових явищ на ринку цінних паперів [див. 25]. Визначальною в цьому плані є робота Д. Сорнетте, який першим наголосив на тому, що причини криз є ендегенні, тобто обумовлені самою системою і на відміну від свої попередників довів, що їх можна передбачити, розглянувши дані про розвиток системи за значний період часу [176,с.38]. Проаналізувавши динаміку індексів акцій, він дійшов висновку, що цінове прискорення, яке передуює краху, найкраще відображається за допомогою степеневих функцій виду –

$$F_{pow}(t) = A_1 + B_1(t_c - t)^{m_1}, \quad (1.4)$$

де t_c – критичний момент часу.

Важливою особливістю цього прискорення є наявність осциляцій із наростаючою частотою. Логоперіодична корекція степеневого ряду має вигляд

$$F_{ip}(t) = A_2 + B_2(t_c - t)^{m_2} (1 + C \cos(\omega \log \frac{t_c - t}{T})), \quad (1.5)$$

де A_2 , B_2 , C , T – параметри моделі.

Завдяки логоперіодичності еволюція фінансових індексів поблизу критичної точки стає дискретним масштабним інваріантом. На фоні шумів таку періодичну залежність значно легше виділити, ніж монотонну степеневу функцію. Пізніше для виявлення логоперіодичності і експоненціально затухаючих осциляцій почали використовувати вейвлет-аналіз [170; 174; 215].

Проте, у цих дослідженнях аналізуються лише коливання цін на акції, натомість поведінка індексів інших видів цінних паперів, насамперед боргових, недостатньо досліджена. Хоча коливання цін та зростання ризику має свої особливості залежно від активу, який здійснює обіг: чим більшою мірою ціна активу залежить від



очікувань, тим більш ризиковим є актив, і тим сильнішими є ефекти самопідтримуваного зростання і наступної кризи.

Так, ринки *похідних цінних паперів* є ринками фіктивного капіталу другого порядку. Оскільки продається не сам актив, чи титул власності, а право придбати (продати) актив у визначений час за визначеною ціною. Розрахунок дійсної фундаментальної вартості такого цінного паперу є надто складним, тому в значній мірі ціна формується за рахунок очікувань майбутньої вигоди. Ми вважаємо, що похідні цінні папери не лише не можуть слугувати засобом страхування ризиків, як це широко пропонувалося і обґрунтовувалося науковцями та учасниками ринку [137], а й самі несуть суттєві ризики. Підтвердженням цього є банкрутство найбільших інвестиційних банків, котрі страхували ризики неповернення значних за розмірами позик за допомогою даного виду цінних паперів.

На другому місці за ризиковістю є *акції*. Цей найбільш масовий вид цінних паперів формує основу організованих ринків цінних паперів. Всі інші цінні папери виступають альтернативами їм. Ринкова ціна на акції формується як за рахунок дивіденду, так і за рахунок майбутнього приросту ціни. В країнах із розвинутою економікою дивідендні грошові потоки є в більшій мірі певними і передбачуваними. Навпаки - в країнах, що розвиваються, у тому числі і в Україні, дивідендні виплати є рідкими, а майбутнє їх зростання – не передбачуваним. Тому ціна на них формується в значній мірі за рахунок очікувань, іншими словами, акції цих країн є більш ризиковими. Підтвердженням цього є більш різке падіння індексів акцій Росії та України порівняно з ринками США та Франції, яке виявлене за допомогою *dтеу* вейвлета для 3 рівня розкладу (рис. 1.3).

Як видно із рисунка, найменшим було падіння індексу DJI (-30,6 %) та індексу S&P (-43,23 %), при цьому періоди падіння для цих індексів становили 365 днів та 468 днів відповідно. У той час, як індекс ММВБ зменшився на 68,23 % всього за 304 дні, а індекс ПФТС – на 76,31 % за 308 днів.

Зауважимо, що вейвлет коефіцієнти 3 рівня розкладу виявили суттєве збільшення нестійкості системи вже наприкінці 2005 (США і Франція) - на початку 2006 року (Росія і Україна). Звідси можна зробити висновок, що ринки акцій є в значній мірі глобалізовані,

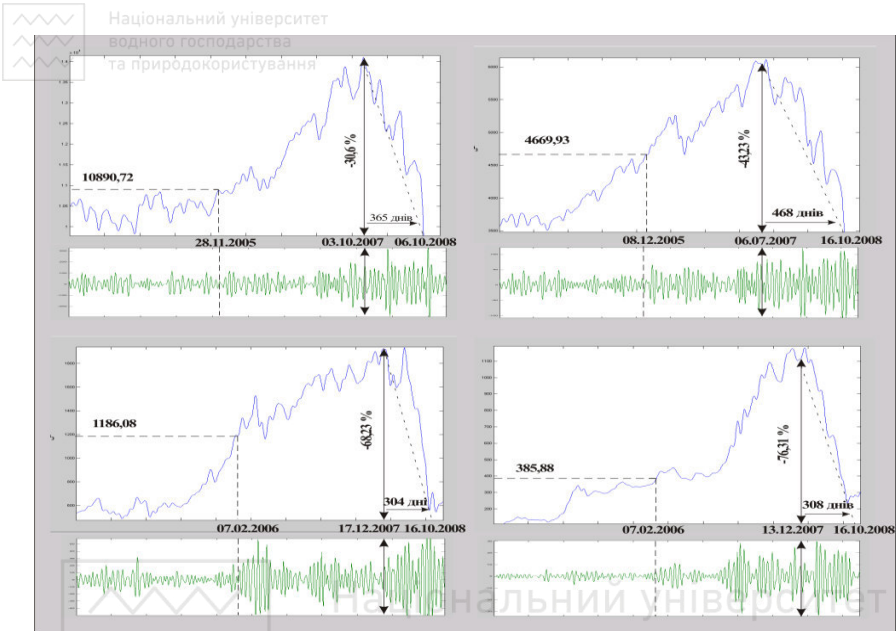


Рис. 1.3. Динаміка індексів акцій DJI (США), CAC (Франція), MMBV (Росія) та ПФТС (Україна) і вейвлет коефіцієнтів 3 рівня розкладу у 2004-2008 рр.

Примітка: Побудовано на основі авторських розрахунків.

при цьому ринки країн, що розвиваються, відображають позитивні та негативні зміни із деяким запізненням. Отже, майбутню нестабільність ринку України можна виявити дещо раніше, якщо аналізувати дані країн із більш розвиненими ринками цінних паперів. Крім того, коефіцієнти вейлет-розкладу у країнах, що розвиваються, відхиляються значно сильніше, підтверджуючи тим самим більш ризиковий характер вкладень у цінні папери, що обертаються на цих ринках.

До третього виду цінних паперів, який вважається найменш ризиковим із тих, що є в обігу на організованих ринках належать такі боргові цінні папери, як *корпоративні облигації, державні та муніципальні облигації*. Ціна на даний вид активів є найбільш передбачуваною, оскільки формується за рахунок гарантованого грошового доходу – номіналу, який виплачується при погашенні і купонних виплат із наперед відомою датою. З огляду на це, кризові явища на ринках облигацій вивчені недостатньо.



Ми дослідили динаміку боргових цінних паперів у кризовий період. З цією метою було використано цінові індекси корпоративних облігацій (IFX-Cbonds) та муніципальних облігацій (Cbonds-Muni), котрі розраховуються інформаційним агентством Cbonds на основі даних Російської торгової системи (РТС), а також індекс корпоративних облігацій (ПФТС-Cbonds). Методики розрахунку даних показників є подібними для обох бірж. Результати дослідження показали, що порівняно з пайовими, боргові цінні папери є менш ризиковим і схильними до різких коливань (рис. 1.4).

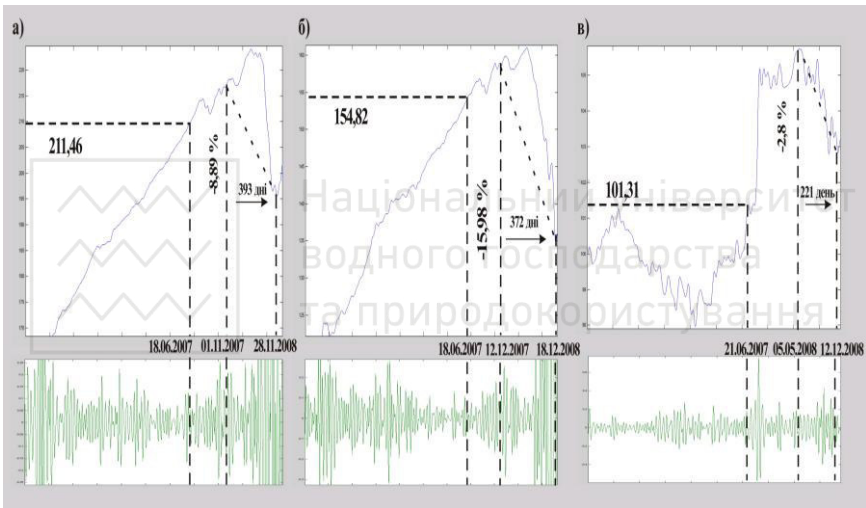


Рис. 1.4. Порівняння індексів корпоративних облігацій IFX-Cbonds (а) і ПФТС-Cbonds (б) та муніципальних облігацій Cbonds-Muni (в) у 2004-2008 році

Примітка: Побудовано на основі авторських розрахунків.

Подібно до ринків акцій, коливання вейвлет-коефіцієнтів облігацій Російської Федерації відобразили нестабільність дещо швидше, ніж в Україні, а відтак і нестійкість вітчизняного ринку можна передбачати, спираючись на індекси боргових цінних паперів країн із більш розвиненими фондовими ринками. Більш різка та швидка зміна індексів муніципальних облігацій Cbonds-Muni (-15,98 % за 372 дні) порівняно з корпоративними IFX-Cbonds



(-8,89 % за 393 дні) свідчить про недовіру інвесторів до муніципальних боргових паперів, що значно ускладнює процес залучення інвестиції місцевими органами.

Як зазначалось, інституції ринку цінних паперів України створювались на основі зарубіжних зразків, тому вважаємо за необхідне дослідити сучасні тенденції розвитку інституційної системи ринку цінних паперів інших країн, у тому числі країн із схожою економічною ментальністю.

1.3. Зарубіжний досвід інституційного забезпечення ринку цінних паперів

Визначальним процесом XXI століття є глобалізація усіх сфер людської діяльності. Як зазначається в щорічному звіті Міжнародного валютного фонду за 2000 р.: „глобалізація, в її економічному контексті, означає зростання інтеграції економік країн світу, особливо по лінії торгівлі та фінансових потоків” [223, с.36]. Національні кордони розмиваються, уніфікуються і стандартизуються процеси споживання та розподілу, укрупнюються суб'єкти інституцій фінансових ринків. Завдяки розвитку новітніх технологій посилюються процеси дематеріалізації ринку, збільшується частка електронного обігу цінних паперів, створюються нові електронні мережі з використанням всесвітньої мережі Інтернет.

Вже в минулому столітті глобалізація досягла тієї фази, коли експорт-імпорт товарів, капіталів і робочої сили почав доповнюватися експортом-імпортом інституцій. Тому проблема сумісності національних господарських культур перейшла з області чистого академічного інтересу в сферу прикладних досліджень [83, с.354].

Як голошують Д. Лук'яненко та О. Мозговий, глобалізований ринок цінних паперів сьогодні є не тільки ключовим сегментом фінансового ринку, а й завдяки своїй інтегративній сутності



відносно самостійним елементом сучасної світової інфраструктури. Загальний обсяг світового фондового ринку в його прозорих сегментах, за експертними оцінками, більш, ніж у два рази перевищує світовий ВВП [84, с.6].

Починаючи із 1990 років особливо чітко простежується тенденція до формування фінансових конгломератів, які об'єднують інституції різних сфер фінансового ринку: страхового, валютного, фондового. Особливо активно ці процеси відбуваються у *комерційних банках*. Приміром, частка цінних паперів у активах банків Німеччини сягає 20,2 %, Польщі 22,3 %, Чехії 17,5 %, в той час як в Україні частка цінних паперів в активах сягає лише 6,5 %. Не менш активно банки країн Центральної та Східної Європи інвестують залучені кошти у цінні папери. Так, частка цінних паперів у зобов'язаннях банків Німеччини 28,8 %, Чехії 15,3 %. Для порівняння: в Україні – лише 1,4 % [123, с.62]. Слід зазначити, що за основу вітчизняної банківської системи було взято саме європейську банкоцентричну модель, для якої характерна активна участь комерційних банків у функціонуванні ринку цінних паперів. Однак, зважаючи на нетривалий досвід функціонування, якісні характеристики вітчизняного ринку значно відстають від Європейських країн.

Із початком світової фінансової кризи банківські системи усіх країн світу, незалежно від моделі та розміру активів відчули кризові явища. Серед причин, що викликали зменшення ліквідності та неплатоспроможності банківської системи, нами виділено наступні:

- різке зменшення капіталізації внаслідок падіння цін на акції на організованих ринках;
- вилучення значних коштів інвесторами, як юридичними так і фізичними особами;
- збільшення зобов'язань внаслідок непередуманої кредитної політики;
- значні розміри інвестиційних вкладень, що передували початку фінансової кризи;
- активне використання похідних цінних паперів з метою страхування надмірних фінансових ризиків.

Із заходів подолання кризи у банківському та у фінансовому секторі можна виділити пряме фінансування, викуп частини акцій та націоналізацію (табл. 1.7).



**Дії регуляторів з метою подолання кризових явищ,
викликаних світовою кризою 2008 року**

Країна	Механізм протидії що застосовується країною
1	2
США	Урядом надається допомога банку Merrill Lynch та двом іпотечним установам Fannie Mae Freddie Mac
Канада	Уряд виділив 40 млрд. дол на викуп страхових іпотечних кредитів для підтримки місцевих банків.
Великобританія	Уряд Великобританії націоналізував Northern Rock та Bradford & Bingley (B&B) та витратив 23 млрд. дол. на купівлю 58 % акцій додаткової емісії шотландського Royal Bank of Scotland
Франція	Разом з урядами Люксембурга і Бельгії в обмін на акції банку Dexia виділила майже 6,4 млрд. євро. Банк Dexia є найбільшим в світі кредитором регіональних урядів.
Бельгія, Нідерланди та Люксембург	Уряди цих країн виділили 11,2 млрд. євро банківсько-страховій групі Fortis. В обмін на інвестиції вони отримали по 49 % акцій її банківських підрозділів в своїх країнах.
Швеція	Фінансовий регулятор країни тимчасово відмінив ліцензію та взяв під свій контроль інвестиційний банк Carnegie AB.
Німеччина	Німецький Нуро Real Estate Group (HRE), один з найбільших кредиторів на європейському ринку комерційної нерухомості, став першим приватним банком, що отримав допомогу у розмірі 35 млрд. євро.
Ісландія	Уряд країни придбав 75 % акцій третього за величиною банку – Glitnir Bank, заплативши за них 600 млн. Євро
Латвія	Уряд націоналізує другий за величиною банк країни Parex bank. Його активи складають 4,46 млрд. Євро
Казахстан	Уряд має намір викупити акції чотирьох найбільших банків – Альянс банку, БТА, Халик і Казкоммерцбанка – на загальну суму близько \$3,5 млрд.

Примітка: Складено авторами на основі [98; 202-204].

Глобалізація чинить суттєвий вплив і на *організаторів торгів* – фондові біржі та торгові площадки. Варто відзначити, що дослідники багато уваги приділили вивченню особливостей функціонування організаторів торгівлі у різних країнах [8, 49, 101, 166, 167, 188].

Однак, в даний час формується абсолютно новий глобалізований організований ринок цінних паперів із явно вираженими

тенденціями до укрупнення та консолідації. Серед найбільш значущих угод, які було укладено останнім часом (табл. 1.8), можна виділити об'єднання американської NASDAQ і шведської OMX, німецької Deutsche Borse й американської International Securities Exchange, Лондонської фондової біржі і Біржі Італії [208].

Таблиця 1.8

Найбільші угоди з консолідації бірж у 2006 - 2008 рр.

Об'єкт поглинання	Ініціатор поглинання	Вартість угоди, млрд. дол.	Дата укладання угоди
Euronext (Нідерланди)	NYSE (США)	10,2	Травень 2006 р.
New York Board of Trade (США)	Intercontinental Exchange (США)	1,1	Вересень 2006 р.
CBOT (США)	Chicago Mercantile Exchanges (США)	11,6	Жовтень 2006 р.
Borse Italiana (Італія)	London Stock Exchange (Великобританія)	2,6	Червень 2007 р.
Chicago Board of Trade (США)	Chicago Mercantile Exchange (США)	8	Серпень 2007
OMX (Швеція)	NASDAQ (США)	4,7	Вересень 2007 р.
London Stock Exchange (Великобританія)	Borse Dubai (OAE)	1,6	Вересень 2007 р.
London Stock Exchange (Великобританія)	Qatar Investment Authority (Катар)	1,3	Вересень 2007 р.
International Securities Exchange Holdings Inc. (США)	Deutsche Boerse (Німеччина)	2,8	грудень 2007 р.
Deutsche Boerse (Німеччина)	NYSE Euronext (США)	18	грудень 2008 р.*

* відкладено у зв'язку із фінансовою кризою

Примітка: Додовнено авторами на основі [200; 208].

Консолідація найбільшого за показником капіталізації біржового оператора NYSE Euronext та німецької компанії Deutsche Boerse – одного з лідерів біржових операторів в Європі, як передбачалось, повинна була об'єднати майданчики на обох континентах. Сукупна



капіталізація створеного таким чином ринку складала б понад 18 млрд. дол. із найбільш ліквідними цінними паперами та найдовшим біржовим днем. Планувалось, що обіг цінних паперів NYSE Euronext контролювався б американським законодавством, а Deutsche Boerse – менш жорстким європейським. Із таким мегаорганізатором, не зміг би конкурувати жоден із існуючих торгових майданчиків. Однак через фінансову кризу об'єднання, яке планувалося у грудні 2008 року, відкладено на невизначений термін [200, с. 60].

Спираючись на усе вище сказане, можна виділити стійку тенденцію до об'єднання національних лідерів-організаторів торгівлі. Новостворені торгові майданчики поєднують регіони, країни, континенти та величезні за обсягами фінансові ресурси. Серед переваг такої консолідації відмітимо підвищення ліквідності ринку, здешевлення послуг, збільшення тривалості торгової сесії, уніфікація вимог до участі у торгах.

Негативні тенденції такої консолідації найбільш чітко проявилися в період фінансової кризи: внаслідок наднаціонального характеру утворених торгових майданчиків кризові явища, що виникають в одній із країн, поширюються на інші, створюючи ефект „доміно”; валютні та фінансові ризики накладаються, здійснюючи синергетичний тиск на реальну економіку; відбувається зменшення контрольованості та ступеня регуляторного впливу на ринок – дії уряду окремо взятої країни не здатні подолати негативних явищ.

Консолідація організаторів торгівлі зумовила і наднаціональний характер *депозитарних послуг*, що обслуговують обіг цінних паперів. Найбільшими депозитарними установами є Clearstream Banking S.A. у Європі та Depository Trust Company у США. Депозитарій, реєстратор та клірингова палата Clearstream Banking S.A. є підрозділом біржі Deutsche Borse, розташованої в Люксембурзі. Стратегією біржі Deutsche Borse є функціонування вертикальної верхівки обігу цінних паперів, надання послуг обом сторонам угоди з цінними паперами від її початку до завершення.

Компанія DTC (Depository Trust Company) є зберігачем активів у цінних паперах на суму 20 трлн. дол. Крім того, вона також працює як клірингова установа, через яку її члени перераховують сертифікати акцій і облігацій в електронній формі. DTC створено



для розрахунків за угодами з корпоративними, муніципальними цінними паперами та іпотечними облігаціями своєчасно і за мінімальними тарифами. DTC є членом федеральної резервної системи, зареєстрована у Комісії з цінних паперів та бірж США і належить корпорації Depository Trust and Clearing Corporation, власниками якої є провідні банки, брокерські фірми і фондові біржі [169].

Консолідація відбувається і на рівні окремих країн. Функції кількох спеціалізованих депозитаріїв зазвичай об'єднує єдиний центральний депозитарій (табл. 1.9). Загалом, знерухоомлення цінних паперів сприяє централізації обліку прав на цінні папери.

Таблиця 1.9

Депозитарні інституції ринку цінних паперів країн світу

Депозитарій	Країна
Центральний офіс для дематеріалізованих державних облігацій; Центральний офіс для короткострокових інструментів грошового ринку; Європейський офіс для євроінструментів	Великобританія
Депозитарна трастова компанія (для акцій, ADR, корпоративних та муніципальних облігацій, комерційних паперів, ощадних сертифікатів); Федвайер (для державних цінних паперів); Трастова компанія (для закладних)	США
Центральний депозитарій	Данія, Канада, Мексика, Німеччина, Франція, Швеція Норвегія, Швейцарія
Центральний депозитарій (для акцій та корпоративних облігацій); центральний банк (для державних облігацій)	Іспанія, Італія, Японія
Центральний депозитарій (для акцій, державних та корпоративних облігацій, варантів); Центральний банк (для комерційних паперів, ощадних сертифікатів, казначейських зобов'язань)	Нідерланди
Центральний депозитарій (для акцій та облігацій); центральний банк (для казначейських векселів)	Польща
Відсутній	Росія, Україна



Загальновідомо, що у період фінансової нестабільності особливої актуальності набуває процес *регуляторного впливу* на ринок цінних паперів. Досвід регулювання у різних країнах світу вивчався багатьма дослідниками, зокрема [97; 115; 166; 167; 227]. Проте процеси консолідації, притаманні як учасникам ринку, так і інституціям-посередникам, що одночасно діють на валютному, страховому та ринку цінних паперів, суттєво змінили регуляторне забезпечення фінансових ринків. Виникла необхідність об'єднання спеціалізованих регуляторних інституцій між собою та із недержавними регуляторами.

Першими країнами, які запровадили консолідований нагляд за ринками фінансових послуг, стали Сінгапур (реформа 1982 р.) та Норвегія (реформа 1986 р.). Впродовж наступних років подібні моделі було введено практично по всій Європі, а також в Австралії, Кореї, Японії та інших країнах. В даний час у світі реформовано і утворено понад 20 наглядових органів за фінансовими ринками з консолідованою структурою і більше половини з них припадає на Європейський континент [29, с.2]. Визначальним фактором, що обумовило створення єдиного регулятора у цих країнах, була активна діяльність фінансових конгломератів. Однозначно, вони значно ускладнювали регулювання за окремими секторами ринку (табл.1.10).

Одночасно створення єдиного регулятора дозволило суттєво покращити регуляторне забезпечення ринку. Приміром, за рік латвійська Комісія з питань фінансових ринків та ринків капіталів забезпечила виконання мінімальних стандартів регулювання, встановлених міжнародними організаціями. Угорський єдиний орган нагляду (YFSA) всього за п'ять років досягнув значних успіхів у запровадженні нагляду на основі оцінки ризиків в усіх секторах. Згідно з оцінкою МВФ за 2005 рік, система нагляду Угорщини в цілому відповідала міжнародним стандартам [86, с. 30].

Зазначимо, що збільшення повноважень об'єданого регулятора, створює умови для владного впливу його керівника на учасників ринку, тому пріоритетним напрямом удосконалення інституційної побудови регуляторних інституцій є формування колегіального органу управління. З цієї точки зору для України цікавим є механізм, який використовується у Франції, коли до Ради директорів єдиного регулятора саморегульвні організації



**Регуляторні інституції фінансових ринків
в різних країнах світу**

Єдиний орган, що регулює ринки фінансових послуг	Інституції, що здійснюють нагляд за щонайменш двома видами фінансових установ			Інституції, що побудовані за секторальним принципом
	Банки і страховики	Банки і професійні учасники ринку цінних паперів	Професійні учасники ринку цінних паперів і страховики	
Австралія Австрія Бельгія Велика Британія Данія Естонія Ірландія Ісландія Казахстан Латвія Мальта Нідерланди Німеччина Норвегія Об'єднані Арабські Емірати Південна Африка Польща Республіка Корея Сінгапур Угорщина Уругвай Швеція Японія	Венесуела Гватемала Еквадор Канада Колумбія Малайзія Перу	Люксембург Мексика Уругвай Фінляндія Швейцарія	Болгарія Болівія Словаччина Чилі Ямайка	Албанія Аргентина Бразилія Греція Єгипет Ізраїль Індія Індонезія Італія Китай Кіпр Нова Зеландія Словенія Іспанія Сполучені Штати Америци Туреччина Україна Франція Хорватія

Примітка: Доповнено авторами на основі даних [29, с.2].

професійних учасників висувають своїх представників, забезпечуючи тим самим протидію надмірному регуляторному впливу та врахування інтересів учасників ринку. За останні роки зростає і тенденція переходу регуляторів до часткового або повного фінансування з боку ринку. Так, крім Великої Британії, органи нагляду за фінансовими ринками знаходяться повністю на утриманні учасників ринку в Канаді, Австралії, Норвегії, Сінгапурі та Латвії [86, с.52].

Методи стягнення коштів з учасників ринку при цьому можуть значно різнитися, але, зазвичай, це відбувається через поєднання основного внеску певного рівня плати за ліцензування та надання дозволів, плати за певні послуги та сум штрафів і стягнень за порушення законодавства. При цьому, здебільшого регулятори надають перевагу саме щорічним внескам. Розмір коштів, які сплачуються, можна розраховувати за досить складною формулою, як у випадку Великої Британії. В інших країнах прийняті інші підходи та диференціація розміру внесків, що залежить від капіталізації, розміру наданих послуг, власних активів тощо. У Латвії Комісія фінансується за рахунок внесків, рівень яких визначається Радою Комісії, але вони не можуть перевищувати суму, встановлену законодавством [226].

Здебільшого, на рівні із державними інституціями, функції регулювання здійснюють недержавні – саморегульвні організації (табл. 1.11).

Таблиця 1.11
Характеристика міжнародної практики регулювання ринків цінних паперів

Моделі регулювання				
Без СРО*	Відмова від моделі СРО	Наявність єдиної СРО (за функціональною ознакою)	Наявність кількох СРО (за функціональною ознакою)	Наявність кількох СРО (за декількома ознаками)
Австралія, Австрія, Бельгія, Бразилія, Угорщина, Венесуела, Гонконг, Данія, Індія, Іспанія, Італія, Китай, Люксембург, Нідерланди, Німеччина, Тайвань, Туреччина, Фінляндія, Франція, Чехія, Швеція, Швейцарія	Великобританія**	Нова Зеландія, Польща, Корея, Україна	Японія, Норвегія, Росія	Канада, США
22 країни	1 країна	4 країни	3 країн	2 країни

*в деяких випадках існують визнані професійні організації, котрі здійснюють захист прав інтересів своїх учасників.

**створення SIB (Securities and Investments Board) підзвітного Міністерству фінансів, замість „супер-СРО”

Примітка: Додовнено авторами на основі [96, с.79].



На фондовому ринку США існує два типи організацій, що мають назву CPO (Self Regulatory Organization). Перший тип – „Національна асоціація торговців цінними паперами” (NASD). Членство в цій CPO є обов'язковим, і без нього брокери та дилери не можуть отримати ліцензію на свою діяльність і стати членом фондової біржі, клірингової чи депозитарної установи. Основне завдання NASD полягає в регулюванні відносин між професійними учасниками та їх клієнтами, вирішенні спільних для всіх учасників ринку проблем незалежно від сфери їх діяльності на біржовому, позабіржовому чи неорганізованому ринках. Але NASD водночас є групою компаній, в якій одна холдингова компанія контролює діяльність двох інших організацій – NASD Regulations (власне CPO) та NASDAQ – торговельної системи. Це, у свою чергу, породжує конфлікт інтересів у діяльності з регулювання фондового ринку та підприємницької діяльності на цьому ж ринку [217].

Другий тип CPO професійні учасники створюють добровільно. До таких, зокрема, належать Нью-Йоркська фондова біржа, NASDAQ, DTC. Такі CPO організують та регулюють головним чином відносини між професійними учасниками ринку цінних паперів щодо здійснення ними своєї діяльності. Останнім часом у США та інших країнах почали набирати сили „Альтернативні Торгові Системи” (ATS), які відрізняються від CPO тим, що вони є комерційними організаціями. Це веде до зменшення значення CPO другого типу як регулятора ринку цінних паперів та збільшення ролі CPO першого типу [217].

Унікальний досвід у створенні мега-регулятора (Securities and Investments Board) має Великобританія. Securities and Investments Board передано права саморегулятивних організацій, деякі повноваження Банку Англії, функції Ради з цінних паперів та Інвестицій (Securities and Investments Board), а також Організації інвестиційного управління (IMRO), Ради з приватних інвестицій (PIA), Комісії з будівельних організацій (Building Societies Commission), Комісії з організацій взаємодопомоги (Friendly Societies Commission), Реєстру організацій взаємодопомоги (Register of Friendly Societies).

Звичайно, наведена вище практика функціонування інституцій ринку цінних паперів розвинутих країн світу відрізняється від української, як за рівнем розвитку інституційного, так і



регуляторного забезпечення. Зважаючи на те, що імпорт інституцій стає можливим лише у випадку, коли вони не вступають у протиріччя із інституційним ядром країни реципієнта, вважаємо за доцільне розглянути шляхи оптимізації функціонування ринку у країнах із схожою економічною ментальністю.

Під економічною ментальністю ми розуміємо цінності і норми господарської поведінки, характерні в тій чи іншій мірі для представників якої-небудь групи. В економічній ментальності представлена та частина культури, яка дає людині можливість орієнтуватися в діяльності, пов'язаній з виробництвом споживчих цінностей. Найважливішими складовими економічної ментальності являються стереотипи споживання, ціннісно-мотиваційне ставлення до праці і багатства, норми і зразки соціальної взаємодії, організаційні форми господарської життєдіяльності, схильність до сприйняття чужого (іноземного) досвіду [83, с.349].

Інституції, які є ефективними в постіндустріальних країнах, не завжди „спрацьовують” у трансформаційних економіках і консервують їх відсталість. Дане твердження пояснюється „провалами влади”, коли непродумане адміністративне втручання, а в деяких випадках і відсутність державної ініціативи, призвели до активізації рентоорієнтованої поведінки, поглиблення проблем асиметричної інформації та невиконання контрактів, а задекларовані формальні інституції не розв'язали антикорупційних завдань [139, с.16-17].

Національна економічна ментальність відображає специфіку національних (регіональних) моделей економіки і одночасно сама виступає одним з найважливіших чинників формування цих моделей. Вона показує спільні риси господарської поведінки представників одного етносу, нації або цивілізації [83, с.355].

До країн із спорідненою економічною ментальністю та схожими економічними системами можна віднести країни колишнього Радянського союзу. Водночас, на думку експертів, на сьогодні стан ринків цих країн дуже неоднорідний, вони знаходяться на різних ступенях розвитку. Наприклад, в Таджикистані, не дивлячись на те, що уже 10 років існує закон про біржі, де-факто і де-юре біржі не існує. В Казахстані, Україні, Росії вони знаходяться в набагато кращому стані [173]. Саме тому доцільним, на нашу думку, є порівняння ринку цінних паперів України та Росії, інституції ринку цінних паперів якої можуть слугувати зразком.



Ринок цінних паперів Росії активно розвивається і віддзеркалює світові тенденції до консолідації учасників ринку та регуляторів. Так, на початок 2007 року капіталізація ринку акцій російських компаній склала 25,3 трлн. рублів, або 961,4 млрд. дол. США, що вище за рівень 2000 року – в 22,3 рази.

Як відзначалося, серед професійних учасників ринку цінних паперів найбільш активно *об'єднуються організатори торгів*. Ця тенденція характерна і для Російської Федерації. У 1996 році Московська міжбанківська валютна біржа завершила процес створення міжрегіональної торговельної системи. Він тривав близько двох років. У ньому взяли участь всі регіональні валютні біржі: Азіатсько-тихоокеанська міжбанківська валютна біржа, Нижньгородська валютна фондова біржа, Ростовська валютно-фондова біржа, валютна міжбанківська біржа Самари, Санкт-петербурзька валютна біржа, Сибірська міжбанківська валютна біржа, Уральська регіональна валютна біржа.

Цікаво, що об'єднання бірж відбулось на базі єдиної технологічної платформи, а не на основі корпоративного поглинання. Для реалізації останнього необхідно дотриматися балансу між реалізацією інтересів регіональних учасників і нових власників. Поки створено прецедент входження ММВБ в капітал регіональних бірж у Владивостоку і Ростові-на-Дону, де їй належить контрольний пакет акцій [195].

Планується об'єднання і двох найбільших організаторів торгівлі Російської федерації – Російської торгової системи (РТС) та Московської міжбанківської валютної біржі (ММВБ), на які сьогодні припадає близько 80 % загального обороту цінних паперів російських емітентів. Порівняно з ММВБ обсяг торгівлі корпоративними цінними паперами на РТС є незначним: за підсумками 2007 р. загальний обсяг торгів групи РТС на всіх ринках, окрім строкового, до яких належать біржовий ринок, ринок фондової біржі Санкт-Петербурга та RTS Board, склав 16,7 млрд. дол., що в 67 разів менше, ніж обсяг фондової секції ММВБ. З іншого боку, РТС сьогодні є основним майданчиком у Росії з торгівлі строковими інструментами. Обсяги торгів у строковій секції біржі - FORTS - у 2007 р. зросли у три рази порівняно з 2006 р. і склали 298 млрд. дол. [209].



Перевагами такої консолідації з боку клієнта є більш широке коло послуг в межах одного організатора, можливість відігравати активну саморегулюючу функцію на ринку, зниження транзакційних витрат. Для самих бірж відкриваються можливості економії на масштабі. Крім того, на думку експертів відсутність конкуренції всередині країни дозволить зосередитися організаторам торгівлі у застосуванні кращих закордонних практик. Водночас саме відсутність конкуренції викликає побоювання з боку учасників ринку щодо невиправданого підняття цін на послуги. Зокрема, повна відсутність конкуренції на внутрішньому ринку позбавить ці біржі серйозного стимулу і погіршить умови роботи для учасників ринку, зробивши їх менш привабливими і більш доступними для поглинання. Загострення конкуренції глобальних біржових систем, що рано чи пізно торкнеться й російських бірж, і може не лише постати питання про невідповідність умов роботи на біржі щодо вимог емітентів та інвесторів, зниження привабливості майданчика для них, а й поставити під сумнів доцільність існування такого організатора торгівлі [209, с.33].

У Росії, як і більшості країн світу, в даний час активно провадиться робота із створення *центрального депозитарію*, наявність якого є невід'ємною складовою високорозвиненого фінансового ринку. Макроекономічне значення центрального депозитарію полягає в досягненні якісно нового рівня інфраструктури фінансового ринку, підвищенні ефективності і надійності його функціонування, зниження витрат його учасників, залученні іноземних інвесторів. У 2006 році ФСФР Росії підготувала проект федерального закону „Про центральний депозитарій”, направлений на вирішення одного з найважливіших завдань, визначених Стратегією розвитку фінансового ринку Російської Федерації - розвиток конкурентноздатних інституцій фондового ринку.

Законопроект встановлює основні вимоги до діяльності центрального депозитарію, права, обов'язки і обмеження його діяльності. Зокрема, він закріплює наступні виняткові функції центрального депозитарію:

- здійснення розрахунків по цінних паперах по угодах, котрі укладаються на фондових біржах або через інших організаторів торгівлі на ринку цінних паперів;



здійснення функцій номінального утримувача в реєстрах цінних паперів, по яких зареєстрований проспект цінних паперів;

– відкриття рахунків депо номінального утримувача іноземним депозитаріям;

– зберігання цінних паперів, власниками яких є Російська Федерація і суб'єкти Російської Федерації.

При цьому центральний депозитарій повинен здійснювати депозитарні операції в повному обсязі, відкривати і вести рахунки депо для обліку прав на цінні папери, сприяти здійсненню прав на цінні папери (погашення облігацій, виплата дивідендів і тому подібне). Законопроектом встановлено право центрального депозитарію здійснювати клірингову діяльність у випадках і порядку, передбачених федеральними законами й іншими нормативними правовими актами Російської Федерації, а також право привласнювати міжнародні ідентифікаційні коди (ISIN) російським цінним паперам.

Корисним для України буде досвід формування у 1997 році *інституції первинних дилерів*. Вони виступають посередниками між емітентом і інвесторами, встановлюють ціни на державні облігації і забезпечують попит на аукціонах Міністерства фінансів Російської Федерації. В обмін на виконання зобов'язань первинним дилерам надається ряд переваг перед іншими учасниками ринку. Головною метою функціонування цієї інституції є підвищення ліквідності і ємності ринку державних боргових зобов'язань, а також зниження вартості обслуговування державного внутрішнього боргу.

В ході реформування російський ринок державних цінних паперів було розділено на первинний і вторинний. На первинному сегменті проводились операції безпосередньо між самими первинними дилерами, а також між ними та Міністерством фінансів Російської Федерації. Вторинний сегмент було представлено іншими учасниками ринку, які здійснювали операції лише із дилерами.

Допуск кредитних організацій в систему первинних дилерів здійснювався на підставі спеціальних критеріїв, розроблених Банком Росії [142]. У 1997 році цим вимогам відповідало 45 найбільших комерційних банків, у портфелях яких була сконцентрована більша частина випущених облігацій. Активний розвиток цього виду посередників було зупинено фінансовою



кризою 1998 року, наслідком якої стала реструктуризація боргів за Державними казначейськими зобов'язаннями – облігаціями федеральної позики (ДКЗ-ОФП), встановлення мораторію на виплату зовнішніх боргів, визнано такими, що втратили чинність нормативних документів, що регулювали діяльність первинних дилерів.

Для відновлення даної інституції Міністерство фінансів та Банк Росії, у квітні 2003 року було прийнято положення, що регулює обслуговування і обіг випусків федеральних цінних паперів, яким чітко визначено порядок випуску, розміщення та погашення облігацій, функції Баку Росії та первинних дилерів [125]. Однак, до цих пір дана інституція не функціонує, не затверджено нові вимоги до кандидатів на отримання статусу первинних дилерів. Основними причинами цього можна назвати такі:

- із втратою довіри інвесторів до державних боргових цінних паперів неможливою стала підтримка банками ліквідного ринку та забезпечення регулярних котирувань;

- зростання ризиковості даного виду цінних паперів збільшило необхідну доходність, яку вимагають інвестори, а відтак і зменшилася премія первинних дилерів;

- вимога щодо обов'язковості утримання не менше 20 %, або не менше 500 млн. руб., облігацій федеральної позики з постійним купонним доходом в портфелі первинного дилера у період фінансової кризи заморозила п'яту частину активів комерційних банків, що ще більше посилило кризові явища в цьому секторі.

Таким чином, первинні дилери у період фінансової кризи та падіння довіри інвесторів до державних боргових цінних паперів не лише втрачають переваги від статусу, але й несуть більші суттєві ризики втрати доходів та замороження частини активів.

Зазначимо, що частина інституційних механізмів регулювання ринку цінних паперів Росії вже апробовані і можуть бути перенесені на вітчизняний ринок без суттєвого деформування. Зокрема, без деформування, на нашу думку, можна використати досвід Росії у формуванні *єдиного державного регулятора фінансового сектору* – Федеральної служби з фінансових ринків Російської Федерації (ФСФР РФ), утвореної згідно Указу Президента Росії „Про систему і структуру федеральних органів виконавчої влади” № 314 від 9 березня 2004 року. Організаційна

структура Федеральної служби з фінансових ресурсів Російської федерації приведена на рис. 1.5.

ФСФР Росії передані функції контролю і нагляду Федеральної комісії з ринку цінних паперів, функції контролю і нагляду у сфері фінансових ринків реорганізованого Міністерства праці і соціального розвитку Російської Федерації і функції контролю за діяльністю бірж Міністерства Російської Федерації з антимонопольної політики і підтримки підприємництва, функції контролю і нагляду у сфері формування і інвестування фондів пенсійних накопичень Міністерства фінансів Російської Федерації.

Доцільність такого реформування була зумовлена необхідністю контролювати діяльність учасників ринку, котрі активно суміщають різні види діяльності. Сучасні тенденції глобалізації сприяють усуненню відмінностей між різними типами фінансових систем та уніфікації послуг-посередників. Тому, і регулювання повинно носити більш уніфікований характер. Як би тісно не співпрацювали Федеральна комісія з ринку цінних паперів, Міністерство праці і соціального розвитку, Міністерство з антимонопольної політики і підтримці підприємництва та Міністерство фінансів, новостворена Федеральна служба з фінансових ринків краще забезпечує стабільність роботи російського фінансового ринку, підвищує його ефективність і прозорість, знижує неринкові ризики. Ці завдання вирішуються шляхом узгодженого контролю за діяльністю учасників фінансових ринків і створення єдиної нормативно-правової бази, що визначає умови випуску і обігу цінних паперів, роботи професійних учасників, а також системи уніфікованої звітності.

До напрямів діяльності Федеральної служби з фінансових ринків належать [124; 132]:

- регулювання випуску і обігу емісійних цінних паперів, зокрема здійснення державної реєстрації випусків цінних паперів і звітів про підсумки випуску цінних паперів, а також реєстрацію проспектів емісії цінних паперів;

- контроль і нагляд за емітентами, професійними учасниками ринку цінних паперів і їх саморегульвними організаціями, акціонерними інвестиційними фондами, компаніями з управління активами акціонерних інвестиційних фондів, пайових інвестиційних фондів і недержавних пенсійних фондів та їх саморегульвними



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



організаціями, спеціалізованими депозитаріями акціонерних інвестиційних фондів, пайових інвестиційних фондів і недержавних пенсійних фондів, іпотечних агентів, керівників іпотечним покриттям, спеціалізованими депозитаріями іпотечного покриття, недержавними пенсійними фондами, Пенсійним фондом Російської Федерації, державної компанії з управління активами, а також товарних бірж;

– узагальнення практики застосування законодавства і внесення до Уряду Російської Федерації пропозицій з питань його вдосконалення і розробки проектів законодавчих і інших нормативних правових актів;

– забезпечення розкриття інформації на ринку цінних паперів відповідно до законодавства Російської Федерації;

– організація досліджень з питань розвитку фінансових ринків;

– внесення змін до чинного законодавства.

– функції з керівництва і забезпечення роботи Комісії з товарних бірж.

Керівництво Федеральною службою з фінансових ринків здійснює Уряд Російської Федерації, який призначає керівника і заступників керівника служби. Організаційну структуру ФСФР представлено на рис. 1 додатку Б. У структурі ФСФР Росії також виділяють три самостійні відділи (Відділ державної служби і кадрів, Перший відділ, Відділ мобілізаційної підготовки) та 14 регіональних відділень колишньої Федеральної комісії з ринку цінних паперів (розміщених у таких містах, як Москва, Санкт-Петербург, Катеринбург, Новосибірськ, Нижній Новгород, Ростов, Владивосток, Красноярськ, Орел, Омськ, Самара, Челябінськ, Саратов, Іркутськ).

Системі *саморегулювання* ринку Російської Федерації притаманна значна чисельність організацій, що диференціюються за функціональним та територіальним характеристиками. Основними серед них є Національна асоціація учасників фондового ринку (НАУФОР), Професійна Асоціація ресстраторів, Трансфер-Агентів і Депозитаріїв (ПАРТАД) та Національна фондова асоціація (НФА). У 2000 році в Російській Федерації було скасовано обов'язкове членство учасників фондового ринку в саморегулювальних організаціях, яке діяло з 1996 року. Федеральною службою з фінансових ринків Росії затверджено Положення про Раду СРО, у якому зазначено, що



основними завданнями цього органу мають бути розробка безпечних та ефективних технологій професійної діяльності на ринку цінних паперів, а також участь у розробці та впровадженні Кодексу поведінки професійних учасників фондового ринку [217].

Загалом, намагаючись максимізувати вигоди від фінансових, технологічних та інформаційних можливостей, що відкриваються під час імпорту інституцій розвинених країн, необхідно також захищати і заохочувати реальних інвесторів, обмежувати спекулятивні фінансові операції та перешкоджати поширенню негативних проявів глобалізаційних процесів світової економіки. Варто звернути особливу увагу під час імпорту інституцій на сумісність їх із вітчизняною економічною ментальністю. Це зменшить ризики виникнення деформ та підвищить ефективність регуляторного впливу на ринок цінних паперів України.





Розділ 2

ОСОБЛИВОСТІ ІНСТИТУЦІЙНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ



2.1. Визначення тенденцій становлення ринку цінних паперів

Національний університет
водного господарства
та природокористування

Дослідження процесів формування інституційної системи ринку цінних паперів в нашій країні є неможливим без аналізу тенденцій розвитку інституцій, що її формують. Перш за все мова йде про *емітентів*, які від свого імені розміщують цінні папери і беруть на себе зобов'язання, та *інвесторів*, котрі вкладають вільні фінансові ресурси з метою отримання доходу, мінімізації ризиків та участі в управлінні. Емітентами згідно Закону України „Про цінні папери та фондовий ринок” можуть виступати корпоративізовані підприємства та держава, в особі Кабінету Міністрів та органів влади на місцях [45]. Щодо інвесторів, то пріоритетне значення для вітчизняного фондового ринку мають заощадження домогосподарств та вкладення інституційних інвесторів, які є резервами зростання капіталізації ринку цінних паперів.

Підприємства-емітенти цінних паперів охоче здійснюють випуск акцій та облігацій. Так, у найбільшому з початку реєстрації цінних паперів обсязі емітованих протягом 2008 року цінних паперів вони займають 30,15 % (46,14 млрд. грн.) та 20,48 %



(31,35 млрд. грн.) відповідно. Порівняно з попереднім періодом у 2008 році на 19,36 % зросла частка інвестиційних сертифікатів компаній з управління активами пайових інвестиційних фондів, однак через фінансову кризу вже наприкінці року ця тенденція значно сповільнилася. На декілька порядків менші частки облігацій місцевих позик – 0,64 % (0,974 млрд. грн.), звичайних іпотечних облігацій – 0,18 % (0,27 млрд. грн.) та опціонів – 0,0002 % (0,00027 млрд. грн.).

Одним із найбільш часто емітованих цінних паперів залишаються *акції*, обсяги випуску яких протягом останніх п'яти років зростали всередньому на 4,45 млрд. грн. На кінець 2008 року обсяг акцій, що знаходяться в обігу, становив 292,08 млрд. грн. (табл.2.1).

Відзначимо, що емітенти віддають перевагу іменним простим акціям. У 2008 році було здійснено 1155 випуски цього виду цінних паперів на загальну суму 46,13 млрд. грн. Для порівняння: іменних привілейованих акцій було емітовано на 0,013 млрд. грн. За формою випуску переважають документарні – 929 випусків на суму 30,30 млрд. грн. (65,7 % зареєстрованих у 2008 році пайових цінних паперів).

Для стимулювання розвитку ринку пайових цінних паперів було прийнято Закон України „Про акціонерні товариства” 29 квітня 2009 року, адже здебільшого емітенти створені саме у формі акціонерних товариств (АТ). Так, станом на 01.01.2009 в Україні нараховувалось 25 910 підприємств, котрі обрали дану організаційно-правову форму. Однак, така їх чисельність є результатом масової приватизації і значно ускладнює регулювання. Водночас, відсутність тривалий час спеціального законодавства спричинила численні порушення. Найбільш часто порушувались права міноритарних акціонерів, зокрема, право на рівне ставлення до всіх акціонерів, участь в управлінні товариством, отримання інформації про діяльність товариства, отримання частини прибутку у вигляді дивідендів та під час додаткового випуску акцій. Слід зазначити, що в даний час діє перехідний період і акціонерні товариства, котрі не внесли зміни до статутів та інших внутрішніх документів, до 29 квітня 2011 року продовжують керуватися у своїй діяльності законом „Про господарські товариства”. Закон „Про акціонерні товариства” дає можливість усунути наявні прогалини у законодавстві.



**Динаміка та структура випусків цінних паперів
в Україні за 2004-2008 рр.**

Роки Вид ЦП	2004		2005		2006		2007		2008	
	млрд. грн.	%	млрд. грн.	%	млрд. грн.	%	млрд. грн.	%	млрд. грн.	%
Акції	28,34	61,6	24,82	35,86	43,54	46,65	50,00	35,17	46,14	28,04
Облігації підприємств	4,11	8,93	12,75	18,42	22,07	23,65	44,48	31,29	31,35	19,05
Облігації місцевих позик	0,05	0,10	0,35	0,51	0,08	0,09	0,16	0,11	0,97	0,59
Облігації внутрішньої державної позики	11,23	24,4	7,23	10,45	9,26	9,92	8,92	6,27	11,51	6,99
Опціони	0,11	0,24	0,16	0,23	0,02	0,02	0,03	0,02	0,00	0,00
Інвестиційні сертифікати компаній з управління активами пайових інвестиційних фондів	2,01	4,37	23,06	33,32	16,61	17,80	31,12	21,89	65,37	39,72
Акції корпоративних інвестиційних фондів	0,15	0,33	0,84	1,21	1,53	1,64	5,48	3,85	8,89	5,40
Сертифікати фондів операцій з нерухомістю				0,00	0,22	0,23	1,93	1,36	0,06	0,04
Звичайні іпотечні облігації				0,00		0,00	0,05	0,04	0,27	0,16
Всього	45,99	100	69,20	100	93,33	100	142,17	100	164,57	100

Примітка: Складено авторами на основі даних [149].



Зокрема, захист прав акціонерів забезпечить:

- переважне право на придбання акцій додаткових випусків та право вимагати викуп належних їм акцій, якщо на загальних зборах вони голосували проти рішень, які порушують їх права;
- розмежування повноважень органів управління товариством;
- зобов'язання особи, котра придбала контрольний пакет акцій запропонувати іншим акціонерам придбати їх за ринковою ціною;
- право акціонера на отримання інформації про діяльність акціонерного товариства.

Новий закон передбачає також зміну термінології, виділяючи два типи товариств: публічні та приватні. Приватне акціонерне товариство не має права розподіляти статутний капітал більше, ніж між 100 акціонерами, повинно здійснювати тільки приватне розміщення акцій, що не можуть продаватися-купуватися на біржі. Публічне акціонерне товариство може здійснювати публічне та приватне розміщення акцій, разом з тим воно повинне спиратися у своїй діяльності на міжнародні стандарти корпоративного управління, мати високий рівень прозорості та розкриття інформації.

Установчим документом, що регулює діяльність товариства, визнано статут. Складання засновницького (установчого) договору не є обов'язковим, відбувається на стадії заснування нового АТ, він не є установчим документом та діє до дати реєстрації Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати розміщення акцій (п. 3 ст. 9). Перелік відомостей, які повинні бути відображені у статуті акціонерного товариства, міститься у статті 13 закону „Про акціонерні товариства”. Проте слід зазначити, що багато норм є відсильними за своєю структурою і допускають врегулювання значно ширшого кола, ніж це передбачалось законом „Про господарські товариства”. Приміром, згідно п. 3 ст. 7 „статутом приватного АТ може бути передбачено переважне право його акціонерів та самого товариства на придбання акцій цього товариства”. Тому важливо зазначити у статуті наявність чи відсутність переважного права акціонерів, а також процедуру його реалізації згідно вимог закону.

Крім того, законом заборонено створення акціонерного товариства у випадку, якщо до його складу входять лише юридичні особи, єдиним учасником яких є одна й та ж особа або інше



підприємницьке товариство, учасником якого є одна особа (п. 1 ст. 4). Таким чином, усувається можливість збільшення активів, що не мають реальної вартості, а майно переноситься із статутного капіталу одного товариства в інший в межах групи підприємств, фактично підконтрольних одній особі.

Водночас, деякі із зазначених положень закону містять неточності, і в межах існуючого регуляторного забезпечення несуть загрози, на яких наголошують як учасники ринку та юристи, так і іноземні експерти [67; 216].

По-перше, реалізація більшості нових положень закону передбачає численні зміни, у тому числі статуту і внутрішніх документів. Однак, ні в самому законі, ні у роз'ясненні прикінцевих положень Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку не має вичерпного переліку та порядку дій, необхідних для здійснення перереєстрації. Вказуються лише строки, протягом яких акціонерні товариства повинні привести свою діяльність у відповідність закону [161]. Крім того, у роз'ясненні ДКЦПФР оминула увагою і процес здійснення подальших дій із цінними паперами відкритих та закритих акціонерних товариств у зв'язку зі зміною акціонерним товариством не просто найменування, а саме типу.

Відсутні у роз'ясненнях питання, що стосуються ч. 2 п. 5 прикінцевих положень закону „Про акціонерні товариства”, згідно яких „акціонер товариства, статут якого не приведено відповідно до норм цього Закону, має право після закінчення зазначеного у цьому пункті строку звернутися до суду з позовом про приведення статуту товариства у відповідність із цим Законом”. Незрозуміло, яким чином суд зможе затвердити зміни до статуту без згоди акціонерів, адже проведення загальних зборів належить до їх компетенції і безпосередньо залежить від волі акціонерів.

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку має вплив на акціонерне товариство лише у випадках зміни розміру статутного капіталу товариства, деномінації акцій та емісії цінних паперів. Якимось чином притягнути акціонерів до відповідальності за неприйняття ними відповідного рішення теж малоімовірно. Відкритим залишається питання затвердження змін статутів акціонерними товариствами, які тривалий час не можуть провести загальні збори через неявку необхідної кількості акціонерів.



По-друге, відмінністю нового закону є і передбачена можливість укладання договору між акціонерами, за яким „на акціонерів покладаються додаткові обов'язки, у тому числі обов'язок участі у загальних зборах, і передбачається відповідальність за його недотримання” (п. 1. ст. 29). Проте закон не містить жодних інших положень, які уточнювали б обсяг такого договору (тобто в якому обсязі акціонери можуть урегулювати відносини щодо АТ таким договором). Зокрема, постають питання приєднання нових акціонерів до чинного договору між акціонерами, меж відповідальності за порушення положень такого договору, обсягу додаткових обов'язків акціонерів. Вочевидь застосування цієї норми на практиці потребує додаткових роз'яснень (рекомендацій) ДКЦПФР.

По-третє, законом передбачено, що після закінчення дворічного перехідного періоду акції існуватимуть лише у бездокументарній формі. В даний час, більшість 65,7 % (30,30 млрд. грн.) із емітованих акцій мають документарну форму. Таким чином, варто очікувати масового знерухомлення документарних цінних паперів або їх викупу емітентами, що за відсутності чітких процедур та відповідного контролю з боку Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку несе значні ризики порушень прав акціонерів, втрати реєстрів, розголошення інсайдерської інформації.

Слід зазначити також, що інституційні інвестори, які раніше придбали цінні папери таких товариств, стикнуться з проблемами продажу цих активів. Проблеми достовірності оцінки акцій виникнуть й в інвесторів, які є акціонерами публічного (відкритого) акціонерного товариства, що перетворяться у приватні акціонерні товариства.

По-четверте, позитивним є делегування значних повноважень наглядовій раді акціонерного товариства, яка здійснює захист інтересів акціонерів, контролює та регулює виконавчий орган товариства, може обирати та відкликати його представників. Новий закон у цій частині встановив чіткі та прозорі правила: членами наглядової ради можуть бути виключно фізичні особи, які не обов'язково є акціонерами товариства, а від одного акціонера до складу наглядової ради може бути обрано необмежену кількість представників. Як наслідок, значимість цього органу зростає. За таких умов право загальних зборів на встановлення залежності



членства у наглядовій раді від кількості акцій, якими володіє акціонер, може значно обмежити права міноритарних акціонерів. Крім того, значні можливості для зловживання створює п.6. ст. 57, яким передбачається, що протокол рішень наглядової ради „підписує головуючий на засіданні” будь-який член наглядової ради, а не всі учасники засідання.

По-п'яте, закріплене законом переважне право на придбання акцій, як передбачалось, сприятиме зменшенню кількості рейдерських атак та зловживань із випуском акцій. Однак механізм, прописаний у законі, на нашу думку, є недостатнім для його забезпечення. Згідно п.2 ст.7 не лише акціонери, а й акціонерне товариство отримує переважне право на придбання акцій, що пропонуються їх власником до продажу третій особі. Таким чином, порушується принцип незмінності капіталу товариства незалежно від складу учасників, вилучення обігових коштів товариства та порушення прав кредиторів і акціонерів через механізми такого викупу.

По-шосте, викликає сумніви необхідність зменшення статутного капіталу кожного наступного фінансового року у випадку, якщо зменшилась вартість чистих активів товариства (п.3, ст.14). Розрахунок даного показника на основі балансової вартості активів та зобов'язань не враховує зміну ринкової вартості активів, а відтак і висновки щодо реального стану товариства на певну дату є необґрунтованими. Ця норма передбачає зростання витрат, пов'язаних із зменшенням статутного капіталу, перереєстрацією випуску акцій, витратами на обмін акцій, а особливо вимогою дострокової виплати за зобов'язаннями, що може значно погіршити платоспроможність корпорації. Аналіз впливу положень закону „Про акціонерні товариства” на діяльність посередників ринку цінних паперів наведено в розділі 2.2.

Вартим уваги є також вихід українських емітентів акцій на ринки цінних паперів інших країн. Процедура публічного розміщення акцій (IPO) – один з найефективніших механізмів залучення інвестицій, через який фінансується 15 – 20 % всіх інвестицій до основного капіталу високорозвинених країн. Лише кілька українських компаній скористалися IPO. Першою у 2005 р. про продаж 27,2 % своїх акцій заявила компанія Ukrproduct Group, залучивши таким чином близько 10 млн. дол. США. Одним із



найвдаліших у 2005 р. був досвід проведення ІРО компанією „ХХІ століття”, яка за рахунок продажу акцій додаткової емісії розміром 35 % статутного фонду залучила 139 млн. дол. США [189, с.89]. Активний інтерес до ІРО виявляють компанії хімічної і машинобудівної галузей України. Приватне розміщення акцій уже здійснили такі підприємства, як ВАТ „Концерн Галнафтогаз”, ВАТ „Холдингова компанія Автокраз”, ВАТ „Дніпроазот”. Серед компаній, здатних провести ІРО на західних ринках, експерти називають великі металургійні компанії, оскільки ця галузь приваблює іноземних інвесторів.

Другим за часткою ринку є *облігації підприємств*. Із наведених даних (див. табл.2.1), видно, що тенденцію до активного зростання було розпочато у 2005 році, коли абсолютний приріст до попереднього періоду склав 210,4 % (8641,69 млн. грн.), у 2006 – 73,13 % (9322,524 млн. грн.), у 2007 – 101,54 % (22409,71 млн. грн.). Загалом, за цей період обсяг випуску корпоративних облігацій збільшився майже в десять разів, тобто на 40373,9 млн. грн. Зростанню торгів корпоративними облігаціями в цей час сприяло збільшення обсягів їх випусків, подовження термінів запозичень та підвищення кількості інвестиційно-привабливих емітентів корпоративних облігацій в різних галузях промисловості України, учасників торгів корпоративними облігаціями на ПФТС. Всі ці фактори призвели до підвищення їх ліквідності, кількість цінних паперів даного виду, з якими укладалися угоди, зросла в 2007 році порівняно з 2006 роком на 44,22 % до 212, а кількість емітентів корпоративних облігацій – на 38,83 % до 143 [151].

Із початком фінансової кризи ситуація змінилася, і вже на кінець 2008 року порівняно з 2007 загальна сума зареєстрованих Державною комісією з цінних паперів та фондових ринків облігації зменшилася на 13,13 млрд. грн. Із поширенням кризових явищ та припиненням кредитування корпорацій комерційними банками збільшилась ймовірність дефолтів за борговими зобов'язаннями до погашення у 2008-2011 роках. Вже у 2008 році рейтинговою агенцією „Кредит-Рейтинг” зафіксовано одинадцять технічних дефолтів, а з початку 2009 року – п'ятнадцять технічних та один фактичний дефолт. Таким чином, поширення механізму погашення облігаційних позик за рахунок банківських кредитів призвели до ситуації, коли значна частина вітчизняних компаній опинилася на



межі дефолтів під час зменшення обсягів кредитування, спричинених світовою фінансовою кризою.

В Україні існують жорсткі обмеження щодо прямої емісії вітчизняними підприємствами єврооблігацій. Складна процедура реєстрації та отримання дозволу на їх обіг поза межами України є суттєвою перешкодою для випуску даного виду цінних паперів. Корпоративний сегмент складають сім випусків, які деноміновані в доларах. В середині корпоративного сегменту можна виділити банківський сектор і небанківський сектор. Доходність до погашення єврооблігацій для банківського сектору коливається в межах від 26 % (термін погашення у 2012 році) до 56 % (2010 рік), для небанківського сектору – від 34,68% (2011 рік) до 60,12% (2010 рік). В період фінансової нестабільності всі рейтинги єврооблігацій були переглянуті та понижені з негативним прогнозом [82].

Незважаючи на досить тривалий термін існування, *деривативи* не знайшли широкого застосування, а із зростанням ризиків у період фінансової нестабільності обсяг випуску цього виду цінних паперів суттєво скоротився. Так, найбільш часто використовувані вітчизняними емітентами опціони у 2008 році зменшились на 34,11 млн. грн., загалом, починаючи з 2000 року випуск даних цінних паперів здійснило 26 емітентів. Ще одним видом деривативів, котрі випускаються українськими емітентами, є ф'ючерсний контракт. Станом на 31.12.2008 зареєстровано 46 специфікацій цінного паперу. Двадцять дві специфікації було зареєстровано у валютному секторі, шістнадцять – в аграрному та найменше – вісім – у паливно енергетичному секторі. Однак, вже два роки поспіль не було зареєстровано жодного випуску.

Таким чином, залучення необхідних коштів підприємства здійснюють здебільшого шляхом випуску акцій та облігацій, що обертаються на вітчизняному ринку цінних паперів, запозичення на зовнішніх ринках здійснили лише декілька підприємств. Похідні цінні папери, які викликали фінансову кризу 2008 року у розвинених країнах, в Україні практично не використовуються.

Функції емітента згідно чинного законодавства виконує і *державна* в особі Кабінету Міністрів та органів влади на місцях. Особливо активно *емісія державних облігацій* розпочалася у 2008 році і тривала у 2009 році. Частково причиною такої активності є

наслідки світової фінансової кризи та необхідність держави у додаткових коштах на покриття дефіциту бюджету, підтримки стратегічно важливих галузей економіки, забезпечення контролю над інфляційними процесами в країні.

Загалом, у 2008 році обсяг торгів облигаціями внутрішньої державної позики становив 8,55 млрд. грн., що втричі більше, ніж у 2007 році. Проте, на початку 2009 року спостерігається падіння обсягів торгів ОВДП, спричинене кризою банківської системи України, оскільки саме банки є найбільшими покупцями цього виду цінних паперів. Найменшою кількістю ОВДП володіють нерезиденти, борг перед ними склав на кінець березня 2009 року 135,47 млн. грн. Таким чином, можна стверджувати, що на міжнародному рівні наші ОВДП характеризуються недовірою іноземного інвестора та небажанням ризикувати власними коштами, а відтак – і високою доходністю.

У 2008 році порівняно з попереднім обсяги емісії боргових зобов'язань регіонів збільшилися на 87% і становили 974 млн. грн. Значне зростання даного показника було зумовлено випусками Харківської (505 млн. грн.), Львівської (200 млн. грн.), Донецької (75 млн. грн.), Запорізької (60 млн. грн.), Луганської (50 млн. грн.), Луцької (30 млн. грн.), Северодонецької (20 млн. грн.), Краматорської (15 млн. грн.), Вінницької (10 млн. грн.), Бориспільської (9 млн. грн.) міських рад. Одночасно обсяг торгів муніципальними облигаціями на ПФТС в 2008 році зменшився на 25% до 0,59 млрд. грн. Загалом, станом на 01.01.2009 р. в біржовому реєстрі ПФТС перебувало 22 випуски муніципальних облигацій, з яких до другого рівня лістингу було включено лише 12 випусків.

Незначні обсяги торгів муніципальними цінними паперами на організованих ринках свідчать, що основною організаційною формою розміщення муніципальних облигацій на первинному ринку є моноціновий аукціон. Такі аукціони проводяться банками-організаторами випусків шляхом збирання договорів-заявок на придбання облигацій, які надсилаються інвесторами. Заявки задовольняються по єдиній ціні-доходності, починаючи з тих заявок, в яких ціна-доходність є найвигіднішою для емітента [51, с.300-307].



Муніципальні випуски єврооблігацій представлені випуском міста Київ на суму 250 млн. дол. зі строком погашення десять років, який отримав спекулятивний рейтинг від S&P за міжнародною шкалою BB- стабільний, однак 14.04.2009 рейтинг було понижено до CCC+ із негативним прогнозом [184]. Крім Києва, випуски таких боргових цінних паперів за кордон не здійснювали жоден із органів місцевої влади. Причиною цього є висока ціна залучення коштів, яку вимагають інвестори як премію за ризик.

Таким чином, як ринок муніципальних, так і державних боргових зобов'язань характеризується низькими обсягами операцій із облігаціями на організаторах торгівлі, наслідком чого є цінові викривлення та маніпуляції; через відсутність досвіду та чітких процедур зовнішніх запозичень, даний сегмент ринку практично не розвивається. Недостатньо продумана стратегія повернення коштів за борговими цінними паперами та недовіра інвесторів до вітчизняних емітентів підвищують відсоткові ставки, збільшуючи тим самим ціну залучення капіталу.

Серед *інвесторів* на ринку України переважають вітчизняні юридичні особи, котрі укладають угоди на неорганізованому ринку. Менше п'яти відсотків договорів укладається на організованому ринку. Фізичні особи участі в угодах з цінними паперами на організованому ринку практично не брали, їх частка порівняно з початком року скоротилася з 0,4% до 0,22%. Дещо більша частка договорів, виконаних з фізичними особами на неорганізованому ринку – 0,5%. Причин такої низької активності приватних інвесторів на ринку цінних паперів України декілька. По-перше, населення є недостатньо поінформованим про можливості, шляхи та переваги такого інвестування. Більшість інформаційних джерел орієнтована на професійних учасників, доступ до яких у деяких випадках є платним [див. 151, 186].

По-друге, на даний час приватні інвестори здійснюють торгівлю за допомогою терміналів професійних торговців. Це у свою чергу вимагає навиків роботи не лише із комп'ютером, а й спеціалізованим програмним забезпеченням, навчання роботи з яким коштує від 200 до 7000 грн.

По-третє, початкові витрати є досить суттєвими. За найбільш поширеною схемою підключення через торговця цінними паперами приватний інвестор має витратити 5-7 тис. грн. за отримання



ліцензійного програмного забезпечення та проходження навчального курсу; мінімальна сума, з якою можуть проводити операції – 5 тис. грн.; комісійні торговця, через якого відбуваються торги – 0,15-1 % від вартості операції чи фіксована плата 200-700 грн./міс.; біржа стягує 0,01% від суми угоди, але не більше 400 грн.; послуги депозитарію – 0,004 % від обороту або 2 грн. з операції; послуги зберігача – 50 грн. [168]

Торгівля на нових терміналах на Українській біржі та фондovій біржі ПФТС є значно дешевшою. Приватному інвестору необхідно 124 грн. для відкриття рахунку в торговій системі та 5 тис. грн. для здійснення операцій. Зазначимо, що незалежно від способу підключення дохід від операцій з цінними паперами оподатковується за ставкою 15 %. Зважаючи на усе вище перелічене, приватні інвестори віддають перевагу депозитним рахункам комерційних банків, які не оподатковуються, мають гарантований рівень доходності і не передбачають початкових витрат.

Серед інвесторів - юридичних осіб на вітчизняному ринку цінних паперів особливу групу складають *інституційні інвестори*: інститути спільного інвестування, недержавні пенсійні фонди та страхові компанії. Із розвитком ринку чисельність їх постійно зростає (рис. 2.1).

При цьому обсяги вкладень у цінні папери у 2008 році скоротилися. Недержавні пенсійні фонди порівняно з попереднім роком на 12,7 % зменшили частку цінних паперів, страхові компанії – на 0,6 % активів, інтервальні інститути спільного інвестування – 0,2 %, відкриті інститути спільного інвестування – 0,4 %. Загалом, вкладення інституційних інвесторів у цінні папери вітчизняних емітентів є досить незначними (рис. 2.2).

У портфелях інтервальних ІСІ та страхових компаній переважають акції. Саме ці інвестори відчули найбільші втрати від фінансової кризи, коли за короткий період з вересня 2008 по травень 2009 ціни на цей вид паперів впали до рівня 2004 року. Внаслідок цього, активи інститутів спільного інвестування порівняно з переднім роком зменшились в середньому на 52 % (див. додаток В). На 4 % сповільнився і темп приросту активів страхових компаній.

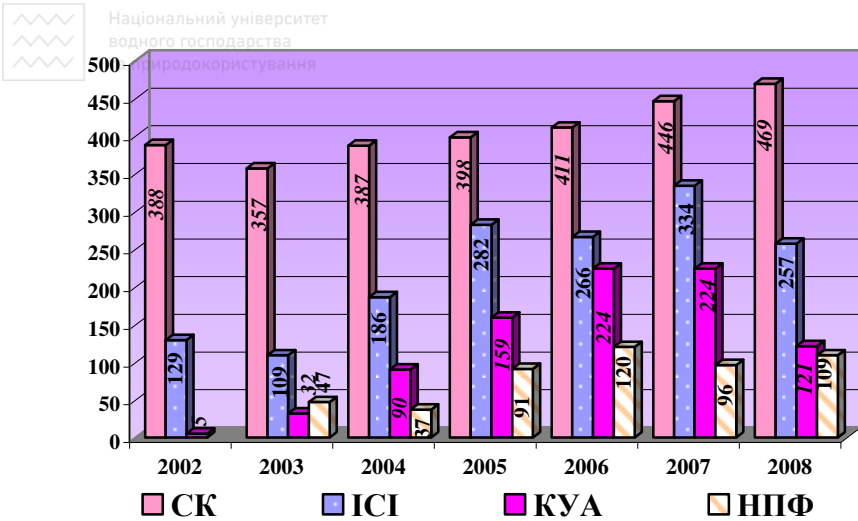


Рис. 2.1. Динаміка чисельності страхових компаній, інститутів спільного інвестування, компаній з управління активами та недержавних пенсійних фондів у 2002-2008 роках

Примітка: Складено авторами на основі даних [148, 149].

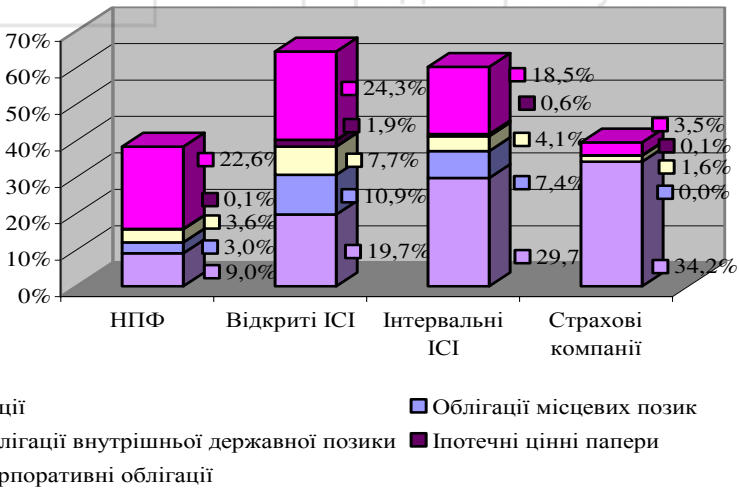


Рис. 2.2. Структура вкладень інституційних інвесторів станом на 01.01.2009

Примітка: Складено авторами на основі даних [148, 149].



Недержавні пенсійні фонди та відкриті ІСІ віддали перевагу корпоративним облігаціям, які мають менший рівень прибутковості, однак прибутки за якими є прогнозованими. Таким чином, у період кризи ринкова вартість їх активів зменшувалась більш повільними темпами, ніж тих, що сформовані за рахунок акцій.

Особливий статус на ринку цінних паперів мають **комерційні банки**. Згідно чинного законодавства вони можуть здійснювати такі види діяльності [33]: випускати, купувати, продавати і зберігати цінні папери; управляти цінними паперами за дорученням клієнта; надавати консультаційні послуги; здійснювати розрахунки за дорученням клієнтів. Таким чином, банки не лише виступають альтернативою вкладенням у ринок цінних паперів, а й самі являються емітентами, інвесторами та посередниками. Саме суміщення цих функцій, на нашу думку, може нести потенційні ризики для банківської системи, а тому потребує більш детального вивчення.

Аналізуючи *емісійну діяльність* банків, варто відмітити, що левову частку випусків займають акції. Станом на 01.01.2009 р. статутні капітали за допомогою цього фінансового інструменту формували 155 банків (84 %). Загалом, у 2008 році комерційними банками було здійснено 111 випусків акцій на суму 17,7 млрд. грн., що становить 38,3 % загального обсягу випущених акцій. Акції ВАТ „АКБ „Укрсоцбанк” та ВАТ „Райффайзен Банк Аваль” були включені до розрахунку індексу SP/IFCG, а самі підприємства – до 50 найбільших за капіталізацією підприємств групи Frontier – ринків країн, що розвиваються [151].

Активно у докризовий період зростали обсяги випуску комерційними банками облігацій. Так, у 2007 порівняно з 2006 вони зросли на 2,77 млрд. грн. Однак, внаслідок нестабільності, спричиненої фінансовою кризою, у 2008 році було розміщено облігацій на суму 7,11 млрд. грн. (приріст - 62,3 %). У структурі емітентів, котрі зареєстрували випуски облігацій, банки склали 22,63 % загального обсягу. Основною метою випуску більшості банківських облігацій є кредитування економіки, хоча українські комерційні банки розглядають ринок корпоративних облігацій як привабливий напрям бізнесу, що приносить комісійні доходи (за розміщення облігацій серед інвесторів) та процентні доходи (через купівлю корпоративних облігацій) [13, с.84].



У 2008 році Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку було зареєстровано три випуски сертифікатів фонду операцій з нерухомістю (ФОН) АКБ „Аркада” на загальну суму 54,54 млн. грн., два випуски цим комерційним банком було здійснено у 2007 році на загальну суму 79,21 млн. грн. Акціонерний банк „Таврика” та акціонерно-комерційний банк „Капітал” у 2006 році здійснили перший випуск ФОН в бездокументарній формі обсягом 20 млн. грн. та 6 млн. грн. відповідно. ВАТ АКБ „Укргазбанк” першим у 2007 році здійснив випуск іпотечних облігацій на суму 50 млн. грн.

Таким чином, комерційні банки провадять досить активну емісійну політику на ринку цінних паперів, здійснюючи випуски пайових, боргових та іпотечних цінних паперів. Що стосується похідних цінних паперів, то загальносвітова тенденція підвищення ролі страхування ризиків за допомогою цих фінансових інструментів, характерна для фінансових ринків розвинутих країн, поки що не дійшла до України [137, с.320].

Банківські структури виступають також у ролі *інвестора*, формуючи власні портфелі цінних паперів інших учасників ринку. Загалом, у структурі активів комерційних банків цінні папери займають 5,08 % (рис. 2.3). Банки беруть активну участь у діяльності небанківських фінансових організацій, а інколи, і створюють розгалужену мережу власних кредитних спілок, страхових компаній чи компаній з управління активами. На цьому ринку активно діють дочірні структури ЗАТ „АКІБ „Укрсиббанку”, ВАТ „СЕБ Банку”. Вже другий рік поспіль збирається долучитися до цієї когорти учасників і ВАТ „Райффайзен Банк Аваль” [213, с.10].

Участь банківських установ у діяльності небанківських фінансових структур зумовлена такими мотивами, як встановлення фінансового контролю над інвестиціями; диверсифікація та підвищення прибутковості банківського бізнесу; збільшення грошових потоків у розпорядженні банку через канали дочірніх організацій; виділення як самостійних тих структурних підрозділів, які досягли значних масштабів діяльності і можуть здійснювати самостійний контроль за своєю діяльністю [11, с.177].

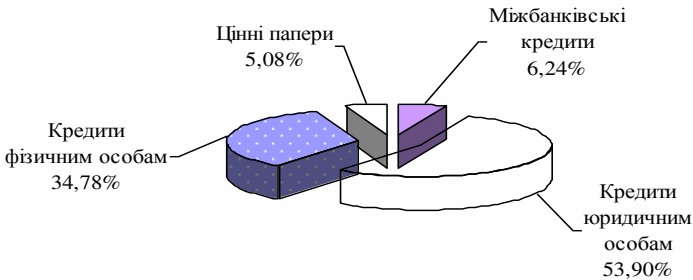
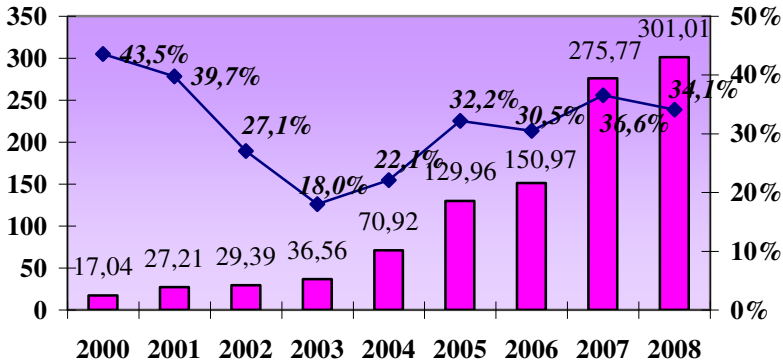


Рис. 2.3. Структура кредитно - інвестиційного портфеля комерційних банків України на 01.01.2009 р., %

Примітка: Побудовано на основі [180].

Поширеним явищем є створення дрібними або середніми банками так званих „схемних” кредитних спілок для поповнення ресурсної бази за рахунок депозитів фізичних осіб. Якщо кошти фізичних осіб перевищують 50 % пасивів, то це призводить до втрати банком універсального та набуття статусу спеціалізованого ощадного банку [129]. Але якщо банк залучає ці кошти через юридичних осіб, наприклад, кредитних спілок, то така проблема не виникає. За оцінками Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг таких спілок зараз близько п’ятнадцяти. Вони дуже швидко нарощують свої активи. Зараз на їх долю припадає близько 18 % активів всього ринку [214, с.513]. Між тим, частка цінних паперів у активах комерційних банків продовжує скорочуватися. Серед причин зменшення інвестиційної активності комерційних банків можна назвати: недосконалість податкового регулювання, зростання рівня несистемних ризиків, законодавче обмеження забезпечення кредитів за допомогою цінних паперів (рис. 2.4).

Із початком фінансової кризи ситуація значно погіршилася. Окрім коливань валютних курсів та масових вилучень депозитів банки зіткнулися із зменшенням ринкової вартості власного капіталу та знеціненням коштів, вкладених у цінні папери. У свою чергу погіршення фінансової стабільності банків чинить негативний вплив на інших учасників фондового ринку. Кредитні установи є



■ обсяг виконаних договорів комерційними банкам, млрд. грн.
(основна шкала)

◆ частка комерційних банків в загальних обсягах виконаних договорів, % (допоміжна шкала)

Рис. 2.4. Динаміка обсягів вкладень та частки цінних паперів у кредитно-інвестиційному портфелі комерційних банків у 2000-2008 рр.

Примітка: Побудовано авторами на основі [180].

утримувачами переважної більшості корпоративних облігацій. Через гостру потребу у фінансових ресурсах в період кризи банки обов'язково скористаються правом дострокового викупу (оферти). За даними Capital Times у 2009 році до оферти можуть бути пред'явлені корпоративні облігації на суму 8,6 млн. дол. [184]. Водночас, із припиненням кредитування корпорації не зможуть залучити кошти для своєчасного і повного розрахунку за борговими зобов'язаннями, внаслідок чого збільшується ймовірність дефолтів за облігаціями до погашення у 2008-2011 роках. Найбільшу ймовірність дефолтів мають цінні папери з кредитними рейтингами спекулятивного рівня. Таким чином, фінансові ризики банківського сегменту та ринку цінних паперів створили синергетичний ефект, подолати негативні наслідки якого можна буде лише на основі комплексу заходів щодо вдосконалення роботи всіх учасників фінансового ринку.

Крім емісійної та інвестиційної діяльності комерційні банки активно суміщають деякі види професійної діяльності учасників ринку цінних паперів. Так, скажімо, частка банків серед учасників торговців-зберігачів становила 48,05 %, а серед торговців-зберігачів-реєстраторів – 73,5 %. Загальний обсяг виконаних договорів комерційними банками у 2008 році становив 301,01 млрд. грн. (рис. 2.5).

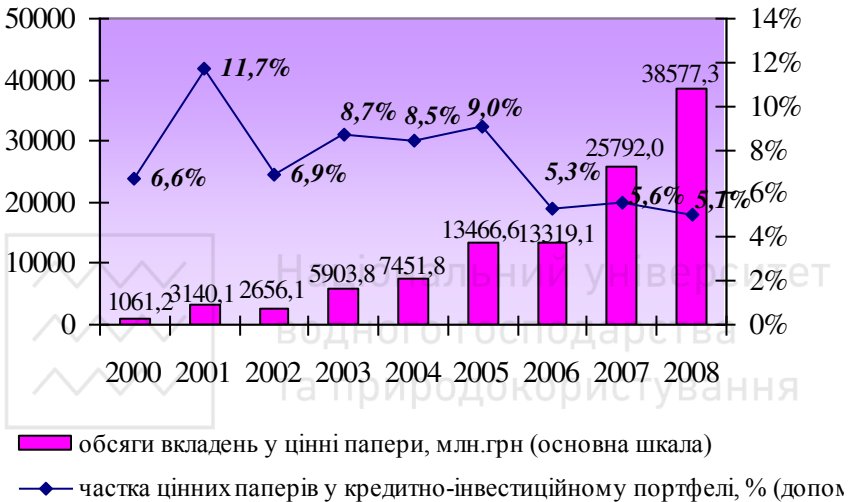


Рис. 2.5. Зміна обсягів наданих послуг комерційними банками та їх частка в загальному обсязі виконаних посередниками договорів у 2000-2008 роках

Примітка: Побудовано на основі [149].

Впродовж восьми років обсяги виконаних комерційними банками договорів зросли більш, ніж у 16 разів, абсолютний приріст склав 283 млрд. грн. Натомість частка банків у загальній структурі посередників дещо скоротилася у 2008 році (на 2,5 %), проте залишається досить суттєвою – 34,1 %. Що стосується структури виконаних операцій, то у 2008 році вона підтримує тенденції, характерні для інвестиційних компаній та інших торговців цінними паперами (рис. 2.6).

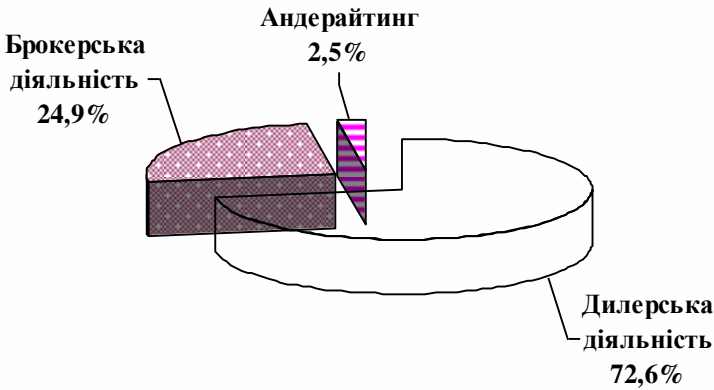


Рис. 2.6. Структура обсягів виконаних договорів комерційними банками у 2008 році, % [149]

Крім торгівлі корпоративними цінними паперами, комерційні банки є лідерами за обсягами укладених угод із державними та муніципальними цінними паперами. За даними Першої фондової торговельної системи на їх долю припадає 99,94 % угод з державними та 91 % угод з муніципальними облігаціями [151]. Зважаючи на це, у квітні 2009 року Кабінетом Міністрів України було ініційовано створення нової інституції на ринку цінних паперів – первинних дилерів [155]. Такими визнаються комерційні банки, що відповідають вимогам Міністерства фінансів і взяли на себе зобов'язання співпрацювати з ним у частині розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів.

Відзначимо, що впровадження інституції первинних дилерів має позитивний вплив на фондовий ринок і сприятиме:

- оптимізації структури державного боргу завдяки участі первинних дилерів в розробці емісійної політики та консультуванню Міністерства фінансів;

- створенню додаткових можливостей для використання державних цінних паперів Національним банком для підтримки ліквідності банківської системи та проведення монетарної політики держави;



– зменшенню надлишкової пропозиції, що, у свою чергу, істотно зменшить боргове навантаження на державний бюджет;

– мінімізації витрати на мобілізацію коштів, необхідних для виконання державою її функцій та здійснення платежів за державним боргом;

– перерозподілу фінансових ризиків між державою та первинними дилерами;

– поліпшенню іміджу держави як емітента державних цінних паперів;

– полегшенню доступу інвесторів, у тому числі індивідуальних, на ринок державних боргових зобов'язань;

– розширенню можливостей вкладення залучених коштів у високо ліквідні та надійні цінні папери інституційними інвесторами, зокрема недержавними пенсійними фондами, страховими компаніями, кредитними спілками;

– використанню суб'єктами господарювання державних цінних паперів для страхування ризиків з метою мінімізації їх втрат;

– формуванню цінових орієнтирів для учасників ринку;

– усуненню зловживань у посередницькому ланцюжку поміж кінцевим власником держоблігації та державою як емітентом.

Однак, на нашу думку, необхідно більш детально зупинитися на недоліках та перешкодах впровадження постанови „Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів”. По-перше, викликає сумніви своєчасність створення інституції. У період фінансової кризи та недостатності фінансових ресурсів комерційним банкам важко буде підтримувати ліквідність державних цінних паперів та забезпечувати купівлю не менш, як 3 % загального обсягу облігацій випуску протягом кожного півріччя. Зауважимо, що починаючи з 2000 року Міністерство фінансів виступало з ініціативою створення первинних дилерів, однак до цього часу ставлення більшості банків було негативним.

Серед причин можна виділити наступні: низька зацікавленість інвесторів у боргових зобов'язаннях держави, що суттєво ускладнювало можливості виконання банками їх зобов'язань; недостатня розвиненість організованого ринку, котирування на якому повинні здійснювати дилери; перевищення ризиків над фінансовою винагородою та необхідність значних фінансових



вкладень із тривалим терміном окупності. На сьогодні більшість із цих причин усунуто не було. Відзначимо, що саме через кризові явища 1998 року було припинено діяльність первинних дилерів в Російській Федерації, яку не відновлено і до сьогодні.

По-друге, існуюча нормативно-правова база потребує суттєвого доповнення. Створення нової інституції повинно супроводжуватися, на нашу думку, визначенням чітких правил та механізмів їх реалізації. Однак відповідні зміни до „Положення про порядок проведення операцій, пов'язаних з розміщенням облігацій внутрішніх державних позик”, внесені не були [130].

По-третє, недостатньо прописаними є і вимоги для отримання статусу первинного дилера, зокрема положенням передбачено лише: ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку; сплачений статутний капітал, еквівалентний не менш як 10 млн. євро; практичний досвід роботи на ринку облігацій (загальний обсяг торгівлі облігаціями становить не менш як 1 млрд. гривень). Першій із зазначених вимог станом на 01.01.2009 відповідало щонайменше 123 комерційні банки, другій – 108 комерційних банків. Щодо останньої – то не вказується час, протягом якого повинен підтримуватися такий обсяг торгівлі.

По-четверте, при розробці і впровадженні комплексу прав і обов'язків необхідно утримувати певний баланс. На сьогодні зобов'язання, прописані в положенні, значно переважають права комерційних банків, що отримали статус первинного дилера (табл. 2.2). Відсутність прозорого механізму отримання переваг для первинних дилерів створює умови для застосування негласних прав та зловживань влади і може шкодити інтересам інших комерційних банків, що не мають такого статусу.

Водночас, виключне право на придбання державних цінних паперів лише кількома комерційними банками створює умови для змови, результатом якої може бути порушення інтересів як держави, так і інших учасників ринку. Первинні дилери фактично отримують можливість владного впливу, як на державу, в особі Міністерства фінансів, так і на посередників. Задля отримання більшої маржі дилери можуть спекулятивно знижувати ціну заявок на первинному ринку та підвищувати ціну продажу на вторинному ринку, погіршуючи тим самим інвестиційну привабливість державних запозичень.



**Порівняння прав та обов'язків первинних дилерів державних
боргових зобов'язань**

Права	Зобов'язання
1) виключне право участі у розміщеннях облігацій внутрішніх державних позик; 2) переважне право брати участь в інших операціях з Міністерства фінансів з такими облігаціями.	1) зобов'язання брати участь у розміщеннях облігацій; 2) забезпечувати: – купівлю під час розміщень облігацій не менш, як 3 відсотків загального обсягу їх випуску протягом кожного півріччя; – укладення договорів купівлі-продажу облігацій на вторинному ринку в обсязі не менш, як 3 відсотків загальної суми, на яку укладено договори протягом кожного півріччя; – подання постійної (кожного робочого дня) пропозиції іншим первинним дилерам щодо купівлі та продажу облігацій; 3) надавати Мінфіну консультації стосовно потреб у розміщеннях облігацій та обсягів їх випуску, строків обігу, графіків розміщення на основі власної оцінки ринку.

Примітка: Складено авторами на основі [128].

За таких умов необхідний особливий контроль з боку Антимонопольного комітету, Міністерства фінансів та Національного банку, проте положенням навіть не передбачено обов'язок повного та своєчасного звітування первинних дилерів.

Підсумовуючи результати аналізу діяльності комерційних банків на фондовому ринку України, варто виділити наступне:

- найбільш поширеними цінними паперами, якій емітують банки, є акції. Друге місце займають облігації, в той час як операції із похідними цінними паперами практично не здійснюються;

- через недосконалість податкового забезпечення, збільшення несистемних ризиків та законодавче обмеження забезпечення кредитів за допомогою цінних паперів відбувається зменшення інвестиційної активності банків;

- фінансова криза спричинила синергетичний ефект, який мав негативні наслідки як для банківського, так і для фондового сегменту ринку, ліквідація яких вимагатиме суттєвих фінансових витрат та виважених організаційних заходів;



- створення інституції первинних дилерів на ринку державних боргових цінних паперів сприятиме підвищенню інвестиційної привабливості облігацій, оптимізації структури, зменшенню вартості та ризиковості запозичень, створенню додаткових можливостей, як для органів державної влади, так і для індивідуальних та інституційних інвесторів;

- серед перепон на шляху розвитку первинних дилерів можна виділити несвоєчасність створення, відсутність чітких правил їх функціонування і відбору, недосконалість прав та зобов'язань, що до них висуваються.

Загалом слід зазначити виявити стрімкий розвиток ринку цінних паперів. Цей процес супроводжується зростанням активності посередників, які обслуговують перехід прав власності та фінансових ресурсів між учасниками. Саме тому, доцільним є вивчення стану та функціонування інституцій-посередників, а також особливостей їх регуляторного забезпечення.



2.2. Аналіз діяльності інституцій-посередників на ринку цінних паперів

Завдяки інституціям-посередникам реалізуються основні функції ринку цінних паперів, опосередковується обмін цінними паперами, скорочуються витрати часу та фінансові витрати на проведення транзакцій; перерозподіляються вільні фінансові ресурси; відбувається переуступка фінансових ризиків; інформаційне та технологічне забезпечення учасників ринку цінних паперів.

На ринку цінних паперів України інституції-посередники представлені організаторами торгівлі, торговцями цінними паперами, компаніями з управління активами, реєстраторами, зберігачами та депозитаріями. Чисельність *професійних організаторів торгівлі* поступово збільшується. Так, станом на 01.01.2009 р. на ринку діяло десять фондових бірж та одна торговельно-інформаційна система (табл. 2.3).

Зауважимо, що у 2006 році ВАТ „Перша фондова торговельна система” (ПТФС) отримала статус біржі, а замість неї на ринок вийшла „Торгівельно-інформаційна система „Перспектива”, яка, у свою чергу, була реорганізована у фондову біржу у 2008 році. Згодом, у 2008 році на ринку з’явилися ще дві фондові біржі – ВАТ „Східно-Європейська фондова біржа” (СЄФБ) та ВАТ „Українська біржа” (УБ). Торговельно-інформаційну систему зареєстровано лише одну – „Південноукраїнська торговельно-інформаційна система” – „Південь-Сервер” (ПТІС).

Попри значну чисельність організаторів торгівлі на них припадає менше семи відсотків ринку цінних паперів. Середній абсолютний приріст обсягів випуску цінних паперів за останні десять років становив 41,29 млрд. грн., а середній абсолютний приріст обсягів торгів цінними паперами – 3,43 млрд. грн. У період фінансової нестабільності ця негативна тенденція посилюється (рис. 2.7).

Таблиця 2.3

Динаміка чисельності та структура професійних організаторів в Україні у 1996-2008рр.

Найменування учасників	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Фондові біржі:	4	4	5	6	7	7	7	8	8	8	8	7	10
ЗАТ „Фондова біржа „ІННЕКС”	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
ВАТ „Київська міжнародна фондова біржа” (КМФБ)	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
ЗАТ „Українська міжбанківська валютна біржа” (УМВБ)	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
ЗАТ „Українська фондова біржа” (УФБ)	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
ЗАТ „Придніпровська фондова біржа” (ПФБ)			+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+



продовження табл. 2.3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Українська міжнародна фондова біржа (УМФБ)					+	+	+	+	+	+	+	+	+
Кримська фондова біржа (КФБ)				+	+	+	+	+	+	+			
Луганська фондова біржа (ЛФБ)								+	+	+			
ВАТ „Фондова біржа ПФТС”(ПФТС)											+	+	+
ВАТ „Фондова біржа „Перспектива”(Перспектива)													+
ВАТ „Східно-Європейська фондова біржа”(СЄФБ)													+
ВАТ „Українська біржа”(УБ)*													+*
Торговельно-інформаційні системи:	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1
Український центр сертифікатних аукціонів			+										
ТОВ „Торгівельно-інформаційна система „Перспектива”(Перспектива)											+	+	
ВАТ „Перша фондова торговельна система”(ПТФС)	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+			
ДП Асоціації „Південноукраїнська торговельно-інформаційна система” – „Південь-Сервер”(ПТІС „Південь-Сервер”)				+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
РАЗОМ	5	5	7	8	9	9	9	10	10	10	10	9	11

*зареєстровано у травні 2008 року, а торги розпочалися 26 березня 2009 року.

Примітка: Складено авторами.

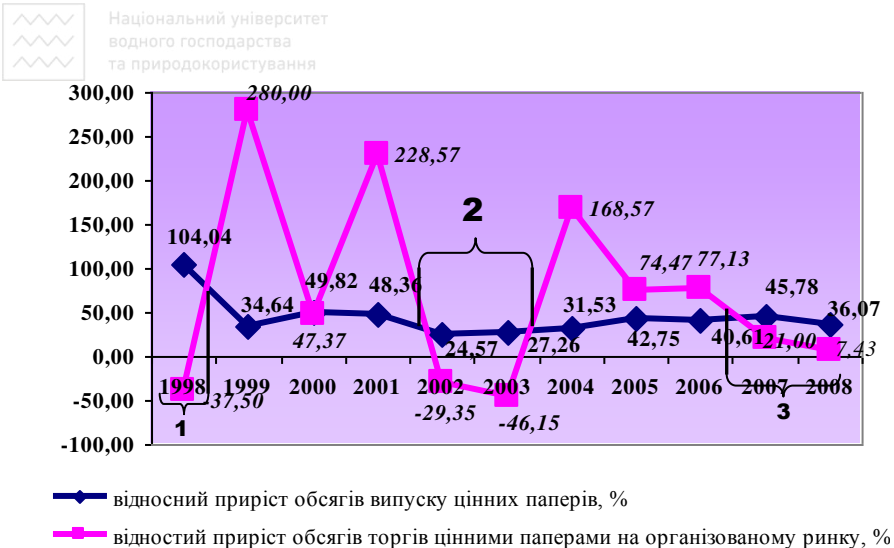


Рис. 2.7. Порівняння темпів приросту обсягів випуску та торгів цінними паперами на організованому ринку, %

Примітка: Розраховано авторами на основі [149].

На ділянках 1, 2 та 3 рисунку 2.7 зростання обсягів торгів відстає від обсягів емісії цінних паперів, таким чином частка організованого ринку поступово зменшується. Причинами такого негативного явища, як ми вважаємо, може бути зменшення якості цінних паперів, котрі не відповідають вимогам бірж та торгово-інформаційних систем. Крім того, небажання вітчизняних емітентів продавати цінні папери за ринковими цінами може свідчити про перерозподіл прав власності, шляхом розмивання часток інвесторів та їх незацікавленість у формуванні справедливої ринкової ціни. На організованому біржовому ринку явним лідером є ПФТС, на яку припадає близько 90,02 % угод організованого ринку. Друга за цим показником найактивніша біржа „Перспектива” займає 3,64 % (рис. 2.8). Сукупна частка УФБ, ПФБ, ІННЕКС, ПТІС становить 1,04 %.

Вважаємо таку кількість професійних організаторів торгівлі надмірною. Через відсутність регулярних торгів та незначні обсяги торгівлі фондові біржі збільшують транзакційні витрати учасників ринку, створюють умови для арбітражу (отримання доходу, що

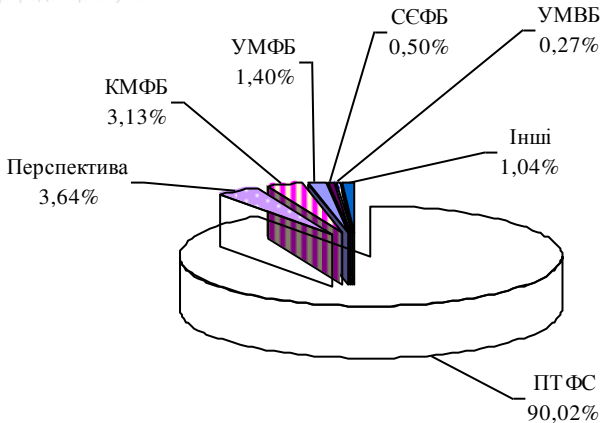


Рис. 2.8. Обсяги виконаних договорів з цінними паперами на організаторах торгівлі станом на 01.01.2009 року, % [149]

виникає внаслідок формування різних цін на одні й ті ж фінансові активи на різних торгових площадках) та маніпулювання курсами цінних паперів. Такі біржі не отримують достатніх прибутків, щоб здійснювати постійне оновлення обладнання та програмного забезпечення, що, у свою чергу, збільшує ризики інвесторів, котрі працюють на біржах. Крім того, наявність багатьох бірж із різними вимогами та правилами торгівлі знижує привабливість вітчизняного ринку для іноземних інвесторів та ускладнює регулювання та нагляд для Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Віддзеркалюючи процеси спеціалізації та концентрації на світовому фондовому ринку, вітчизняні біржі зараз повинні активно шукати свої ніші на цьому ринку. Зазначимо, що на український фондовий ринок розпочали активно виходити іноземні організатори торгів. Російська торгова система (РТС) володіє 49 % нещодавно створеної Української біржі. Варшавська фондова біржа (Warsaw Stock Exchange) викупила 29,98 % акцій ЗАТ „Фондова біржа „ІННЕКС”, ВАТ „Фондова біржа ПТФС” реалізує спільний проект із Московською міжбанківською валютною біржею (ММВБ) і не виключає можливість продажу їй частини акцій.

За умови відкриття кореспондентських рахунків у центральному депозитарії та введення режиму подвійного лістингу на цих біржах можливий варіант переходу вітчизняних інвесторів та найбільш



ліквідних цінних паперів на закордонні, у першу чергу – на російський та польський ринки. Обсяги торгів у цих країнах перевищують вітчизняні в декілька разів, а відповідно – і залучення грошових коштів більші, ніж на фондовому ринку України. Водночас, вимоги до емітентів на цих ринках є менш жорсткими і витратними, ніж на західних торговельних майданчиках.

Таким чином, можливе поступове перетікання ліквідних активів на іноземні біржі, при цьому на вітчизняному ринку цінних паперів залишаться менш цікаві для інвесторів папери. Існує також ймовірність того, що іноземні інвестори за рахунок участі у біржах можуть використовувати в своїх цілях конфіденційну інформацію (умови та контрагенти угод).

Крім негативних, варто зазначити і позитивні сторони такої співпраці. По-перше, конкуренція може стати стимулом для розвитку вітчизняних інституцій організаторів торгів забезпечення, зросте зацікавленість вітчизняних компаній у збільшенні частки акцій у вільному обігу (free float) та підвищенні якості корпоративного управління.

По-друге, біржові технології, на які вже існує попит в Україні, давно розроблені, налагоджені й протестовані на російських та польських біржах. Західні системи коштують набагато дорожче і вимагають серйозної адаптації. Витрати на впровадження європейської чи американської системи важко окупити на незначному за розмірами українському ринку.

Сьогодні російські системи використовують ПФТС та Українська біржа. Українська біржа першою 27 березня 2009 року розпочала торгівлю через систему Інтернет трейдингу RTS Plaza, яка може обробляти до 1,4 тисяч заявок за секунду. З її допомогою укладається кожна третя угода на біржі. Система Інтернет трейдингу PFTS NEXT розпочала роботу 28 квітня і здатна обробляти 1,5 мільйона заявок за день або 5 тисяч за секунду. До торгів може бути допущено 20 тисяч цінних паперів, максимальна кількість користувачів – 10 тисяч.

Передбачається, що зростанню частки організованого ринку, кількості привабливих інвестиційних інструментів для недержавних пенсійних фондів та інститутів спільного інвестування сприятиме закон „Про акціонерні товариства”. Цим законом закріплюється обов’язкове проходження процедури лістингу для публічного



акціонерного товариства та перебування у біржовому реєстрі принаймні однієї фондової біржі [32, ст.24].

Вважаємо, що варто наголосити і на проблемних питаннях реалізації вище згаданого закону. По-перше, частина акціонерних товариств замість підвищення якості власних цінних паперів, можуть звернутися до бірж із більш ліберальними вимогами торгівлі. Таким чином, замість підвищення ліквідності вітчизняних цінних паперів може ще більше зрости його фрагментарність.

По-друге, процедура розміщення акцій на біржі вимагає часу для підготовки та пов'язана із значними ризиками, а в деяких випадках – із зростанням транзакційних витрат. За таких умов може різко зменшитись кількість емітентів, що обрали організаційно-правову форму акціонерного товариства. Відповідно до вимог [158] в біржових списках організаторів торгів станом на 01.04.2009 р. перебували 1 862 цінних папери 912 емітентів, що становить менше 14 % від кількості підприємств, що здійснили випуск цінних паперів. Можна передбачити, що на початковому етапі лише ці акціонерні товариства залишаться публічними (відкритими), решту підприємств, цінні папери яких не задовольняють умов лістингу на фондових біржах, повинні будуть змінити організаційно правову форму.

З іншого боку, якщо приватна особа здійснює купівлю однієї чи декількох акцій, то вартість послуг біржових брокерів для неї може перевищити прибутки від даного цінного паперу. В даний час активність населення є надзвичайно низькою (див. розділ 2.1). При цьому, лише дві біржі в Україні запровадили системи Інтернет-трейдингу із можливістю залучення до торгів індивідуальних інвесторів. ПФТС та Українська біржа у 2009 році розпочали торгівлю через Інтернет-системи брокерської торгівлі, що дозволяють індивідуальному інвестору після підписання договору із брокером, здійснювати купівлю-продаж цінних паперів. Однак використання професійної програми трейдерів вимагає додаткового навчання, вільного володіння комп'ютером та спеціальних знань з основ інвестування. Тому більшість населення ще не готові до таких нововведень і переміщення активності на організований ринок може змусити інвесторів, для яких процедура біржових торгів є надто складною, вийти з ринку.



Дві українські фондові біржі здійснюють розрахунок фондових індексів: ПФТС та Українська біржа. Найбільш репрезентативним, на нашу думку, є сімейство індексів фондової біржі ПФТС. На нього орієнтуються іноземні та вітчизняні інвестори. Цей індекс щодня публікують провідні світові рейтингові і інформаційні агентства: Reuters, Bloomberg, Thomson Financial, Standard & Poor's [26]. Індекс ПФТС використовують також вітчизняні торговці цінними паперами, здійснюючи при цьому деякі корективи. Приміром, відмінністю індексу, котрий розраховується КР-Dragon від індексу ПФТС, є те, що він номінується у доларах США. Це, у свою чергу, робить його популярним орієнтиром українського ринку для міжнародних інвесторів. Оскільки російські індекси також номінуються у доларах, Індекс КР-Dragon забезпечує зручну базу для порівняння.

Активність використання індексу ПФТС зумовлена, насамперед, його репрезентативністю (на біржу ПФТС припадає 90 % біржового ринку). Позитивним є і постійне вдосконалення методики обчислення, врегулювання процедури формування „індексного кошика” та „листа очікування” акцій-претендентів, впровадження чіткого механізму та періодичності внесення змін до складу Індексу ПФТС. Запроваджено також у 2008 році режим „Репортинг”, який включає звітування учасників ПФТС про угоди укладених з цінними паперами із списку фондової біржі поза її межами.

Із поглибленням світової фінансової кризи та цілою низкою негативних корпоративних подій на ринках капіталу розвинених країн у другому-третьому кварталах 2008 року, український фондовий ринок починає втрачати позиції після досягнення ним історичного максимуму – 1208,61 у першому кварталі 2008 року. Політична та економічна кризи в Україні негативно впливають на ситуацію на фінансовому ринку держави та віддзеркалюються на ключовому індикаторі українського ринку цінних паперів – Індекс ПФТС з початку року знизився на 74,33 %, абсолютне значення станом на 31.12.2008 р. дорівнювало 301,42 пункти [151] (рис. 2.9).

Найбільшого зниження зазнали акції емітентів металургійної, електроенергетичної та хімічної галузей. До складу „індексного кошика” в 2008 році було включено чотири нові цінні папери: ВАТ „Авдіївський коксохімічний завод”, ВАТ „Алчевський металургійний комбінат”, ВАТ „Єнакієвський металургійний завод”

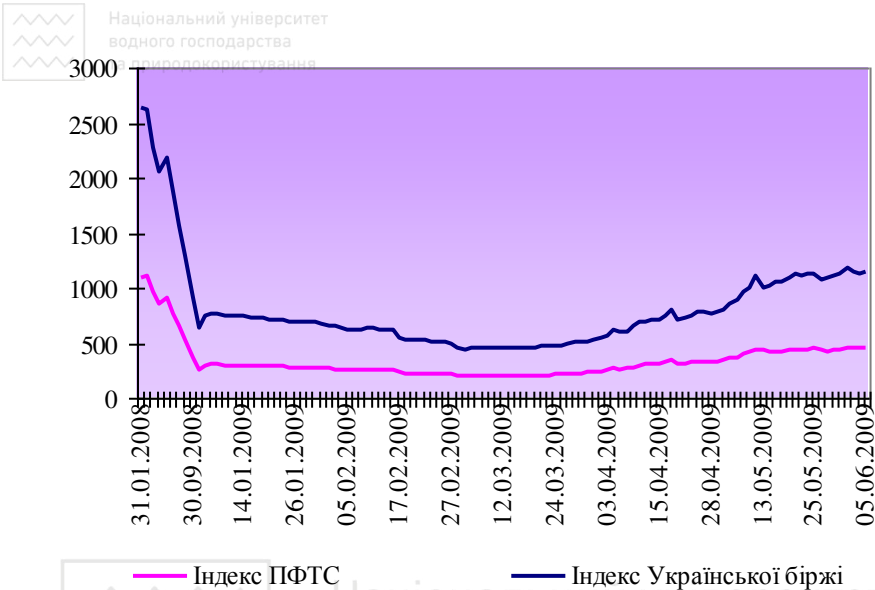


Рис. 2.9. Динаміка індексів ПФТС та Української біржі* у 2008-2009 роках

*Індекс Української біржі до 26 березня 2009 року розраховано за інформацією у відкритих джерелах, не є офіційними значеннями індексу і приведені винятково для ілюстрації можливого теоретичного руху індексу в цей період

Примітка: Побудовано авторами на основі даних [151, 182].

та ВАТ „Крюківський вагонобудівний завод”, водночас, цінні папери ВАТ „Донбасенерго” та ВАТ „Луганськтепловоз” було виключено із переліку цінних паперів „індексного кошика”. Загалом до складу Індексу ПФТС на 31.12.2008 р. входили акції двадцяти емітентів [151].

Сягнувши у березні 2009 року мінімального значення у 199,12 пункти, Індекс ПФТС стабілізувався у лютому - березні 2009 року, і почав поступово зростати з квітня 2009 року. Попри відмінності у правилах формування вибірки, динаміка Індексу Української біржі є дуже подібною, що підтверджується високим (0,995) значенням коефіцієнта кореляції значень двох індексів.

Порівнявши коливання індексів ПФТС та Української біржі у період із 31.01.2008 по 5.06.2009 за допомогою вейвлет-аналізу



дмеу для трьох рівнів розкладу, ми виявили наступні закономірності (табл. 2.4, рис. 2.10, 2.11):

- індекс ПФТС краще відображає середньострокові та короткострокові коливання. Про це свідчать більші коефіцієнти осциляції та варіації першого та другого рівнів;
- індекс УБ дещо краще відображає коливання, що мають довгостроковий характер.

Таблиця 2.4

**Статистика коливань індексів ПФТС і УБ
та їх вейвлет-коефіцієнтів**

Коефіцієнт / індекс	Середнє значення	Розмах варіації	Стандартне відхилення	Коефіцієнт осциляції	Коефіцієнт варіації
Індекси акцій					
Індекс ПФТС	335,2	903	172,1	2,693914	0,513425
d ₁	-0,00088	104,2	10,46	-118221	-11867,5
d ₂	-0,02784	92,37	13,44	-3317,89	-482,759
d ₃	-0,4456	141,3	21,2	-317,101	-47,5763
Індекс УБ	807,40	2188,00	422,50	2,709933	0,523285
d ₁	-0,02118	219,2	24,54	-10349,9	-1158,69
d ₂	-0,09999	254,8	33,72	-2548,33	-337,244
d ₃	-1,045	342	51,29	-327,273	-49,0813
Індекси корпоративних облігацій					
Індекс ПФТС-Cbonds	102,8	2,29	0,5935	0,022276	0,005773
d ₁	-0,00016	0,6232	0,1022	-3961,86	-649,714
d ₂	0,000574	0,4251	0,07735	740,9796	134,8266
d ₃	-0,00124	0,5889	0,1298	-476,071	-104,931
ПФТС-Cbonds/TR	182,4	5,05	1,521	0,027686	0,008339
d ₁	0,00004756	1,121	0,1632	23570,23	3431,455
d ₂	0,000442	0,8268	0,1666	1870,165	376,8378
d ₃	-0,00206	0,7645	0,179	-370,577	-86,7668

Примітка: Розраховано на основі даних [15].



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування

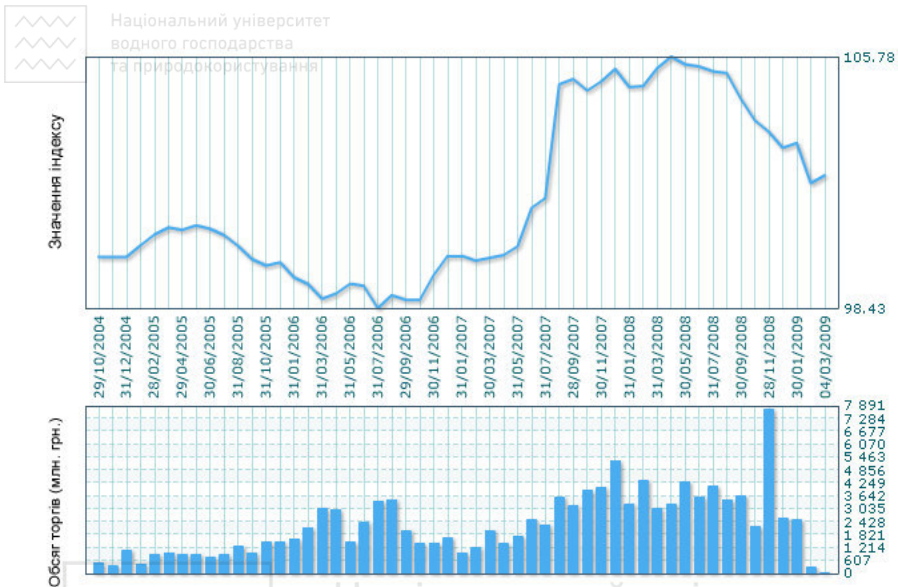


Рис. 2.12. Динаміка індексу ПФТС-Cbonds та обсяги торгів, млн. грн. [149]

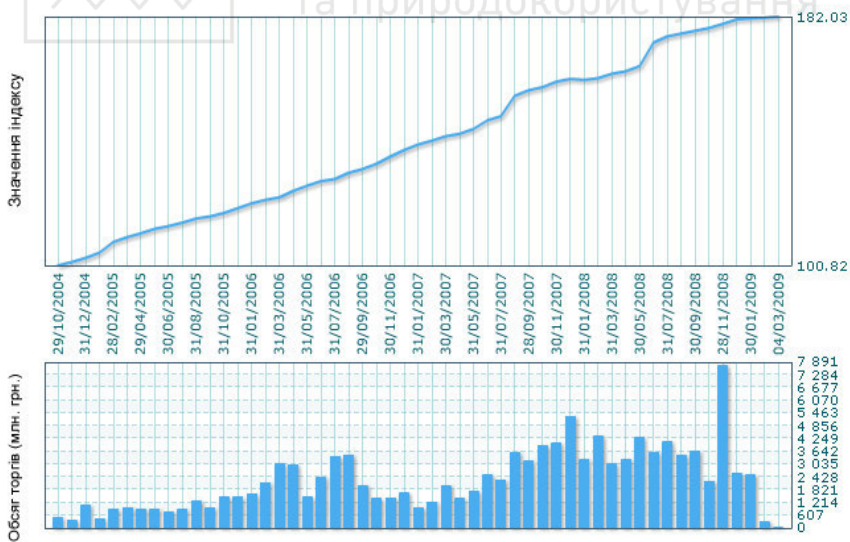


Рис. 2.13. Динаміка індексу ПФТС-Cbonds/TR та обсяги торгів, млн. грн. [149]



Таким чином, індекс ПФТС має більш інформативний характер для оперативного вивчення ринку цінних паперів спекулятивними торговцями, у той час як індекс УБ більше підходить для інституційних інвесторів, котрі вивчають довготривалі тенденції.

Різке падіння цін на фінансові активи, відображене індексами, примусило інвесторів, у тому числі іноземних, позбуватися цінних паперів, доходність яких уже не покривала ризики і, як наслідок, обсяги торгів у вересні-жовтні досягли історичного максимуму. Однак, після виходу інвесторів з ринку торговельна активність почала спадати: у січні-лютому 2009 року обсяг торгів на організованому фондовому ринку зменшився вдвічі з 2,8 млрд. грн. до 1,3 млрд. грн. За таких умов, скоротилася частка акцій у вільному обігу (показник free-float) та виникла загроза переміщення активності на неорганізований ринок, як це було і під час кризи 1998 року.

Водночас зменшилась і ринкова капіталізація вітчизняних акціонерних товариств. На кінець 2008 року емітенти Біржового списку ПФТС втратили 67,9 %, їх сукупна капіталізація зменшилась із 564,7 млрд. грн. до 181,28 млрд. грн. Знецінились кошти вкладені у цінні папери пенсійними фондами, кредитними спілками, страховими компаніями та комерційними банками.

З 2004 року ПФТС разом з інформаційним агентством Cbonds розраховують перші в Україні індекси корпоративних облигацій: ПФТС-Cbonds і ПФТС-Cbonds/TR. Динаміку цих двох індексів та обсяги торгів на цих сегментах представлено у табл. 2.12 – 2.13. Вейвлет-аналіз індексів ПФТС-Cbonds та ПФТС-Cbonds/TR підтвердив, що перший індекс значно в більшій мірі відображає спекулятивні коливання цін на корпоративні облигації, у той час як другий – загальну тенденцію до зростання сегменту боргових цінних паперів.

Індекс „ПФТС-Cbonds” демонструє незначне зменшення (1,02 %) цін на корпоративні облигації з терміном до погашення (найближчої офerti) до одного року (без врахування накопиченого купонного доходу) у період фінансової кризи. Це пов’язано, на нашу думку, із загрозою дефолтів за такими позиками. За даними інформаційного агентства Cbonds, в обігу знаходиться 1269 емісій гривневих облигацій 471 емітента на суму 61,052 млрд. грн. Дефолти, переважно – технічні, у період із серпня 2008 по березень 2009 року



оголошували 28 емітентів за випусками 93 емісії на 1,295 млрд. грн. [184].

Індекс „ПФТС-Cbonds/TR” використовується стратегічними інвесторами та характеризує умовну вартість індексного портфеля, що складається з корпоративних облігацій з терміном до погашення (найближчої оферти) до одного року, при цьому отримані процентні платежі одразу ж реінвестуються в той самий індексний портфель. Тому, попит на такі цінні папери у 2004-2009 роках стабільно зростає – 85 пунктів за п’ять років.

Зміна індексів у період фінансової нестабільності дозволяє зробити висновок про відповідність вітчизняних тенденцій світовим щодо зростання потреби у фіксованих, хоч і незначних за розмірами прибутках. Облігації стають вигідною альтернативою акціям. На даний момент прибутковість ОВДП зі строком погашення до 1 року перебуває в діапазоні від 25 до 32 % (з погашенням у кінці року) річних, прибутковість депозитів складає близько 18-21 %, якщо не брати банки з високим рівнем ризику. Прибутковість корпоративних позик коливається в широкому діапазоні, починаючи із 35 % річних [85].

Підсумовуючи усе вище сказане, можна виділити такі особливості функціонування організаторів торгів в Україні:

- частка організованого ринку є незначною порівняно з неорганізованим ринком, що особливо гостро проявляється у періоди фінансової нестабільності. Це, на нашу думку, є свідченням неготовності емітентів та інвесторів до купівлі-продажу цінних паперів виключно через організаторів торгів;

- чисельність існуючих фондових бірж є невиправданою для такого незначного з розміром ринку, що збільшує транзакційні витрати та ризику учасників ринку, створює умови для арбітражу, маніпулювання курсами цінних паперів, ускладнює нагляд і регулювання, а також знижує привабливість вітчизняного ринку;

- фондові біржі Росії та Польщі беруть участь у капіталі вітчизняних організаторів торгів і планують введення подвійних лістингів. Це з одного боку дає поштовх для розвитку вітчизняного ринку, а з іншого – виникає загроза виходу вітчизняних інвесторів та найбільш ліквідних цінних паперів на зарубіжні ринки;

- лише дві українських біржі – ПФТС та Українська біржа мають системи Інтернет-трейдингу, технічне забезпечення решти



бірж є застарілим, що не дозволяє їм опрацьовувати значні масиви даних та здійснювати торгівлю через ринок заявок, а не котирувань;

– умови для виходу на ринок індивідуальних інвесторів ще не склалися, навпаки – переміщення торгівлі цінними паперами на фондові біржі може зменшити обсяги залучених таким чином інвестицій;

– падіння вітчизняних фондових індексів відобразило світові тенденції до знецінення фінансових активів, зменшення обсягів капіталізації та частки акцій у вільному обігу (показник free-float).

Ще однією інституцією ринку цінних паперів, які активно розвивають організований сегмент фондового ринку є *торговці цінними паперами* (рис. 2.14).



Рис. 2.14. Динаміка чисельності торговців та обсягів виконаних договорів із цінними паперами у 2000-2008 роках [149]

Обсяги виконаних договорів у 2008 році порівняно з попереднім збільшилися на 17,12 % (129,11 млрд. грн.), в той час, як кількість суб'єктів господарювання, що здійснюють торгівлю цінними паперами, збільшилась на 4,6 % (36 торговців). Таким чином, простежується тенденція до зростання вартості виконаних

договорів у одного середньостатистичного торговця із 0,47 млрд. грн. у 2000 році до 1,084 млрд. грн. у 2008 році.

Найбільш активно торгівці здійснювали брокерську та дилерську діяльність, на яку припадає 98 % доходу посередника (рис. 2.15). Розвитку даного сегменту послуг сприятиме і впровадження закону „Про акціонерні товариства”. Згідно останнього, укладання договорів купівлі-продажу акцій публічного акціонерного товариства, яке пройшло процедуру лістингу на фондовій біржі, здійснюється лише на цій фондовій біржі [32 ст. 52]. Обіг цінних паперів на фондовій біржі можливий лише через торговців цінними паперами. Таким чином, за умови переміщення угод з неорганізованого на біржовий ринок зростуть і обсяги укладених договорів цих посередників.

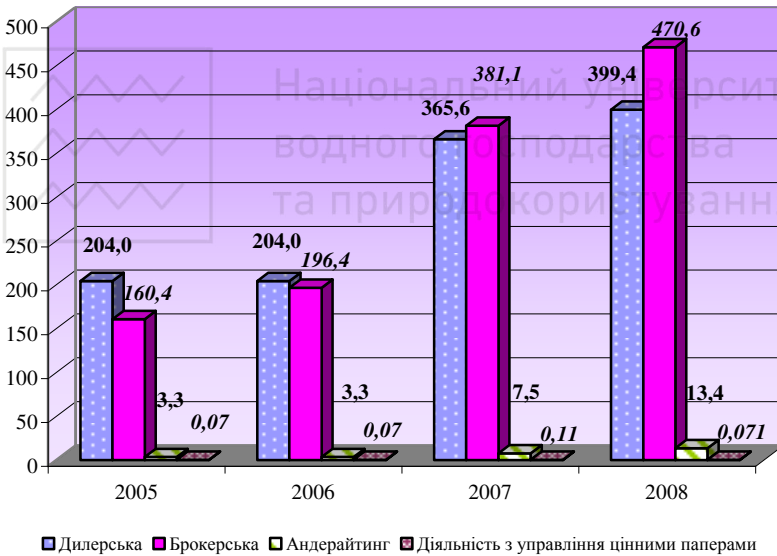


Рис. 2.15. Динаміка обсягів виконаних договорів торговцями цінних паперів за видами діяльності у 2005-2008 рр., млрд. грн. [149]

Більше, ніж втричі у 2008 порівняно з 2005 роком зросли обсяги угод із організації первинного розміщення цінних паперів (андеррайтингу). Однак, їх частка в загальному обсязі залишається



незначною – 1,5 %. Перепонами на шляху розвитку андеррайтингу, на нашу думку, є складність процедури розробки й обґрунтування організаційно-фінансових схем та механізмів випуску й розміщення цінних паперів. Розробка концепції обігу та проспекту емісії передбачає організацію „due dilligence”, тобто перевірки інформації про фінансовий стан контрагента, його головних акціонерів, наявності заборгованостей та обтяжень майна.

Дана процедура є неможливою за існуючого депозитарного забезпечення, зокрема, наявності обмежень на отримання вище згаданої інформації зацікавленими компаніями та самими андеррайтерами. Ускладнює процедуру і мотивація інсайдерів, які намагаються максимально зберегти контроль над акціонерним товариством, уникаючи схем розміщення за допомогою фінансових посередників.

Зменшення обсягів укладених угод з управління цінними паперами у 2008 році (на 39 млн. грн.) зумовлено негативними явищами фінансового сектору України. У зв'язку з падінням курсу цінних паперів та зменшенням капіталізації знецінились портфелі сформовані за рахунок цінних паперів, а випереджаючі темпи інфляції зменшують доходність таких вкладень.

Загалом, можна виділити наступні особливості розвитку торговців цінними паперами:

- про активний розвиток цього виду посередників свідчать зростання обсягів угод з цінними паперами укладених одним торговцем;

- основними видом діяльності торговців залишаються брокерсько-дилерські послуги, розвитку цього виду діяльності сприятиме і введення в дію закону „Про акціонерні товариства”;

- недосконалість існуючого депозитарного забезпечення та непрозорість вітчизняних акціонерних товариств значною мірою сповільнює розвиток послуг з організації розміщення цінних паперів;

- падіння цін та зменшення капіталізації негативно вплинули на обсяги угод з управління цінними паперами.

Слід зазначити, що найбільших втрат від фінансової кризи зазнали *компанії з управління активами (КУА)*, діяльність яких залежить від інститутів спільного інвестування (ІСІ) та



недержавних пенсійних фондів (НПФ), управління якими вони здійснюють.

До початку кризових явищ на ринку складалася дуже сприятлива ситуація для керуючих компаній. По-перше, привабливою була висока доходність інвестицій в акції, нерухомість та землю. По-друге, більшість населення є не здатним самостійно інвестувати значні суми в цінні папери та нерухомість [212]. Тому інвестиційні фонди досить швидко заповнили нішу посередників між дрібними інвесторами та ринком. Починаючи з 2003 року їх чисельність стабільно зростала, збільшуючись в середньому на 69,72 % (див. рис. 2.1 розділ 2.1).

Із введенням в дію 1 січня 2004 року Закону України „Про недержавне пенсійне забезпечення” на ринку з’явився ще один учасник, право на управління активами якого мають КУА – недержавні пенсійні фонди. Активну діяльність із залучення вкладників і учасників та формування пенсійних активів у 2008 році здійснювали 92 недержавних пенсійних фонди.

Активи інститутів спільного інвестування більше, ніж на 60 % складаються з цінних паперів. Із початком кризових явищ на фондовому ринку найбільшого падіння зазнали, частка яких станом на 31.12.2008 р. у структурі активів відкритих ІСІ становила 19,66 %, інтервальних – 29,68 %, закритих – 50,21 %. Як результат активи усіх ІСІ-учасників Української асоціації інвестиційного бізнесу у 2008 році зменшились (рис. 2.16). Тому більшість компаній з управління активами ІСІ завершили 2008 рік із збитками. Одна з найбільш успішних КУА – відкрите акціонерне товариство „КІНТО” прозвітувала про чистий збиток у розмірі 7,714 млн. грн. (у попередньому році чистий прибуток склав 58,501 млн. грн.) [28].

Недержавні пенсійні фонди сформували свої активи з акцій всього на 9 % (рис. 2.17), таким чином їх знецінення було значно меншим і у четвертому кварталі 2008 року, порівняно з аналогічним періодом 2007 – зменшились на 13,3 %. Як результат, діяльність КУА цих фондів за підсумками 2008 року була менш збитковою. Приміром, ЗАТ „Компанія з управління активами та адміністрування пенсійних фондів „Довіра-Капітал” у 2008 році зазнала збитку на 86 тис. грн., у той час як чистий прибуток 2007 року становив 194 тис. грн. [28].



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Підсумовуючи усе вище сказане, варто наголосити на таких особливостях діяльності компаній з управління активами:

– активність цих посередників на фондовому ринку у значній мірі залежить від розвитку інститутів спільного інвестування та недержавних пенсійних фондів, управління активами яких вони здійснюють;

– негативні явища, спричинені фінансовою кризою, найбільш сильно знецінили фінансові активи ІСІ, внаслідок чого КУА цих компаній зазнали збитків. Активи недержавних пенсійних фондів мають значно меншу частку цінних паперів, а відтак і знецінились у меншій мірі.

Згідно нової редакції Закону України „Про цінні папери та фондовий ринок” діяльність із *ведення реєстру, зберігання та депозитарна діяльність* віднесені до одного виду професійної діяльності на фондовому ринку – „депозитарна діяльність” [45]. Таким чином законодавчо закріплювались тенденції до перерозподілу сфер впливу трьох професійних учасників фондового ринку реєстраторів, зберігачів (нижній рівень) та депозитаріїв (верхній рівень). Однак, згідно нещодавно прийнятого закону „Про акціонерні товариства” у дворічний термін передбачається переведення документарної форми акцій у бездокументарну [32]. Отже, після приведення діяльності акціонерних товариств відповідно до закону та знерухомлення цінних паперів, реєстратори припинять своє існування. Навіть слово “реєстратор” у тексті законодавчих актів [39] в усіх відмінках і формах числа передбачається виключити або замінити на „зберігачі” чи „депозитарні установи” [135].

Інституція реєстраторів виникла внаслідок масової приватизації. Саме реєстратори виступили найбільш простою доступною та масовою формою обліку прав власності, яка за умови еволюційного розвитку фондового ринку залишалася технологічною та відносно надійною. Паралельно, хоча і значно меншими темпами, розвивається мережа зберігачів цінних паперів (рис. 2.18).

Проблемою, на наше переконання, є також відсутність чітко обумовленого механізму передачі реєстрів. У роз’ясненні до прикінцевих положень закону [161] ДКЦПФР лише вказуються строки знерухомлення цінних паперів і не прописано жодного організаційного механізму цієї процедури. Майже на 11,86 млн. особових рахунках у реєстроутримувачів станом на 01.01.2008 р.

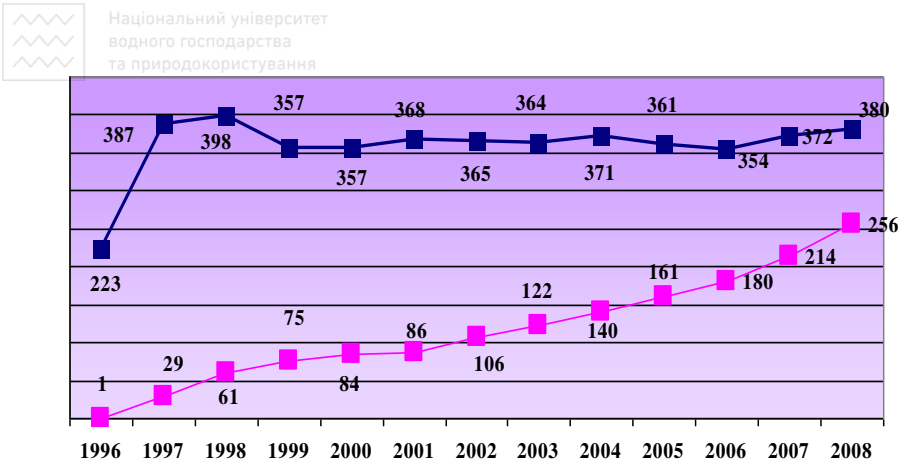


Рис. 2.18. Динаміка зміни кількості реєструючих та зберігачів в Україні за 1996-2008 рр.

Примітка: Побудовано авторами на основі [149].

обліковувалось 814,31 млрд. іменних цінних паперів загальною номінальною вартістю 193,31 млрд. грн. Ще 278 емітенти здійснювали ведення реєстрів самостійно. Вважаємо, що відсутність чіткої процедури знерухомилення цінних паперів може викликати зростання чисельності порушень прав акціонерів, а також рейдерських захоплень.

Неузгодженою є реалізація даного положення закону „Про акціонерні товариства” із проектом закону „Про систему депозитарного обліку цінних паперів”. Згідно останнього, виключним повноваженнями Центрального депозитарію є „складення реєстрів власників іменних цінних паперів, зняття контрольних копій з реєстрів в електронній формі та забезпечення їх подальшого зберігання” [135, ст.5]. Запропонована емітентам процедура передбачає: спершу знерухомилення цінних паперів у зберігачів (включаючи плату за послуги) та подальшу передачу реєстрів центральному депозитарію (включаючи плату за укладання договору та зберігання). За таких умов збільшуються транзакційні витрати та витрати на адміністрування емітентів, а також зростає ймовірність викривлення інформації реєстрів та технічних помилок (зважаючи на відсутність діючої системи електронного обміну інформацією).



Передчасним, на нашу думку, є руйнування низового рівня депозитарної системи без створення і налагодження функціонування Центрального депозитарію України. Створення останнього є вимогою часу і дозволить вирішити проблемні питання функціонування Національної депозитарної системи, пов'язані з обігом цінних паперів, що належать нерезидентам; обігом цінних паперів, що належать інституційним інвесторам; порядком здійснення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів, вчинених на організаторах торгівлі; порядком виникнення, зміни, передачі та припинення прав за цінними паперами; строками реєстрації прав на цінні папери, порядком їх реалізації [15].

На сьогоднішній день в Україні функціонують три депозитарії: ВАТ „Міжрегіональний фондовий союз” (МФС), на який припадає понад 85 % цінних паперів, що обслуговуються депозитаріями та депозитарними установами; ВАТ „Національний депозитарій України” (НДУ) та депозитарій Національного банку України. Розпочато створення ВАТ „Всеукраїнський депозитарій цінних паперів депозитарій” (ВДЦП), однак ліцензії на ведення депозитарної діяльності на даний час він ще не отримав.

Протягом 2005-2008 років проводилась активна робота з підготовки організаційного та законодавчого забезпечення створення Центрального депозитарію цінних паперів шляхом реорганізації ВАТ „Національного депозитарію України” (НДУ) та ВАТ „Міжрегіональний фондовий союз”(МФС). У квітні 2008 року було навіть підписано протокол про наміри щодо створення Центрального депозитарію. Проте цей варіант приєднання МФС до НДУ не було реалізовано, головним чином через суттєву різницю у розмірах статутних фондів (табл. 2.5).

Злиття, при якому можна не враховувати розміри статутних капіталів, а прив'язуватися до активів, також вважаємо малоюмовірним. Оскільки незрозуміло, які саме активи враховувати: активи власне депозитаріїв чи активи у вигляді цінних паперів, обслуговування яких вони здійснюють [172]. ВАТ „Національний депозитарій України” випереджає ВАТ „Міжрегіональний фондовий союз” за розміром статутного капіталу та за розміром скупних активів. За показниками, що характеризують депозитарну діяльність (обсяг цінних паперів, чисельність учасників-клієнтів), явним лідером є МФС.



**Порівняльна характеристика депозитарної діяльності ВАТ
„Національного депозитарію України” та ВАТ
„Міжрегіонального фондового союзу” станом на 01.01.2009 року**

Найменування показника	МФС	НДУ
Зареєстрований статутний фонд, млн. грн.	4,365	30,000
Обліковуються цінні папери номінальною вартістю, млн. грн.	307000	8 937
Документрана форма, випусків	3996	5
загальною номінальною вартістю, млн. грн.	60000	847,27
Бездокументарна форма, випусків	4594	96
загальною номінальною вартістю, млн. грн., у т.ч.:	247000	8000
акції	66000	2 167
облігації	94000	3 408
інвестиційні сертифікати	86000	2 495
сертифікати ФОН	752	17,4
Клієнти		
Кількість емітентів	3062	55
Кількість зберігачів	265	59
з них банків	125	39
Торговців	140	20
Кількість депозитаріїв-кореспондентів депозитарію	1	4
Партнери		
Кількість організаторів торгівлі - партнерів депозитарію	10	1
Кількість реєстраторів та емітентів цінних паперів, що ведуть системи реєстрів, у яких депозитарій МФС є номінальним утримувачем	494	5
Цінні папери, зараховані на кореспондентський рахунок Національного депозитарію в іноземній депозитарній установі, випусків	-	2
загальною номінальною вартістю, млн. грн.	-	1,57
Фінансова звітність		
Сукупні активи, на кінець року, тис. грн. у т.ч.:	25 699	76384
необоротні активи	18 033	56259
Оборотні активи	7 652	20075
Чистий прибуток за звітний період, тис. грн.	2782	-285

Примітка: Складено авторами на основі [146, 147].



Зважаючи на публічний конфлікт акціонерів та власників депозитаріїв, неможливим є і варіант, коли один депозитарій стає дочірньою структурою іншого. Таким чином, існуючі відмінності в обсягах депозитарних послуг, статутному капіталі та політиці акціонерів унеможливають створення Центрального депозитарію шляхом об'єднання НДУ та МФС.

Більш дієвим, на нашу думку, є варіант створення Центрального депозитарію на основі ВАТ „Всеукраїнський депозитарій цінних паперів” (ВДЦП). Він був заснований 14 лютого 2008 р. Національним банком України та приватними учасниками ринку. Вже 27 лютого 2009 року акціонери депозитарію „Міжрегіональний фондовий союз” (МФС) прийняли рішення про об'єднання зі „Всеукраїнським депозитарієм цінних паперів” в єдину депозитарну установу. На загальних зборах була затверджена схема злиття депозитаріїв, яка передбачає купівлю ВДЦП майнового комплексу МФС.

Таким чином, новостворений депозитарій володітиме необхідним розміром статутного капіталу (більше 80 млн. грн.), визначеним у проекті закону „Про систему депозитарного обліку цінних паперів”. Відповідатиме він і вимогам щодо структури капіталу Центрального депозитарію, акціонерами якого повинні бути: держава, Національний банк України, а також депозитарні установи та фондові біржі. При цьому, частка одного акціонера разом з пов'язаними особами у статутному капіталі не повинна перевищувати 5 %, а держави разом з Національним банком України – 50 % [135, ст.5].

Як бачимо на рисунку 2.19, ні структура капіталу ВАТ „Міжрегіональний фондовий союз”, ні ВАТ „Національний депозитарій України” не відповідали цим вимогам.

Передбачається, що після завершення об'єднання Національному банку належатиме 25 % статутного капіталу ВДЦП. Решта – належатимуть приватним компаніям, включаючи комерційні банки, торговців цінними паперами та організаторів торгів. Визначальним на даному етапі є те, що більшість акціонерів ВАТ „Всеукраїнський депозитарій цінних паперів” володіють акціями ВАТ „Міжрегіональний фондовий союз” (табл. 2.6).



Національний університет
водного господарства
та природокористування

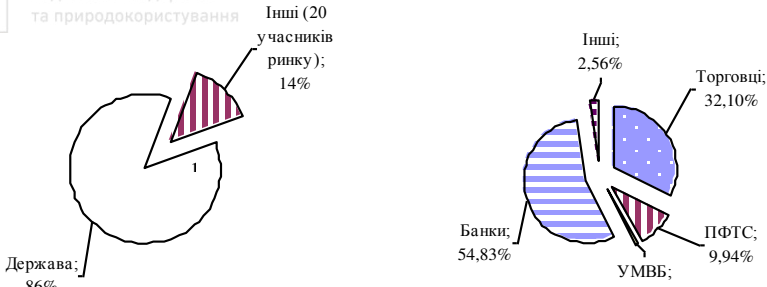


Рис. 2.19. Розподіл статутного фонду ВАТ „Національний депозитарій України” та ВАТ „Міжрегіональний фондовий союз” станом на 01.01.2009 р.

Примітка: Побудовано авторами на основі даних [28].

Сформований таким чином, статутний капітал депозитарію сприятиме захисту інтересів держави, комерційних банків, торговців та фондових бірж. Участь Національного банку дозволить зберегти контроль за обігом державних цінних паперів, які згодом буде передано ВДЦП. У той же час, НУБ буде забезпечено можливість реалізації монетарної політики.

Вважаємо, що завершення злиття ВДЦП і МФС дозволить розпочати процес приєднання ВАТ „Національного депозитарію України”. Така послідовність, насамперед, дозволить вирішити питання кодифікації цінних паперів під час приєднання НДУ до Центрального депозитарію. Проектом закону передбачено, що „акціонери (учасники) існуючих депозитаріїв, у тому числі акціонери *Національного депозитарію України**, за погодженням з іншими засновниками Центрального депозитарію можуть оплатити акції, які розміщуються під час заснування Центрального депозитарію майном, отриманим у результаті *ліквідації** існуючих депозитаріїв” [135, розділ 6, п.1.].

Загалом можна виділити наступні переваги створення Центрального депозитарію на основі ВДЦП:

– сформований таким чином статутний фонд депозитарію у декілька разів перевищує за капітали існуючих депозитаріїв, це дозволить розширити можливості технічного забезпечення депозитарію та забезпечити якість послуг, що ним надаються;

* виділено авторами



Структура акціонерного капіталу ВАТ „Всеукраїнський депозитарій цінних паперів” та ВАТ „Міжрегіональний фондовий союз”

Найменування юридичної особи засновника та/або учасника	Відсоток акцій, які належать засновнику та/або учаснику (від загальної кількості)	
	ВДЦП	МФС
Національний банк України	25,00	-
ВАТ „Київська міжнародна фондова біржа”	-	0,28
Сукупна частка акціонерів, що володіють акціями обох депозитаріїв	60	36,35
ЗАТ „Українська міжбанківська валютна біржа”	3,75	0,57
Дочірнє підприємство „Фондова біржа ПФТС”	1,0	9,64
Акціонерно-комерційний банк соціального розвитку „Укрсоцбанк”	2,75	5,97
ВАТ „Райффайзен Банк Аваль”	3,75	0,57
ВАТ комерційний банк „Надра”	3,75	0,57
ВАТ „Кредитпромбанк”	3,75	0,57
ВАТ Акціонерний банк „Південний”	3,75	0,57
ВАТ „Державний ощадний банк України”	3,75	6,25
ЗАТ комерційний банк „ПриватБанк”	3,75	5,97
Акціонерний банк „ІНГ Банк Україна”	3,75	0,57
АКІБ „УкрСиббанк”	3,75	1,70
ВАТ „РОДОВІД БАНК”	3,75	0,57
ВАТ „Банк „Фінанси та Кредит”	3,75	0,57
ЗАТ „ОТП Банк”	3,75	0,57
Акціонерний комерційний банк „Форум”	3,75	0,57
ВАТ „Державний експортно-імпортний банк України”	3,75	0,57
ВАТ „СЕБ Банк”	3,75	0,57
Інші	15	63,1
ВСЬОГО	100	100

Примітка: Складено авторами на основі [146; 147].

– участь у капіталі ВДЦП Національного банку, комерційних банків, торговців та фондових бірж сприятиме задоволенню інтересів широкого кола учасників ринку;

– після приєднання ВАТ „Міжрегіональний фондовий союз”,



новостворений депозитарій володітиме найбільшою часткою ринку, що значно спростить процедуру передачі даних до Центрального депозитарію;

– приєднання ВАТ „Національний депозитарій України” останнім дозволить забезпечити неперервність процедури кодифікації цінних паперів.

Водночас існує ряд перепон на шляху створення ефективної системи депозитарного обліку в Україні. Насамперед це стосується проекту закону „Про систему депозитарного обліку цінних паперів”.

Перш за все, не відповідає принципу „прозорості” положення проекту закону щодо надання реєстру власників іменних цінних паперів лише особам, які володіють менш як 10 відсотками акцій емітента (п.2, ст.14) Таким чином, порушуються не лише права міноритарних акціонерів, а й створюються перепони для здійснення процедури первинного публічного розміщення акції (ІРО), котра передбачає ретельне вивчення бізнесу компанії-емітента.

Потребують уточнення і положення, що стосуються створення Центрального депозитарію. Вже сама процедура ліцензування його діяльності (п. 1, ст.5), на наш погляд, не має сенсу, оскільки неможливо припинити її дію або відізвати у нього ліцензію. Сумнівним, з точки зору виключності діяльності Центрального депозитарію, є й можливість виступати засновником та бути учасником інших юридичних осіб (п. 2, ст. 5).

Зважаючи на викладене, можна виділити наступні обмеження розвитку депозитарної системи України:

– враховуючи чисельність реєстраторів, умови для руйнування низового рівня депозитарної системи ще не склалися;

– розвиток технічного забезпечення депозитарної діяльності вимагає поступового знерухомилення цінних паперів та переведення реєстрів власників іменних цінних паперів до зберігачів чи до депозитарію;

– між вже діючими депозитаріями існує протистояння, що унеможливує будь-які способи їх одночасного об’єднання в єдиний Централізований депозитарій;

– законодавчі ініціативи з цього питання є досить суперечливими (обмеження надання реєстру власників іменних цінних паперів, ліцензування діяльності Центрального депозитарію,



можливість виступати засновником та бути учасником інших юридичних осіб);

– депозитарне законодавство потребує вдосконалення і в частині узгодження нормативних актів між собою (проекту ЗУ „Про систему депозитарного обліку цінних паперів”, ЗУ „Про акціонерні товариства”).

Загалом, діяльність посередників, як і емітентів та інвесторів, в значній мірі залежить від регуляторного впливу державних та недержавних інституцій, сучасні тенденції розвитку яких розкрито в наступному розділі.

2.3. Характеристика процесів державного регулювання ринку цінних паперів

Інституційне забезпечення реалізації єдиної державної політики розвитку і функціонування ринку цінних паперів України здійснюється спеціалізованими **державними та недержавними інституціями фінансового ринку**. Державне регулювання насамперед провадять Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг і Національний банк України. Недержавне регулювання забезпечують саморегулівні організації.

Згідно із міжнародними угодами, підписаними Україною, діяльність спеціалізованих державних регуляторів повинна відповідати принципам, визначеним регуляторами, що мають наднаціональний статус. Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO) пропонує вимоги, якими повинна керуватися Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Міжнародна асоціація органів нагляду за страховою діяльністю (IAIS) формує вимоги до Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг. Базельський комітет визначає принципи регулювання для Національного банку України (табл. 2.7).



**Вимоги до українських регуляторів ринку цінних паперів
від міжнародних фінансових організацій**

Вимоги, встановлені міжнародною організацією		
Міжнародною організацією комісії з цінних паперів (IOSCO)	Міжнародною асоціацією органів нагляду за страховою діяльністю (IAIS)	Базельським комітетом з питань банківського нагляду
обов'язки органу нагляду повинні бути чітко і об'єктивно задекларовані;	органу нагляду є операційно незалежним та відповідальним за виконання своїх функцій і використання повноважень;	обов'язки та завдання повинні бути чітко сформульовані для кожного органу, який бере участь у нагляді за банківськими організаціями;
орган нагляду повинен бути операційно незалежним та відповідальним за належне виконання своїх функцій та використання повноважень;		орган нагляду повинен володіти операційною незалежністю та достатніми ресурсами;
орган нагляду повинен мати достатні повноваження, належні ресурси та бути здатним виконувати свої функції і використовувати повноваження;	повинен мати достатні повноваження, правовий захист та фінансові ресурси для здійснення своїх функцій та використання повноважень;	повинен володіти повноваженнями перевіряти відповідність законам та вимогам надійної та безпечної банківської діяльності, а також правовою захищеністю наглядовців;
орган нагляду повинен запровадити чіткі та послідовні регуляторні процеси;	орган нагляду наймає на роботу та здійснює підготовку фахівців і утримує достатню кількість персоналу, що відповідає високим професійним стандартам;	необхідною є належна законодавча база банківського нагляду, включно з положеннями стосовно надання відповідних дозволів на діяльність банківських організацій та постійний нагляд за ними;
персонал органу нагляду повинен діяти у відповідності з найвищими професійними стандартами, включно з виконанням вимог до конфіденційності;	персонал органу нагляду забезпечує збереження конфіденційності інформації;	мають бути запроваджені процеси обміну інформацією між наглядовими органами та захисту конфіденційності такої інформації.

Примітка: Складено авторами на основі [86, с.11].



Жоден з українських регуляторів не відповідає зазначеним принципам, насамперед, вимогам незалежності, котра визнається пріоритетною трьома міжнародними організаціями. Така незалежність абсолютно необхідна для того, щоб діяльність регулятора була ефективною і результативною, а отже, щоб регулятор відігравав належну роль у забезпеченні участі фінансового сектора в економічному зростанні через підтримання фінансової стабільності. Регулятор повинен мати здатність розробляти регуляторну політику, запроваджувати відповідні вимоги та положення і вимагати їхнього виконання без надмірного втручання. Рішення регулятора повинні спиратися на об'єктивні критерії та бути орієнтовані на виконання завдань фінансового регулювання, як вони визначені у законодавстві [86, с.13-15].

Існує цілий ряд характерних ознак відсутності незалежності регуляторів. Приміром, ДКЦПФР, як державний орган, є підзвітним Верховній Раді, Голова та члени ДКЦПФР призначаються і звільняються Кабінетом Міністрів України [37; 44]. Сюди належать і труднощі, які виникають в результаті обмеженості повноважень щодо правозастосування, а також те, що навіть коли вживаються відповідні заходи впливу, такі рішення можуть неодноразово оскаржуватися в суді [87].

Ще однією складовою незалежності є повноваження визначати плату за ліцензування, накладати штрафи та складати бюджет. За цією вимогою Національний банк має вищий рівень незалежності порівняно з іншими регуляторними органами, оскільки він має свій власний дохід, хоча його використання і має бути в межах затвердженого кошторису, а надлишок коштів в кінці року повертається до бюджету. В той же час, ДКЦПФР та ДКРРФП фінансуються виключно із державного бюджету в межах затверджених кошторисів, що порушує вимогу незалежності небанківських регуляторів.

Одним із шляхів підвищення незалежності спеціалізованих державних інституцій вважається створення *Єдиного фінансового регулятора України* на основі об'єднання Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг та Національного банку України [29; 86; 87]. Запропонований авторами монографії організаційну структуру єдиного фінансового регулятора України



представлено на рис. 2.20. З метою виявлення можливостей такого об'єднання нами було проведено аналіз повноважень та структури зазначених інституцій.

Регуляторний вплив *Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР)* відрізняється від аналогічної діяльності інших органів тим, що вона здійснює регулювання ринку цінних паперів безпосередньо, тобто не делегуючи повноважень іншим державним органам. На постійній основі приймає законодавчі акти з питань діяльності учасників ринку цінних паперів; регулює випуск та обіг цінних паперів, визначає права та обов'язки учасників ринку цінних паперів, встановлює правила і стандарти здійснення операцій та видає ліцензії на здійснення професійної діяльності на ринку; контролює системи ціноутворення, діяльність осіб, які обслуговують випуск й обіг цінних паперів та достовірність інформації, що надається емітентами та учасниками ринку цінних паперів, контролюючим органам. Організаційна структура Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України представлені на рис. 2.21.

Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг (ДКРРФП) розробляє і затверджує нормативно-правові акти, веде реєстрацію, ліцензування та моніторинг, встановлює нормативи достатності капіталу та інші обмеження, здійснює контроль за діяльністю компаній з управління активами страхових компаній, недержавних пенсійних фондів та інвестиційних компаній, що виступають інституційними інвесторами фондового ринку. Організаційна структура Державної комісії з регулювання фінансових послуг України представлена на рис. 2.22.

З метою координації діяльності державних органів з питань функціонування ринку цінних паперів у складі Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку створюється Координаційна рада. До її складу входять керівники державних органів, що у межах своєї компетенції здійснюють контроль або інші функції управління щодо фондового ринку та інвестиційної діяльності в Україні. Очолює Експертно-координаційну раду Голова ДКЦПФР [37, ст. 5].

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку і Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг є дуже подібними. Центральний апарат обох регуляторів складається з департаментів та управлінь. Територіальні управління обох комісій



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування

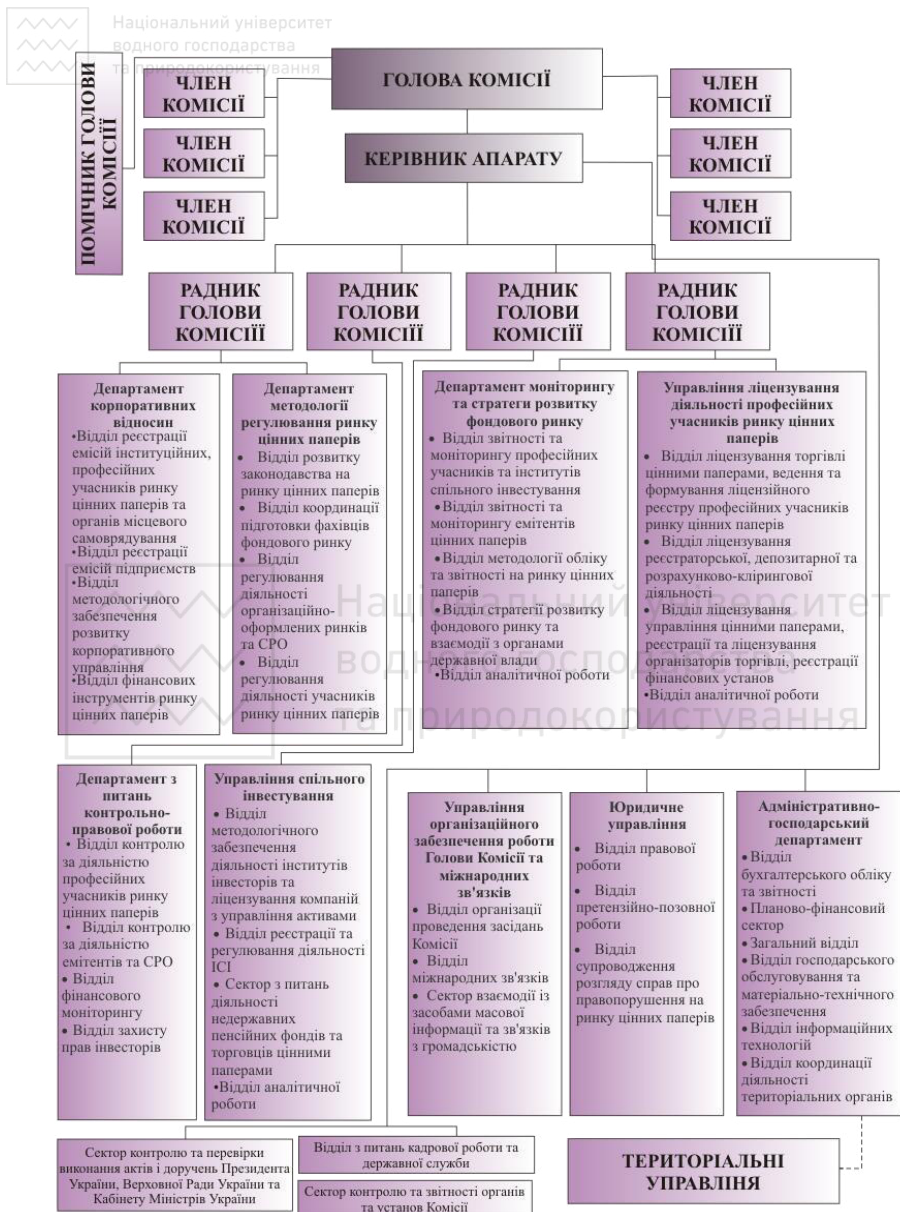


Рис. 2.21. Організаційна структура Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України

Примітка: Побудовано авторами на основі [149].



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування

не мають статусу юридичної особи і діють відповідно до положень, затверджених комісіями. ДКЦПФР утворюється у складі голови комісії, заступника голови та трьох членів комісії, а ДКРРФП – шести членів та голови комісії. Термін повноважень голів та членів обох комісій однаковий і складає сім років. Вони являються колегіальними органами, формою роботи яких є засідання. Засідання проводяться за рішенням голови комісії в міру необхідності, але не рідше одного разу на місяць і є правомочним, якщо на ньому присутні не менше чотирьох осіб ДКЦПФР та не менше п'яти – для ДКРРФП. Рішення обох комісій вважається прийнятим, якщо за нього віддано більшість голосів.

В даний час суттєво змінюється законодавче забезпечення діяльності обох комісій. Згідно рішень Конституційного Суду України №3-рп/2008 від 01.04.2008 р.[162] та №19-рп/2008 від 02.10.2008 р.[163] втратили чинність як такі, що є неконституційними положення щодо:

- затвердження Президентом України складу Координаційної ради та Положення про Координаційну раду ДКЦПФР;
- підпорядкування Президенту України Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг;
- призначення та звільнення Президентом України Голови та членів обох комісій;
- затвердження Президентом України Положення про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку та Положення про Державну комісію з регулювання ринків фінансових послуг (табл. 2.8).

Таким чином, документи, що визначають повноваження та порядок роботи обох регуляторів, втратили чинність. Тому найближчим часом Кабінету Міністрів України необхідно повторно затвердити ці документи, а Верховній Раді внести відповідні зміни до законів „Про державне регулювання ринку цінних паперів” та „Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг”.

Національний банк України регулює випуск та викуп цінних паперів комерційними банками, їх інвестування у цінні папери інших емітентів, надання послуг із зберігання, андеррайтингу та торгівлі цінними паперами. Крім того, для регулювання курсу



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



гривні щодо іноземних валют НБУ купує і продає цінні папери, встановлює і змінює ставку рефінансування та застосовує інші інструменти регулювання грошової маси в обігу [40].

Законом України „Про Національний банк України” передбачено більш складну структуру центрального апарату, що обумовлено визначальною функцією Національного банку у забезпеченні стабільності грошової одиниці України, на виконання якої НБУ сприяє дотриманню стабільності банківської системи, а також, у межах своїх повноважень, - цінової стабільності. Керівними органами Національного банку є Рада Національного банку України та Правління Національного банку України (рис. 2.23).

Рада Національного банку дає оцінку діяльності Правління щодо виконання основних засад грошово-кредитної політики та з інших питань, рішення з яких є обов'язковими для Правління НБУ. До складу Ради Національного банку входять чотирнадцять членів. Строк їх повноважень – сім років. Голова Ради обирається Радою строком на три роки. Члени Ради Національного банку здійснюють свої функції на громадських засадах, їм оплачуються витрати, понесені у зв'язку із виконанням повноважень відповідно до Регламенту Ради НБУ. Засідання Ради проводяться не рідше одного разу на квартал і є правомочними за наявності не менше десяти членів ради. Матеріали засідань Ради Національного банку оформлюються у вигляді протоколів та рішень, котрі приймаються простою більшістю голосів присутніх. Рада має право застосовувати відкладальне вето щодо рішень Правління Національного банку [40].

Правління Національного банку через відповідні монетарні інструменти та інші засоби банківського регулювання забезпечує реалізацію грошово-кредитної політики і здійснює управління діяльністю Національного банку. Очолює Правління Голова НБУ. Він призначається на посаду більшістю від конституційного складу Верховної Ради України за поданням Президента України строком на п'ять років. Голова Національного банку має одного першого заступника та трьох заступників, які призначаються та звільняються ним за погодженням з Радою. Кількісний та персональний склад Правління НБУ затверджується Радою за поданням Голови. Члени Правління можуть брати участь в роботі Ради Національного банку з правом дорадчого голосу [40].



Як бачимо, організація роботи, структура та фінансове забезпечення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку і Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг є дуже схожими. У той же час Національний банк за вказаними показниками значно відрізняється від обох комісій. Це зумовлено тим, що окрім регулювання діяльності учасників фінансового сегменту, НБУ забезпечує стабільність грошової одиниці України. Тому вважаємо за потрібне дослідити більш детально саме діяльність ДКЦПФР та ДКРРФП.

Чисельність працівників центрального апарату обох комісій суттєво не відрізняється (рис. 2.24). Територіальні управління Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку розміщені у всіх обласних центрах України. Штатна чисельність працівників відокремлених підрозділів ДКЦПФР становить 450 осіб.

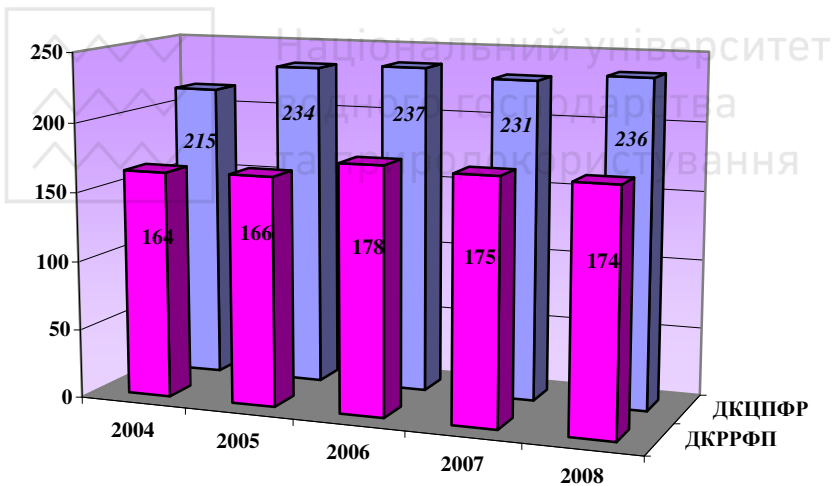


Рис. 2.24. Зміна облікової чисельності працівників центрального апарату небанківських регуляторів у 2004-2008 роках

Примітка: Побудовано авторами на основі [148, 149].

Управління Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг – лише у восьми: Києві (регулює діяльність учасників ринку Київської, Житомирської, Черкаської та Чернігівської областей),

Дніпропетровську (Дніпропетровської, Запорізької та Кіровоградської областей), Донецьку (Донецької та Луганської областей), Харкові (Харківської, Сумської та Полтавської областей), Львові (Львівської, Закарпатської та Волинської областей), Одесі (Одеської, Херсонської та Миколаївської областей), Тернополі (Тернопільської, Чернівецької, Івано-Франківської, Хмельницької, Вінницької та Рівненської областей), Севастополі (Автономній Республіці Крим). Штатна чисельність працівників підрозділів ДКРРФП у п'ять разів менша і становить 90 осіб. Випереджаючими темпами порівняно із чисельністю працівників зростають і витрати на оплату праці (рис. 2.25).

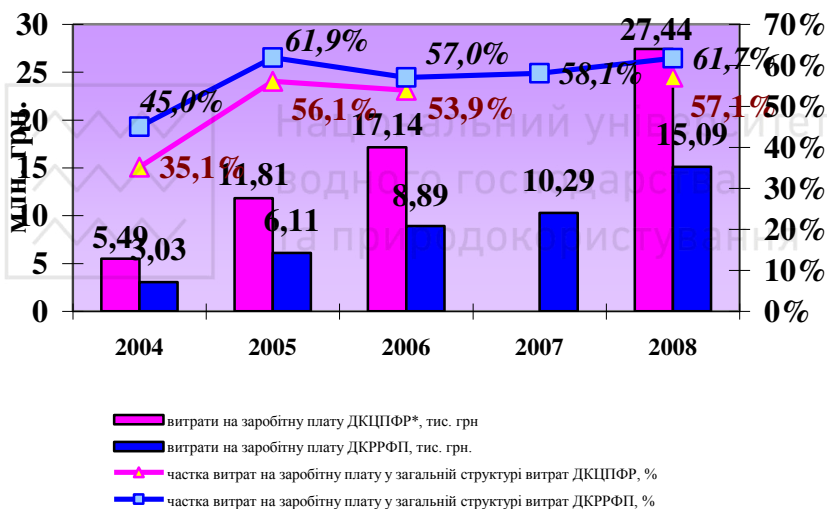


Рис. 2.25. Зміна витрат на зарплату та їх частки у загальних витратах у 2004-2008 роках

*ДКЦПФР Звіт про використання бюджетних коштів за 2007 рік не оприлюднила

Примітка: Розраховано та побудовано авторами на основі [148, 149].

Дещо меншу частку витрат на оплату праці в загальній сумі витрат Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку можна пояснити більшими капітальними витратами (6,9 %) та



оплатою комунальних послуг розвиненої мережі територіальних управлінь регулятора (рис. 2.26).

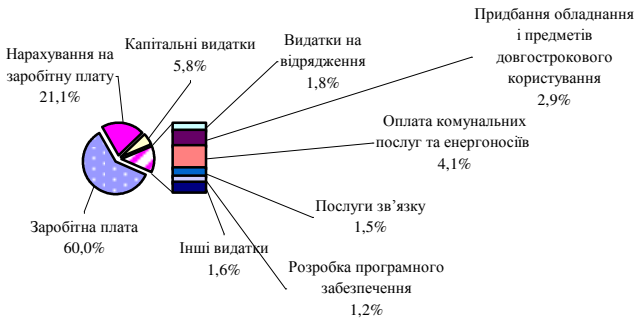


Рис. 2.26. Структура видатків Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку у 2008 році, %

Примітка: Побудовано авторами на основі [149].

Суттєві частки витрат на відрядження (1,8 %) та послуги зв'язку (1,5 %) Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг обумовлені віддаленістю відокремлених підрозділів від об'єктів регулювання на місцях (рис. 2.27).

Обидві комісії активно залучають кошти на закупівлю обладнання та розробку програмного забезпечення. Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку у 2008 році впроваджено в експлуатацію автоматизовану систему „Реєстр ліцензованих учасників фондового ринку”, в межах якої функціонує система формування та подання інформації заявниками в електронному вигляді для отримання ліцензії за допомогою засобів Інтернет. Це підвищило рівень оперативності вирішення питань, пов'язаних із видачею ліцензій та доступом громадян до інформативних матеріалів, розмішених у відповідних розділах веб-порталу щодо напрямків та умов професійної діяльності на ринку цінних паперів. Продовжуються роботи щодо створення Інформаційно-аналітичної систем формування Державного реєстру випусків цінних паперів. На створення системи моніторингу фондового ринку у 2008 році ДКЦПФР витратила 1,0 млн. грн. (2,1 %).



Національний університет
водного господарства
та природокористування

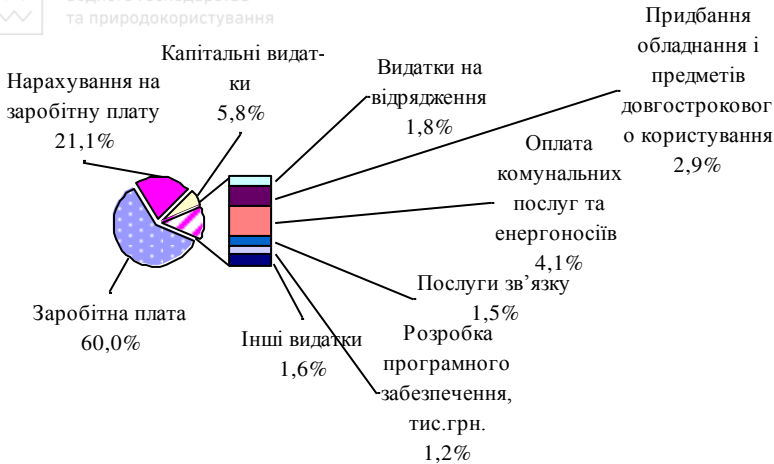


Рис. 2.27. Структура видатків Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг у 2007 році, %

Примітка: Побудовано авторами на основі [148].

Відповідно до укладеного Меморандуму між Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку і Проектом USAID „Розвиток ринків капіталу” здійснюється співробітництво щодо розроблення та впровадження Електронної системи комплексного розкриття інформації емітентами цінних паперів (ЕСКРІН), у межах якого функціонує веб-сайт Пілотного проекту та запроваджується система використання електронного цифрового підпису. Визначено тимчасовий акредитований центр сертифікації ключів для надання послуг електронного цифрового підпису учасникам другого етапу Пілотного проекту розкриття інформації емітентами цінних паперів.

З метою підвищення якості технічного забезпечення протягом 2008 року було розроблено, доопрацьовано та схвалено проект Положення про сертифікацію програмних продуктів на фондовому ринку. Проект містить організаційні заходи для забезпечення реалізації ДКЦПФР повноважень щодо сертифікації програмного забезпечення на фондовому ринку. Відповідно до проекту розроблено структуру реєстру програмних продуктів, які використовуються на фондовому ринку [136].



На базі інструментального комплексу для створення та експлуатації інформаційних систем Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України у 2008 році проведено розробку програмного забезпечення „Формування, прийом та обробка звітних даних кредитних установ” і „Аналітичної підсистеми звітності недержавних пенсійних установ”, на які ДКРРФП витратила 200 тис. грн. (1,2 %) [148].

Водночас фінансування небанківських регуляторів має певні недоліки. Недофінансування Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку у 2008 році склало 3 %, в зв'язку з чим утворилась кредиторська заборгованість на суму 189,7 тис. грн., яка погашалася за рахунок видатків 2009 року [149]. Невиконання кошторису витрат Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг становить 758,11 тис. грн. (3,1 %). Через складність тендерних процедур у 2008 році ДКРРФП було відмінено шість тендерів на закупівлю товарів та послуг через відсутність тендерної пропозиції. Тривалість таких ускладнень негативно позначалось на матеріально-технічній базі та роботі регулятора в цілому [148].

Чисельність учасників, за якими здійснює нагляд Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, суттєво перевищує чисельність суб'єктів регулювання Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг (рис. 2.28). Як видно з рисунку, навантаження на одного працівника ДКЦПФР більше, ніж у 20 разів перевищує аналогічний показник ДКРРФП. Причиною цього є те, що, крім професійних учасників ринку Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку здійснює нагляд і за емітентами цінних паперів (станом на 12.31.2008. комісією зареєстровано 25,9 тис. акціонерних товариств та емітентів цінних паперів).

Така чисельність акціонерних товариств є результатом масової приватизації, внаслідок чого власниками підприємств стало населення, яке не було належним чином підготовлено та проінформовано.

За даними регулятора понад 80 % звернень громадян надходять від найменш захищених верств населення – пенсіонерів, ветеранів війни та праці, інвалідів, громадян, що потребують матеріальної підтримки та соціального захисту [149]. Цим також пояснюється і надзвичайно велика, порівняно з ДКРРФП, чисельність звернень громадян (рис. 2.29).

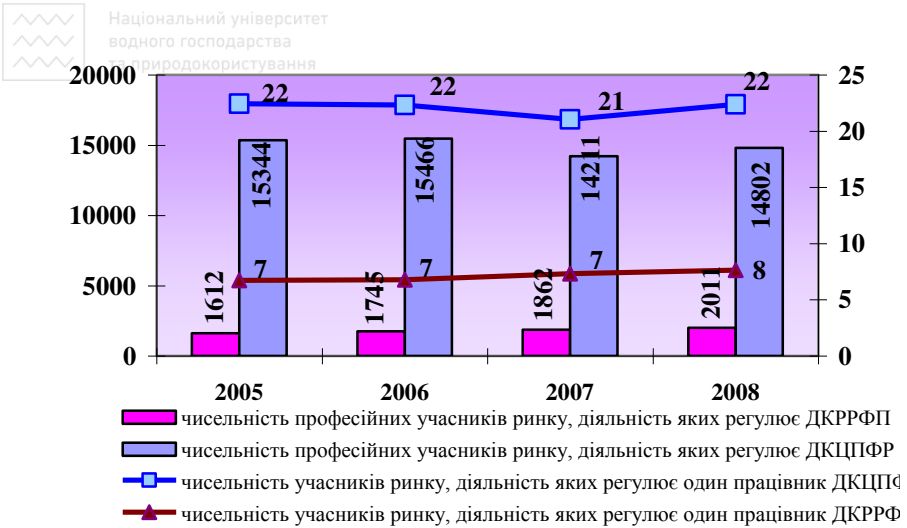


Рис. 2.28. Кількість професійних учасників, регулювання діяльності яких здійснюють небанківські регулятори

Примітка: Побудовано та розраховано авторами на основі [148,149].

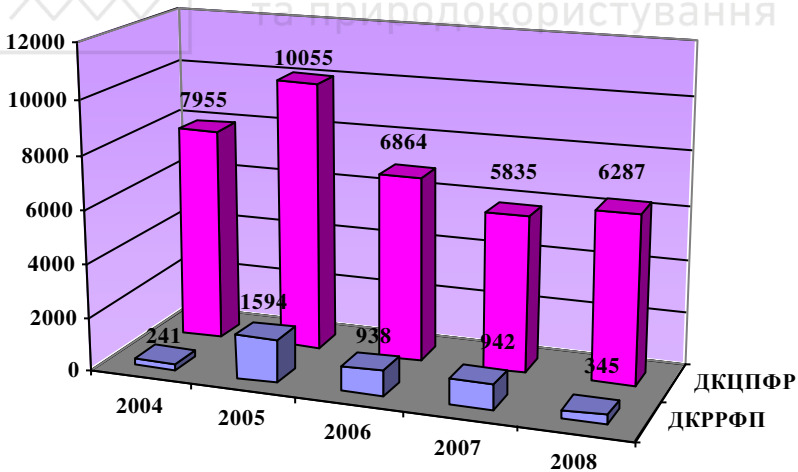


Рис. 2.29. Зміна чисельності звернень громадян до небанківських фінансових регуляторів у 2004-2008 рр., звернень

Примітка: Побудовано авторами на основі даних [148, 149].



Майже 78% звернень, що надійшли до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, складають скарги міноритарних акціонерів на діяльність акціонерних товариств. За результатами звернень, планових та позапланових перевірок Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку було застосовано 9040 заходів впливу (на 1244 заходи більше, ніж у 2007 році), у тому числі зібрано штрафів на суму 7,39 млн. грн. (на 1,54 млн. грн. більше, ніж у 2007 р.). Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг застосувала 4749 заходи впливу, з них – 337 у вигляді штрафних санкцій на суму 705,7 тис. грн.

Спираючись на усе вище наведене, можна виділити наступні особливості державного регулювання ринку цінних паперів:

- законодавче забезпечення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку і Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг потребує повторного затвердження, у зв'язку із визнанням їх недійсними Конституційним Судом України;

- важливість грошово-кредитної політики Національного банку зумовила формування більш складної, ніж у комісій, системи управління регулятором;

- діяльність державних органів не відповідає вимогам міжнародних організацій, регулятори є політично та фінансово залежними;

- фінансування ДКЦПФР та ДКРРФП за кошторисом з державного бюджету негативно впливає як на діяльність комісій загалом, так і на матеріально-технічне забезпечення зокрема. Левову частку витрат регуляторів становлять витрати на заробітну плату, комунальні послуги, а також капітальні витрати;

- порівняльний аналіз діяльності двох комісій виявив значне навантаження на працівників Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, внаслідок функціонування значної чисельності акціонерних товариств.

Важливим засобом регулювання конкретних взаємовідносин на ринку цінних паперів є *система саморегулювних організацій*, які не охоплюються державним регулюванням. Вона забезпечує конкретизацію регулюючого впливу державних інституцій на ринок фондових цінностей у тому випадку, коли ними делегується частина своїх повноважень саморегулюючим організаціям [118, с.236-237].



Згідно Закону України „Про цінні папери та фондовий ринок”, прийнятого 23.02.2006 року, саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку утворюються за принципом: одна саморегулівна організація з кожного виду професійної діяльності на ринку цінних паперів: управління активами інституційних інвесторів, депозитарна діяльність (діяльність реєстраторів та зберігачів), торгівля цінними паперами [45, п.1, ст. 48].

У прикінцевих положеннях закону зазначалося, що положення набирає чинності через 3 роки з дня його опублікування. Однак, станом на 31.12.2008 року в Україні діяло десять саморегулівних організацій, до яких входило 2231 професійних учасників ринку. Сім з них – організації, що об’єднують торговців цінними паперами (табл.2.9).

Подібна ситуація склалася у депозитарному сегменті – дві організації мали статус саморегулівних організацій. При цьому Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв відповідала всім вимогам СРО, однак не могла запровадити жорсткі умови для учасників, оскільки замість підвищення якості депозитарних послуг, реєстратори та зберігачі могли перейти до Асоціації учасників фондового ринку. Вимоги та членські внески останньої були значно меншими, ніж у ПАРД.

За таких умов, присвоєння у 2009 році Професійній асоціації реєстраторів і депозитаріїв (ПАРД) та Українській асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ) статусу єдиної та об’єднання торговців цінними паперами в Асоціацію „Українські фондові торговці”, мало позитивний вплив на діяльність усього ринку. Неможливим став перехід до іншої саморегулівної організації у випадку, якщо за грубі порушення учасник був виключений з СРО. Регулятори отримали повноваження впливати на діяльність усіх учасників, що здійснюють даний вид діяльності в однаковій мірі, встановлювати єдині стандарти та кодекси поведінки.

Однак скорочення чисельності СРО з десяти до трьох всього за чотири місяці викликали певні труднощі в учасників ринку. Асоціація „Українські фондові торговці” була створена на основі Асоціації „Регіональний фондовий союз”, до якої долучилися учасники СРО ВАТ „Київська міжнародна фондова біржа” та ЗАТ „Українська фондова біржа”. Інші фондові біржі у тому числі Асоціація „Перша фондова торговельна система” (31,7 %



Характеристика учасників саморегулівних організацій України

Саморегулівна організація	Чисельність учасників станом на 01.01.2009	Частка у загальній кількості учасників даного виду діяльності, %	Чисельність учасників станом на 01.03.2009
Саморегулівна організація, що об'єднує компанії з управління активами	410	100%	408
Українська асоціація інвестиційного бізнесу (УАІБ)	410	-	408
Саморегулівні організації, що об'єднують зберігачів та реєстраторів	805	100%	603
Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв (ПАРД)	608	75,5%	603
Асоціація учасників фондового ринку (АУФР)	197	24,5%	-
Саморегулівні організації, що об'єднують торговців цінними паперами	1016	100%	492
Асоціація „Перша фондова торговельна система” (ПФТС)	322	31,7%	-
Асоціація „Регіональний фондовий союз” (РФС)	137	13,5%	492*
ВАТ „Київська міжнародна фондова біржа” (КМФБ)	275	27,1%	
ЗАТ „Українська фондова біржа” (УФБ)	98	9,6%	
ЗАТ „Фондова біржа „ІННЕКС” (ІННЕКС)	106	10,4%	
ЗАТ „Українська міжбанківська валютна біржа” (УМВБ)	50	4,9%	-
ЗАТ „Українська Міжнародна Фондова Біржа” (УМФБ)	28	2,8%	-
Разом	2231	-	1505

* асоціація „Регіональний фондовий союз”, Українська фондова біржа і Київська міжнародна фондова біржа у 2009 році об'єдналися в Асоціацію „Українські фондові торговці”.

Примітка: Розраховано авторами на основі [149].



торговців), відмовились подавати заяви на вступ до АУФТ. Таким чином, до Асоціації „Українські фондові торговці” станом на 30.03.2009 входило лише 492 учасники, що становить лише 60,4 % посередників, котрі мали ліцензію торговця на початок року.

Чисельність учасників Професійної асоціації реєстраторів і депозитаріїв за цей же період скоротилася на 5 осіб, у той час як повинна була збільшитись на 197 учасників ліквідованої Асоціація учасників фондового ринку. Загалом, сукупна чисельність професійних учасників СРО зменшилась за цей період на 728 осіб, які порушили таким чином пункт 4 статті 16 статтю закону „Про цінні папери та фондовий ринок” щодо обов’язкового членства усіх професійних учасників ринку принаймні в одній саморегульвній організації. Усі три зазначені регулятори створені як добровільні, недержавні, некомерційні організації. Саморегульвні організації не мають на меті одержання прибутку і в порядку визначеному законодавством отримують статус неприбуткових організацій. За організаційно правовою формою вони є асоціаціями. Та структура управління у них дещо відрізняється (табл. 2.10).

Загальні збори членів Української асоціації інвестиційного бізнесу, Професійної асоціації реєстраторів і депозитаріїв та Асоціації „Українські Фондові Торговці” є найвищим органом управління. Збори проводяться не рідше одного разу на рік, а право на участь мають усі члени Асоціації.

Проведений авторами порівняльний аналіз повноважень цього органу виявив, що спільним для трьох саморегульвних організацій є: затвердження статуту, внесення змін і доповнень до нього; затвердження положень, стандартів, кодексів та внутрішніх документів; визначення порядку формування, повноважень та складу інших органів управління; заслуховування і затвердження результатів діяльності асоціації за звітний період; визначення та затвердження основних напрямів діяльності асоціацій на наступний рік, прийняття рішень про реорганізацію або ліквідацію асоціації та припинення нею своєї діяльності.

Серед відмінностей варто виділити виключну компетенцією загальних зборів УАІБ щодо встановлення розмірів членських внесків, у той час як дане повноваження АУФТ делеговано Раді асоціації. Недоліком першого варіанту, на нашу думку, є те, що він не дозволяє оперативно реагувати на зміни ринку, доведеться



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



скликати загальні збори кожного разу, коли необхідно змінити розмір внесків. З іншого боку, передача права встановлювати розмір внесків, враховуючи можливість владного впливу саморегульованої організації, може привести до зловживань представників Ради та невиправданого підвищення членських внесків. За таких умов оптимальним варіантом є механізм, прописаний у статуті ПАРД, коли збори учасників затверджують лише максимальний розмір, в межах яких Рада СРО може самостійно змінювати розмір вступних та періодичних членських внесків.

Для того, щоб загальні збори УАІБ та АУФТ могли приймати рішення, на них повинні бути присутні чи належним чином представлені більше 50 % загальної кількості учасників. Збори ПАРД вважаються дійсними незалежно від кількості членів, які беруть в них участь, якщо повідомлення про скликання таких зборів було зроблене відповідно до вимог внутрішніх документів. Дане положення створює шляхи для виникнення порушень, коли за відсутності значної частини учасників може бути прийняте рішення, котре відповідає інтересам обмеженого кола осіб. Доцільно було б внести зміни до статуту ПАРД, згідно яких кількість присутніх та належним чином представлених учасників не повинна бути меншою за половину.

Вищим органом управління Асоціації в період між загальними зборами є Рада Асоціації. Вона підзвітна в своїй діяльності Зборам і організує виконання їх рішень. Рада УАІБ обирається на строк до двох років, АУФТ та ПАРД – до трьох років. Чисельність фізичних осіб, які знаходяться в трудових відносинах з учасниками та представляють їх інтереси в Асоціації „Українські фондові торговці”, становить три особи, а в Українській асоціації інвестиційного бізнесу – одинадцять членів. Склад ради Професійної асоціації учасників та депозитаріїв визначається загальними зборами у кількості не менше п'яти та не більше п'ятнадцяти осіб (станом на 31.12.2008 року – одинадцять осіб включаючи голову та заступника).

Спільним для трьох регуляторів є те, що Рада асоціації:

- визначає конкретні напрямки діяльності асоціації в період між Загальними Зборами;



- приймає рішення про скликання чергових та позачергових Загальних зборів, визначає порядок денний, місце і час їх проведення, координує їх підготовку;

- обирає представників до складу внутрішніх органів та затверджує керівників цих органів;

- приймає рішення про прийом та виключення з членів асоціації у порядку, визначеному внутрішніми документами;

- приймає рішення про створення комітетів, комісій і робочих груп, визначає їх склад і порядок роботи;

- перед початком фінансового року приймає бюджет асоціації з наступним затвердженням черговими Загальними зборами;

Ради трьох недержавних регуляторів розробляють правила, положення та стандарти. При цьому вартим наслідування є досвід Асоціації „Українські Фондові Торговці”, внутрішні документи якої додатково затверджуються Загальними зборами.

Суперечливим, на нашу думку, є одночасне прийняття рішень про застосування дисциплінарних санкцій та розгляд апеляційних скарг на ці рішення Радою Асоціації „Українські Фондові Торговці”. Професійною асоціацією реєстраторів і депозитаріїв передбачено інший механізм, коли рішення приймається Радою, а оскаржується загальними зборами. Недоліком такого шляху є те, що чергові загальні збори скликаються лише раз на рік. Тому учаснику доведеться чекати тривалий час, протягом якого може істотно змінитись ситуація на ринку цінних паперів.

Українською асоціацією інвестиційного бізнесу передбачено окремий орган – Дисциплінарний комітет, що здійснює контроль за діяльністю учасників. Рада асоціації затверджує рішення комітету, тим самим визначаючи його правомірність. В цьому випадку рішення може бути оскаржене протягом 15 календарних днів, а його виконання призупинено до вирішення питання Радою Асоціації.

До повноважень дисциплінарного комітету УАІБ належать:

- проведення розслідувань фактів порушення прав членів та органів асоціації, норм професійної діяльності та професійної етики, а також фактів невиконання ними окремих рішень Асоціації;

- притягнення членів асоціації до дисциплінарної відповідальності згідно Дисциплінарного кодексу;

- інформування членів, органів та посадових осіб асоціації і Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку про



результати дисциплінарних розслідувань і застосування або незастосування дисциплінарних санкцій;

- узагальнення дисциплінарної практики Асоціації [126].

Виконавчим органом Асоціації „Українські Фондові Торговці” та Професійної асоціації реєстраторів і депозитаріїв є президент. В Українській асоціації інвестиційного бізнесу діє Дирекція, яку очолює Генеральний директор. Вона включає юридичний відділ, відділ моніторингу та аналізу роботи компаній, керівників з комунікативних питань, із зв'язків з громадськістю та просвітницької діяльності, а також адміністратора веб-сайту. Дирекція підпорядкована Раді УАІБ та підзвітна Загальним зборам.

До повноважень виконавчих органів саморегульвних організацій належать: забезпечення виконання рішень Зборів та Ради; укладання угод, в тому числі і трудових; відкриття та управління розрахунковими й іншими рахунками в банківських установах; розробка штатного розпису і умов оплати праці, визначення розмірів стягнень та заохочень, прийняття та звільнення працівників; організаційне, матеріальне та інформаційне забезпечення асоціації та її органів.

Завдяки виокремленню Дирекції Української асоціації інвестиційного бізнесу вона має більш широкі, порівняно з АУФТ та ПАРД, повноваження. Дирекція УАІБ забезпечує організацію заходів, направлених на професійний ріст членів організації; встановлює, підтримує та розвиває зв'язки УАІБ з іншими асоціаціями, у тому числі закордонними; інформує засоби масової інформації про діяльність СРО; захищає інтереси УАІБ та її членів, представляє її у відношеннях з третіми особами.

Ревізійна комісія саморегульвних організацій здійснює контроль за виконанням встановлених Загальними Зборами планів діяльності асоціації; рішень керівних органів з питань фінансово-господарської діяльності і їх відповідність чинному законодавству і Статуту; усунення недоліків, що виявлені попередньою ревізією; робить ревізію стану виконання бюджету асоціації; інформує Загальні збори та Раду про фінансовий стан і виявлені недоліки.

Із повноважень, які Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку може делегувати саморегульвній організації [45, ст.49], в повній мірі використовується право проведення перевірок щодо дотримання вимог законодавства про цінні папери,



правил, стандартів професійної поведінки та повноваження подання клопотання про припинення ліцензії, збір даних щодо відповідного виду професійної діяльності.

Подання Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку, клопотання про припинення дії ліцензії для всіх трьох СРО є найвищою мірою покарання, котра застосовується у випадках грубого та/або систематичного порушення статуту, правил асоціацій та норм чинного законодавства України.

Найбільш широко дане повноваження використовується Українською асоціацією інвестиційного бізнесу. У Дисциплінарному кодексі цієї організації розрізняють виключення з членів Асоціації з правом повторного вступу та без права повторного вступу. В обох випадках Рада доручає дирекції Асоціації звернутися до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку із проханням анулювати дію ліцензії на здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів. Правила, процедури призупинення і виключення з членів Асоціації „Українські Фондові Торговці” рекомендуються Радою та затверджуються Загальними Зборами.

Збір інформації саморегульвними організаціями може здійснюватися двома способами: виключно в електронній формі – у вигляді електронного документа, чи у вигляді даних електронною поштою або на носії інформації – шляхом безпосередньої передачі чи поштою. При цьому, подання даних в електронній формі обов’язково підтверджується паперовими документами.

Використання електронної форми передачі інформації до саморегульвних організацій, на нашу думку, значно полегшує узагальнення та аналітичну обробку значних масивів даних. Тому використання електронного документа, завіреного електронним цифровим підписом, є пріоритетним для всіх трьох регуляторів.

Саморегульвні організації володіють необхідними ресурсами та досвідом для проведення додаткової передліцензійної підготовки, сертифікації, навчання і підвищення кваліфікації для своїх членів. Попри це, лише УАІБ здійснює сертифікацію компаній з управління активами, котрі подають заявку на отримання ліцензії до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Проблемним залишається також проведення перевірок саморегульвним організаціями. У статутах усіх трьох регуляторів

присутнє положення щодо невтручання СРО у господарську діяльність її членів та неприпустимість обмежень щодо надання її членами послуг на ринку цінних паперів. Таке положення суперечить повноваженням саморегулюючих організацій застосовувати до учасників санкції, передбачені Кодексами заходів впливу та Положеннями про членство цих організацій (табл. 2.11).

Санкції Асоціації „Українські Фондові Торговці”, на нашу думку, в найбільшій мірі відповідають меті саморегулювання на ринку. Згідно Кодексу заходів впливу цієї організації можуть застосовуватися такі дисциплінарні санкції: письмове попередження, тимчасове переведення реєстрового торговця в режим нерєстрового торговця, тимчасове призупинення користування торговельною системою, позбавлення Кваліфікаційного свідоцтва строком до 6 місяців з наступною перездачею кваліфікаційного іспиту, висновок про необхідність виключення з Асоціації та грошовий штраф в користь Асоціації (до 20 тис. грн.).

Національний університет
водного господарства
та прибережних територій

Порівняльна характеристика заходів впливу, передбачених внутрішніми документами саморегулюючих організацій

Вид санкцій	Українська асоціація інвестиційного бізнесу	Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв	Асоціація „Українські Фондові Торговці”
Попередження	+	+	+
Тимчасове припинення участі в СРО	+	-	+
Виключення з правом повторного вступу	+	+	+
Виключення без права повторного вступу	+	-	-
Грошовий штраф	-	-	+

„+” - санкція передбачена внутрішніми документами;

„-” - санкція непередбачена внутрішніми документами.

Примітка: Складено авторами на основі [66; 67; 127].



Проведений аналіз дозволяє виділити наступні особливості сучасної української системи саморегулювання:

- функціонування лише однієї саморегулювальної організації із кожного виду діяльності є необхідною умовою забезпечення провадження діяльності професійними учасниками фондового ринку та розробки і затвердження правил, стандартів професійної поведінки та провадження відповідного виду професійної діяльності;

- скорочення чисельності саморегулювальних організацій із десяти до трьох спричинило ситуацію, коли майже половина посередників на ринку порушили вимоги закону щодо обов'язкового членства хоча б в одній саморегулювальній організації;

- проведений порівняльний аналіз виявив, що більшість питань Української асоціації інвестиційного бізнесу вирішується Загальними зборами, у той час як в Асоціації „Українські фондові торговці” – Радою асоціації. Повноваження цих керівних органів Професійної асоціації реєстраторів та депозитаріїв здебільшого є збалансованими;

- серед повноважень, які можуть бути делеговані державними регуляторами, СРО фактично використовують збір, узагальнення, аналітичне оброблення даних, проведення перевірок з дотриманням вимог законодавства про цінні папери та подання клопотання про припинення дії ліцензії на провадження професійним учасником фондового ринку певного виду діяльності.

Як свідчать результати дослідження, державне і недержавне регуляторне забезпечення відстає від потреб учасників ринку, що створює можливості для порушення прав емітентів та інвесторів, здійснення владного впливу професійних учасників, підвищення транзакційних витрат, зростання спекулятивних ризиків, зменшення прозорості та ефективності вітчизняного ринку цінних паперів.



Розділ 3

МЕХАНІЗМИ РОЗВИТКУ ІНСТИТУЦІЙНОЇ СИСТЕМИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ



3.1. Пріоритетні напрями розвитку інституційної системи ринку цінних паперів

Основні тенденції становлення ринку цінних паперів свідчать про те, що виявлені у попередніх розділах проблеми носять системний характер і не можуть бути вирішені через удосконалення лише однієї складової. Таким чином, пріоритетними напрямами формування і розвитку інституційної системи ринку цінних паперів є вдосконалення як самих інституцій емітентів, інвесторів, посередників та регуляторів, так і зв'язків між ними.

Підвищення ефективності функціонування інституцій учасників та посередників можна досягти шляхом проведення інституційних змін: удосконалення існуючих та прийняття нових законів і підзаконних актів, підвищення ліцензійних вимог, покращення інформаційного забезпечення. Вдосконалення діяльності регуляторних інституцій передбачає покращення функцій контролю та правозастосування, удосконалення системи управління регуляторів і їх інформаційного забезпечення.



До основних напрямів державних заходів щодо підвищення ефективності функціонування інституційної системи ринку цінних паперів слід віднести:

- створення інституції єдиного фінансового регулювання;
- вдосконалення процесів самоврядування на ринку цінних паперів;
- використання ліквідних фінансових інструментів (у т.ч. розвиток вторинного ринку державних боргових цінних паперів);
- підвищення ролі біржової торгівлі;
- вдосконалення депозитарної системи;
- створення інституції первинних дилерів.

Підвищення ролі біржової торгівлі. Неefективність функціонування ринку цінних паперів в частині виконання макроекономічної функції визначення справедливих цін фінансових інструментів найістотніше проявляється в кризових умовах. Окрім надмірної волатильності фондових індексів, динаміка фондового ринку не відповідає тенденціям розвитку національної економіки. Як свідчить досвід іноземного капіталу, саме розвиток біржової складової ринку цінних паперів стимулює інші його складові - *депозитарну систему, якість фінансових інструментів та їх інвестиційну привабливість, ефективність управління активами інституціональних інвесторів.*

Для того щоб біржовий ринок почав повноцінно функціонувати, необхідне одночасне вирішення ряду складних технологічних і регуляторних проблем, а саме:

- легалізувати сучасні технології біржової торгівлі шляхом встановлення регуляторних вимог;
- технологічно модернізувати всі рівні депозитарної системи;
- створити систему грошових розрахунків (переказу коштів) за укладеними на біржі договорами;
- кардинально змінити підходи до лістингових вимог і регламентувати перелік фінансових документів, які б надали можливість істотно підвищити ліквідність організованого ринку;
- істотно підвищити технологічні вимоги до облікових і торговельних систем сіх професійних учасників фондового ринку й одночасно з цим упорядкувати вимоги до звітності всіх професійних учасників, створивши їм для цього технологічні зручності.



Усе це має супроводжуватися взаємною комунікованістю, системністю, технологічними зручностями, сумісністю й опиратися на чітке нормативне поле, що регламентує електронний документообіг на ринку цінних паперів. Консолідація національної біржової системи повинна відбуватися за такими напрямками:

- максимальна уніфікація правил фондових бірж завдяки висуненню чітких вимог у регулюючій діяльності фондових бірж нормативних документах (у першу чергу щодо уніфікованого для всіх бірж алгоритму розрахунку біржового курсу як основного індикатора вартості фінансових інструментів для інституціональних інвесторів);

- зближення та чітке визначення технологій біржової торгівлі та розрахунків;

- уніфікація вимог до електронних торговельних систем фондових бірж щодо електронного документообігу та форматів документів.

Переказ коштів за укладеними на біржі договорами. Відсутність зручної й зрозумілої системи розрахунків за наслідками біржових торгів віртуалізує і профанує будь-які біржові механізми, має наслідком операційні, юридичні та податкові ризики для учасників біржових торгів (через відсутність легітимних первинних документів, що підтверджують факти переказу коштів за договорами, укладеними на біржі). Необхідне (відповідно до кращої міжнародної практики) впровадження легітимної системи переказу коштів за наслідками біржових торгів за участі центрального банку.

Формуванню цілісного вітчизняного фондового ринку, усуненню його фрагментарності та зменшенню трансакційних витрат на пошуку інформації і укладання угод сприятиме упорядкування діяльності існуючих *фондових бірж*. Біржам, які впродовж року здійснювали торги не регулярно (менше половини робочих днів), і при цьому обсяги торгів є меншими за середньоринкові, доцільно змінити статус на торгово-інформаційні системи. Реалізація даної пропозиції сприятиме:

- збільшенню потенціалу вітчизняного організованого ринку завдяки акумуляції фінансових ресурсів;

- формуванню уніфікованих біржових правил;

- забезпеченню прозорості ринку цінних паперів;



- створенню умов щодо конкурентного ціноутворення на цінні папери шляхом зосередження попиту та пропозицій на їх купівлю-продаж;

- застосуванню ефективних технологій укладання біржових угод та виконання біржових контрактів, що відповідають міжнародним стандартам;

- захисту учасників біржових торгів та інвесторів від зловживань шляхом встановлення вимог щодо допуску до торгівлі, застосування процедур нагляду, контролю та накладання санкцій за порушеннями.

Вищезапропоновані показники комплексно характеризують діяльність біржі, а обраний період є достатньо тривалим для усунення тимчасових проблем у діяльності біржі і співпадає із періодом звітування. Нами було розраховано середні обсяги торгів за біржовим ринком на основі формули середньої геометричної та коефіцієнт регулярності проведення торгів, як відношення загальної кількості робочих днів до кількості днів, у які відбувались торги. При цьому дані позабіржової торгово-інформаційної системи та ПФТС до уваги не брались. Результати розрахунків наведено на рисунку рис. 3.1 та у табл. 3.1.

Як видно з рис. 3.1, на біржах ІННЕКС, ПФБ та УФБ обсяги торгів не досягають середнього за ринком значення і коефіцієнт регулярності проведення торгів за цими біржами є меншим 0,5 (критичного значення), тому Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку доцільно розглянути питання про відзвиг ліцензії для цих організаторів торгів чи зміну їх статусу з фондової біржі на торгово-інформаційну систему. Лише за умови створення цілісного та стабільного організованого ринку цінних паперів може бути реалізоване положення закону „Про акціонерні товариства” щодо обов’язковості процедури лістингу та необхідності залишатися у біржовому реєстрі принаймні однієї фондової біржі.

Вдосконалення депозитарної системи. Наразі функції обліку та розрахунків щодо цінних паперів в Україні є розпорощеними між трьома установами: ВАТ „Національний депозитарій України” (НДУ); ВАТ „Всеукраїнський депозитарій цінних паперів” (ВДЦП); національний банк України, що виконує функції депозитарію

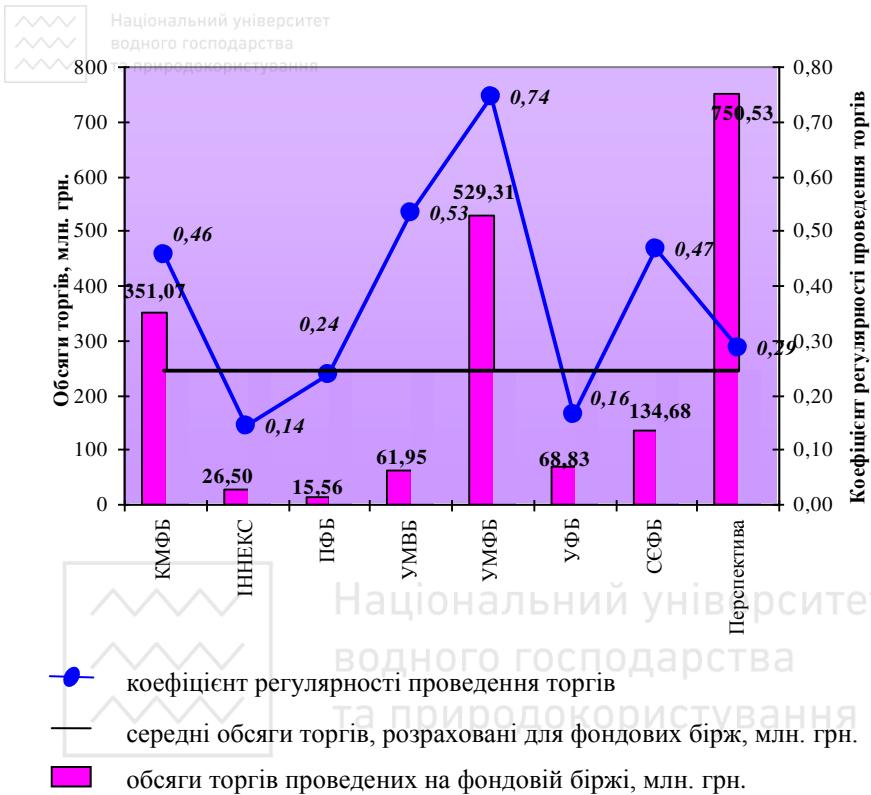


Рис. 3.1. Аналіз діяльності фондових бірж, дані станом на 31.12.2008 р.

Примітка: Побудовано на основі розрахунків авторів.

щодо державних облігацій України. Кожен з них використовує індивідуальні, що істотно відрізняються один від одного, програмні засоби, регламенти взаємодії зі зберігачами емітентами, фондовими біржами та навіть системи депозитарного обліку.

Як визначено в Національній доповіді „Новий курс: реформи в Україні. 2010 – 2015”, в Україні ще якийсь час будуть працювати кілька депозитаріїв. Прогнозувати, як довго це триватиме, досить складно. Тим більше, після довгоочікуваного встановлення кореспондентських відносин між депозитаріями НДУ та ВДЦП, що створює передумови для підвищення конкуренції в Національній депозитарній системі, якості обслуговування бірж, зберігачів емітентів, оптимізації тарифних планів тощо.



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Таким чином, зберігачі будуть змушені одночасно відкривати рахунки в кількох депозитаріях. Відповідно до цього, з огляду на наближення терміну глобального переведу цінних паперів у бездокументарну форму, доцільно істотно розширити ліцензійні вимоги саме до діяльності зберігача цінних паперів – передусім з позиції їх технологічної готовності до ефективного та надійного здійснення ліцензованої діяльності.

Першим кроком до консолідації вітчизняної депозитарної системи стало встановлення кореспондентських відносин між ВДЦП та НДУ внаслідок чіткої позиції регулятора та учасників фондового ринку (СРО Асоціація „Українські фондові торговці”). Між тим, інтеграція національного фондового ринку з іноземними ринками капіталів потребує уніфікації депозитарних та розрахунково-клірингових процедур до світових стандартів, які *передбачають наявність у країні єдиного* (центрального) депозитарію, який шляхом встановлення кореспондентських відносин з депозитаріями інших країн дає можливість доступу до іноземних ринків, а також допуску іноземців до нашого ринку. У цьому зацікавлені й професійні учасники фондового ринку України, оскільки консолідація депозитарної системи приведе до зменшення транзакційних витрат та стане чинником для активізації біржового ринку. [231]

У ході проведеного дослідження виявлено необхідність створення *Центрального депозитарію* у період не більше двох років, передбачених законом „Про акціонерні товариства”, після закінчення яких реєстратори припинять своє існування. Така послідовність дозволить уникнути численних порушень прав акціонерів при масовому знерухоменні цінних паперів та мінімізувати витрати внаслідок передачі реєстрів безпосередньо до депозитарію. Створення та функціонування Центрального депозитарію, у свою чергу, не можливе без усунення прогалин в законодавстві, насамперед, у проекті закону „Про систему депозитарного обліку цінних паперів”, який визначає основні засади функціонування інституції:

– задля запобігання конфлікту державних та приватних інтересів варто більш чітко визначити повноваження та обов’язки правління, наглядової ради, ревізійної комісії та загальних зборів акціонерів;



вказати обмеження для осіб, які не можуть бути обрані до органів управління Центрального депозитарію (освіта, стаж роботи, відсутність судимості за економічні злочини тощо);

– оскільки учасниками депозитарію є приватні структури, необхідно прописати питання виконання операцій із зацікавленими чи пов'язаними особами;

– у зв'язку з можливістю владного впливу центрального депозитарію варто передбачити матеріальну, адміністративну та карну відповідальність посадових осіб ЦД за зловживання службовим становищем та розголошення інсайдерської інформації;

– вважаємо за необхідне визначити порядок та обмеження на купівлю-продаж акцій депозитарію;

– виділити з яких питань ЦД, як відкрите (публічне) акціонерне товариство, керується законом „Про акціонерні товариства”, а в яких випадках він набуває особливого правового статусу;

– необхідно визнати діяльність Центрального депозитарію, як таку, що не потребує ліцензії, натомість варто передбачити можливість та порядок передачі повноважень іншій депозитарній установі, у випадках, передбачених п.2. статті 6 проекту закону;

– тимчасову адміністрацію, на нашу думку, повинен призначати Кабінет Міністрів України за погодженням із Національним банком України, а не Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, якою визначаються вимоги до такої адміністрації;

– проект закону містить відсилання на численні підзаконні акти та рішення ДКЦПФР, тому необхідно у перехідних положеннях визначити порядок і терміни їх розробки та оприлюднення.

Внесення запропонованих змін до проекту закону „Про систему депозитарного обліку цінних паперів” слугуватиме усуненню конфліктів приватних та державних інтересів, запобіганню зловживанням зацікавлених та пов'язаних осіб, використанню інсайдерської інформації та інших правопорушень, зменшенню ризиків учасників депозитарної системи та підвищенню якості депозитарних послуг.

Як зазначалося вище, **створення інституції первинних дилерів позитивно вплине як на діяльність держави, так і на учасників ринку цінних паперів.** Однак реалізація цих переваг вимагає вдосконалення законодавчого забезпечення діяльності цієї інституції. Насамперед необхідно внести відповідні зміни до



Положення „Про порядок проведення операцій, пов'язаних з розміщенням облігацій внутрішніх державних позик” [130]. Зокрема, необхідно прописати питання взаємовідносин первинних дилерів з органами державної влади та іншими учасниками ринку, порядок проведення аукціону, механізм розірвання договору із дилером, порядок дій у період цінової нестабільності на ринку цінних паперів, порядок отримання та оприлюднення інформації.

Потребує вдосконалення і Положення „Про первинних дилерів” [128]. Перш за все, згідно цього документу договори щодо зобов'язань первинних дилерів підписує Міністерство фінансів України, а спеціально створена комісія буде перевіряти комерційні банки на відповідність вимогам. Вважаємо, що регулюючі і контролюючі функції щодо первинних дилерів повинен виконувати Національний банк. Причинами цього є те, що, по-перше, Національний банк вже є контролюючим і регулюючим органом комерційних банків, має розроблені процедури та відповідний апарат. По-друге, в даний час саме Національний банк виконує операції з обслуговування державного боргу, пов'язані з розміщенням облігацій внутрішніх державних позик та цільових облігацій внутрішніх державних позик України, їх погашенням і виплатою доходів за ними, а також провадить депозитарну діяльність щодо цих цінних паперів [45, ст.10].

Тому вимоги, встановлені НБУ, на нашу думку, здебільшого враховуватимуть сучасні тенденції ринку державних цінних паперів та банківського сектору. Так, контролюючі функції повинні передбачати:

- здійснення контролю за розміщенням і обігом державних облігацій;
- отримання наявної в торгівельній системі інформації про хід торгів облігаціями;
- розробку форм звітності первинних дилерів;
- направлення первинним дилерам та інвесторам повідомлень з питань, передбачених нормативними актами для припинення і запобігання правопорушенням на ринку облігацій;
- прийняття рішень про припинення операцій первинних дилерів у випадку порушення ними вимог нормативних актів, що стосуються регулювання ринку державних боргових зобов'язань та розірвання договорів з ними.



До регулюючих функцій варто включити:

- встановлення вимог до діяльності первинних дилерів, інвесторів, а також критерії відбору первинних дилерів;
- встановлення вимог до операцій із облігаціями, їх обігу, клірингу і розрахунково – депозитарної діяльності;
- формування нормативно-правової бази з питань регулювання ринку державних боргових цінних паперів.

Наступним кроком має стати більш чітке визначення порядку отримання статусу первинного дилера, зокрема необхідно виділити підстави для відмови присвоєння статусу первинного дилера. Важливо також розкрити порядок та строки оскарження рішень про відмову, можливість і строки наступного звернення із заявою.

Вважаємо за необхідне розширити та чітко визначити права первинних дилерів. З цією метою варто виділити відповідний розділ у положенні (в даний час права прописуються в самому визначенні поняття „первинний дилер”). Крім вже зазначених, виключного права участі у розміщеннях облігацій внутрішніх державних позик та переважного права брати участь в інших операціях Міністерства фінансів з такими облігаціями. Необхідно також прописати права на:

- доступ до електронних торгових систем, в яких проводяться операції з державними цінними паперами;
- отримання комісійних за послуги із консультування учасників ринку облігацій;
- внесення пропозицій щодо встановлення норм, правил і стандартів дилерської діяльності на ринку державних цінних паперів.

Особливу увагу слід приділити умовам та методам підтримки первинного дилера Національним банком, які повинні здійснюватись лише у виключних ситуаціях. В іншому випадку, протекціонізм НБУ може надати додаткові конкурентні переваги, порушивши тим самим права інших комерційних банків.

Вимоги до кандидатів та отримання статусу первинного дилера необхідно доповнити наступними:

- наявність документів, в яких визначається політика управління ризиками при роботі з державними борговими паперами;
- беззбиткова діяльність за результатами попередніх періодів;
- виконання обов'язкових економічних нормативів;



членство у саморегульвній організації, що представляє інтереси торговців цінними паперами;

– відсутність простроченої заборгованості по платежах до бюджету, а також прострочення по всіх видах зобов'язань;

– відсутність порушень банківського законодавства і законодавства про ринок цінних паперів впродовж останніх шести місяців до дати подачі заяви про надання статусу первинного дилера.

Постановою слід закріпити обов'язок комерційних банків відповідати вище зазначеним вимогам протягом усього періоду роботи на ринку державних цінних паперів, а не лише на момент підписання договору.

Необхідно також нормативно затвердити перелік санкцій, що можуть застосовуватися Національним банком залежно від характеру і вагомості порушення цих критеріїв первинним дилером. Пропонуємо наступні види санкцій: письмове попередження, тимчасове призупинення та позбавлення статусу первинного дилера.

У разі незначного порушення попередження у письмовому вигляді повинно направлятися первинному дилеру і може стягуватись працівником відповідного підрозділу, що виявив порушення.

Тимчасове призупинення статусу первинного дилера можна призначати за суттєві порушення вимог керівником відповідного підрозділу, що виявив таке порушення. Залежно від характеру порушення первинний дилер може бути позбавлений статусу на визначений термін, чи до усунення порушення.

Питання позбавлення статусу первинного дилера повинно вирішуватись правлінням Національного банку. Підставою для прийняття такого рішення може бути: грубе, систематичне порушення вимог первинних дилерів, припинення або відкликання банківської ліцензії, введення тимчасової адміністрації, провадження процедури реорганізації чи ліквідації (банкрутства).

Окремий розділ, на нашу думку, варто виділити висвітленню питань, що стосуються оприлюднення інформації та подання звітності первинних дилерів. Необхідно запровадити правила регулярного звітування первинних дилерів про результати роботи на ринку цінних паперів держави, яке може здійснюватися у вигляді



електронного документа, скріпленого електронним цифровим підписом або у вигляді даних на паперових чи електронних носіях, скріплених печаткою, та підписом уповноваженої особи.

Крім регулярних звітів, необхідно також передбачити інформування первинного дилера про суттєві події. До таких можемо віднести: зміни у політиці управління ризиками, зміну показників, які визначаються вимогами до первинного дилера, а також реорганізацію чи зміну організаційно-правової форми.

Реалізація вищезазначених заходів сприятиме:

- підвищенню прозорості і ліквідності ринку державних облігацій;
- зменшенню ризиковості державних боргових інструментів;
- недопущенню протекціоністської політики органів влади;
- захисту учасників ринку від владного впливу первинних дилерів;
- вдосконаленню регуляторних та контрольних функцій Національного банку за діяльністю первинних дилерів.

Після налагодження роботи первинних дилерів з державними борговими зобов'язаннями отриманий досвід можна буде перенести на ринок муніципальних облігацій, врахувавши при цьому певні відмінності. По-перше, обсяги муніципальних запозичень є значно меншими, а відтак і підтримка їх ліквідності не потребує значних фінансових ресурсів. Таким чином, варто передбачити можливість отримання статусу первинного дилера не лише комерційними банками, а й іншими торговцями цінними паперами.

По-друге, функції регулювання і контролю первинних дилерів муніципальних облігацій можна делегувати Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку, яка в даний час регулює випуск облігацій. Водночас, право вибору первинних дилерів, підписання і розірвання договорів з ними, на нашу думку, повинно належати міським радам, котрі від свого імені розміщують облігації і беруть на себе зобов'язання перед їх власниками.

По-третє, на відміну від державних облігацій, переважно розрахованих на інституційних інвесторів, вкладати кошти у муніципальні цінні папери можуть і фізичні особи. Тому до обов'язків первинних дилерів муніципальних запозичень необхідно включити надання консультацій приватним інвесторам.



Поширення функцій первинного дилера на ринок муніципальних запозичень дозволить: розширити можливості державної влади на місцях; зменшити вартість та ризиковість запозичень міських рад; підвищити привабливість муніципальних зобов'язань; створити прозорий та ліквідний ринок запозичень міських рад; розширити інвестиційні можливості інвестиційних вкладень.

Складна інфраструктура, яка обслуговує сучасний ринок цінних паперів, характеризується достатньою ефективністю та оперативністю при обробці великої кількості трансакцій лише за умови: наскрізної та системної автоматизації учасників фондового ринку; уніфікованих стандартів та форматів обміну повідомленнями (документами); упровадження електронного документообігу на всіх ланках проходження трансакцій, оптимізації процедур надання звітності регулятору.

Для відповідного поступового відновлення української економіки, необхідно істотно підвищити технологічні вимоги до облікових і торгівельних систем усіх професійних учасників ринку цінних паперів та, одночасно з цим, упорядкувати вимоги до звітності всіх професійних учасників створивши їм для цього технічні зручності. Без наявності таких систем та впровадження докладного внутрішнього обліку говорити про можливості вчасного звітування про сотні (тисячі) договорів і масове обслуговування індивідуального інвестора прим подальшому розвитку технологій інтернет-трейдингу та активізації іноземних інвесторів узагалі не варто [231].

Щодо створення інституції єдиного фінансового регулювання, вдосконалення процесів саморегулювання на ринку цінних паперів та використання ліквідних фінансових інструментів на ринку цінних паперів, то матеріали з цього приводу викладені у наступних розділах монографії.

Основні засоби розв'язання вказаних завдань визначені у Національній доповіді „новий курс: реформи в Україні” на 2010 – 2015 роки:

- законодавче та нормативне регулювання;
- податкове стимулювання шляхом створення сприятливих умов для національних інвесторів (у т.ч. населення) щодо інвестування національної економіки через механізми фондового ринку;



водного господарства та природокористування

- валютне регулювання правово-нормативних актів України через гармонізацію із законодавством інших країн для активізації залучення прямих та портфельних інвесторів;

- активна роль держави в популяризації фондового ринку та поглиблення освіти в цьому напрямі.

Конкретні пропозиції на адресу державних органів влади України представлені в рекомендаціях Міжнародної науково-практичної конференції «Сучасний стан та перспективи розвитку фондового ринку в Україні», які схвалені III Пленумом Співки економістів України. На їх реалізацію направлено проект Державної програми розвитку фондового ринку України на 2011 – 2015 року, який запропоновано Кабінетом Міністрів України [Додаток Б].



3.2. Створення інституції єдиного фінансового регулювання

Як зазначалося, ефективність регуляторного впливу залежить від повноважень регулятора, його фінансового, інформаційного та технічного забезпечення. Зважаючи на це, основними шляхами вдосконалення системи регулювання є створення єдиного фінансового регулятора; підвищення його незалежності шляхом зміни структури управління та створення Спостережної ради; зміна джерел фінансування; створення інтегрованої системи фінансової інформації, яка б об'єднувала бази даних як державних, так і недержавних регуляторів та автоматизації збору і обробки звітності від учасників ринку на основі розширеної мови бізнес-звітності – XBRL.

Необхідність створення інституції *єдиного фінансового регулятора* обумовлюється глобалізаційними процесами, внаслідок яких значно поширилось явище консолідації учасників різних сегментів ринку (валютного, кредитного, страхового, цінних паперів). За таких умов необхідним стає поєднання функцій регулювання різних сегментів в межах одного регулятора та



створення цілісної системи регуляторного впливу, яка б виключала можливості ухилення від сплати податків та відмивання коштів, здобутих злочинним шляхом. Крім того, фінансові ризики мають властивість взаємопосилуватись, що особливо гостро проявилось в період фінансової кризи. Для їх мінімізації недостатньо зусиль окремо взятого регулятора на один із сегментів ринку. Таким чином, створення єдиного регулятора є вимогою часу і має ряд переваг як для самих учасників, так і для фінансового ринку в цілому. На учасників-об'єктів регулювання позитивний вплив матиме:

- формування стабільного нормативно-правового поля діяльності суб'єктів ринку;
- гнучкість та оперативність регулювання, залежно від потреб ринку;
- уніфікація та спрощення процесу подання звітності;
- зменшення кількості дрібних учасників ринку, а відтак – покращання контролю за виконанням ними зобов'язань щодо інших учасників ринку;
- можливість аналізу та статистичної обробки інформації різних сегментів фінансового ринку;
- мінімізація системних ризиків країни;
- зменшення загрози рейдерського захоплення підприємств;
- підвищення ефективності запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом.

Перевагами від створення єдиного органу для самих регуляторів є:

- покращення інформаційно-технологічного та матеріального забезпечення, а також зменшення витрат регуляторів;
- можливість обміну досвідом та злагодженої роботи різних структурних підрозділів;
- гнучкість та оперативність регулювання, залежно від потреб ринку;
- швидкий доступ до необхідної інформації та виключення її дублювання;
- впровадженні кращої політики планування та розподілу персоналу.



Проведений нами аналіз (див 2.3) виявив суттєві відмінності в організації роботи та управління Національного банку України, що обумовлюється необхідністю вести грошово-кредитну політику та забезпечувати стабільність грошової одиниці. Навпаки, діяльність та управління обох комісій є дуже подібними. Таким чином, вважаємо більш доцільним створити єдиний фінансовий регулятор на основі об'єднання Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку і Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг.

Серед недоліків створення єдиного фінансового регулятора варто віділити концентрацію значних повноважень у керівника такого органу. З метою запобігання зловживань нами пропонується *змінити структуру управління* єдиного регулятора, розподіливши повноваження голови серед кваліфікованих осіб, що формуватимуть Раду директорів (Дирекцію) майбутнього органу. Усі члени Дирекції працюватимуть певний строк, виконуватимуть свої повноваження на компенсаційній основі і нести будуть всю повноту відповідальності за ухвалені рішення. На нашу думку, найбільш оптимальним є термін тривалістю три роки – саме на такий термін обирається голова Ради Національного банку України. Така процедура дозволить врахувати інтереси професійних учасників ринку і створити своєрідний механізм протидії надмірного регулювання на фінансовому ринку.

З метою збільшення незалежності єдиного регулятора та недопущення впливу на нього з боку Кабінету Міністрів, необхідно змінити підпорядкування єдиного регулятора, створивши Спостережну раду, до складу якої обиратимуться по одному представнику від Кабінету Міністрів України, Національного банку України, а також саморегулювальних організацій. Контроль повинен реалізуватись таким чином, щоб жоден окремий орган не міг чинити тиск на регулятора, але щоб обов'язково зберігався порядок контролю.

Повноваження Спостережної ради, на нашу думку, повинні включати:

- призначення голови Дирекції та за його поданням затвердження персонального складу регулятора;
- визначення прав, обов'язків, вимог та структури апарату;



затвердження Положень і Стандартів діяльності посадових осіб та інших внутрішніх документів;

– заслуховування та затвердження річних звітів, звітів інших органів, кошторисів видатків на відповідний рік.

Повноваження Дирекції передбачається залишити такими ж, як і членів обох комісій [196, 197]. Рада директорів єдиного небанківського регулятора повинна:

– організувати діяльність регулятора та апарату, нести персональну відповідальність за виконання покладених на неї завдань;

– встановлювати ступінь відповідальності членів та інших посадових осіб її апарату за діяльність структурних підрозділів апарату та за виконання ними своїх обов'язків;

– визначати питання, які підлягають розгляду Дирекції, скликати її засідання;

– видавати накази з питань діяльності регулятора;

– приймати на роботу й звільняти з роботи працівників апарату;

– здійснювати інші повноваження відповідно до законодавства про державних службовців.

Перевагою запропонованої зміни підпорядкування єдиного регулятора стане його незалежність від волі окремо взятого органу влади. Таким чином, можна буде гарантувати неупередженість дій та стабільність законодавчого забезпечення, що є необхідною умовою для діяльності іноземних інвесторів на фондовому ринку України. Водночас, при виявленні суттєвих порушень у діяльності Дирекції Спостережна рада матиме можливості їх усунути.

Зазначимо, що затвердження указами Президента України положень „Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку” та „Про Державну комісію з регулювання ринків фінансових послуг” Конституційним Судом визнано недійсним. Отже, запропоновані автором зміни можуть бути внесені під час їх повторного затвердження.

На нашу думку, створення єдиного фінансового регулятора необхідно проводити послідовно у декілька етапів (рис. 3.4).

На першому етапі пропонується об'єднати небанківські державні регулятори на рівні територіальних управлінь ДКЦПФР та ДКРРФП, на другому – інтегрувати центральні відділення у єдиний



Рис. 3.4. Організаційна побудова єдиного фінансового регулятора України

фінансовий регулятор. На третьому - після завершення реформаційних процесів та створення стійкої організаційної структури єдиного фінансового регулятора формується Спостережна рада. Запропонована послідовність дозволяє мінімізувати ризики від різкої зміни регуляторного впливу. На кожному



етапі забезпечується можливість стабілізації регуляторної системи та її вдосконалення на основі зворотного зв'язку. Створена таким чином організаційна структура наведена на рис. 2.20. Окрім зміни підпорядкування єдиного фінансового регулятора, ми вважаємо за доцільне змінити і *джерела фінансування*. На даний час в Україні фінансування Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку і Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг здійснюється з державного бюджету в межах коштів, передбачених на утримання органів виконавчої влади. Однак, проведений аналіз виявив, що видатки на заробітну плату, включаючи нарахування, займають понад 80 % усіх витрат обох регуляторів. За таких умов комісії змушені обмежувати кошти на оновлення інформаційного та технічного забезпечення. Як показав проведений нами аналіз (розділ 2.3), саме ці статті витрат фінансуються за залишковим принципом. Тому, на нашу думку, постала нагальна необхідність переведення єдиного фінансового регулятора на часткове фінансування з боку ринку.

Зміну джерел фінансування пропонуємо проводити у три етапи. Спершу необхідно частину коштів отримувати у вигляді штрафів та плати за видачу ліцензій на провадження певного виду діяльності, решту коштів – отримувати з державного бюджету. В цей час регулятору необхідно розрахувати обґрунтовані розміри сум внесків та, насамперед, розробити механізми їх сплати. Зважаючи на те, що фінансування з боку ринку несе ризики затримки платежів, варто запровадити чіткі процедури проведення оплати та покарання за несвоєчасне перерахування коштів.

Розрахунки показали, що у 2008 році Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку отримала 879,5 тис. грн. у вигляді плати за ліцензування окремих видів діяльності на ринку цінних паперів. У той же час Державною комісією з регулювання ринків фінансових послуг від ліцензування було отримано 12,902 млн. грн. Загалом обидва регулятори отримали 14,1215 млн. грн., що становить 20,1 % сукупних коштів, передбачених кошторисами комісій (див. табл. 3.2). Штрафних санкцій за цей же період ДКЦПФР нарахувала в розмірі 7390 тис. грн., а ДКРРФП – 705,7 тис. грн., тобто 11,8 % сукупних витрат комісій, здійснених у 2008 році [148, 149].



Таблиця 3.2

Розрахунок коштів, отриманих регуляторами у 2008 році від видачі ліцензій на провадження окремих видів діяльності

Вид діяльності	Кількість виданих ліцензій у 2008 р.	Розмір плати за видачу ліцензії, грн.	Отримано коштів за видачу ліцензій, грн.
Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку			
Діяльність з торгівлі цінними паперами (брокерська, дилерська діяльність, андеррайтинг)	316	1700	537200
Депозитарна діяльність із ведення реєстру іменних цінних паперів	24	1700	40800
Депозитарна діяльність зберігача цінних паперів	47	2000	94000
Діяльність з управління активами	91	2000	182000
Депозитарна діяльність депозитарію	-	10000	0
Діяльність з організації торгівлі цінними паперами	3	8500	25500
Разом	481	---	879500
Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг			
Страховання (на види страхування)	992	12000	11904000
Діяльність КС по залученню внесків членів на депозитні рахунки	122	600	73200
Діяльність КС з надання фінансових кредитів	104	1200	124800
Діяльність з надання фінансових кредитів за рахунок залучених коштів	7	30000	210000
Провадження діяльності з адміністрування державних пенсійних фондів	17	10000	170000
Залучення коштів фізичних осіб - установників управління майном для фінансування об'єктів будівництва, здійснення операцій з нерухомістю	42	10000	420000
Разом	1284*		12902000
Разом за дома комісіями	---	---	13781500

* не враховуючи діяльності із переказу коштів небанківськими фінансовими установами

Примітка: Розрахунки авторів на основі даних [148; 149; 153; 165].



Національний університет
водного господарства, енергетики
та природокористування

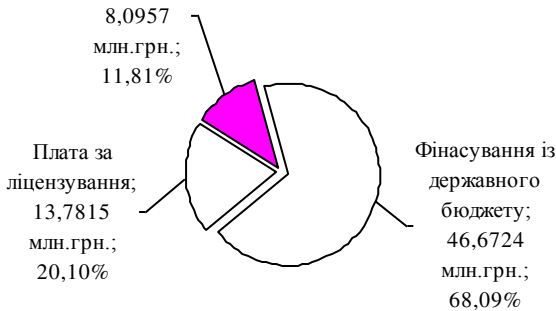


Рис. 3.5. Структура джерел фінансування єдиного фінансового регулятора на першому етапі

Примітка: Побудовано на основі розрахунків авторів.

На другому етапі пропонується на 34% фінансувати із державного бюджету, а 34% – отримувати за рахунок внесків учасників ринку. Якщо допустити, що частки коштів отриманих від ліцензування та фінансових санкцій практично не зміняться, то структура джерел фінансування матиме наступний вигляд (рис. 3.6).

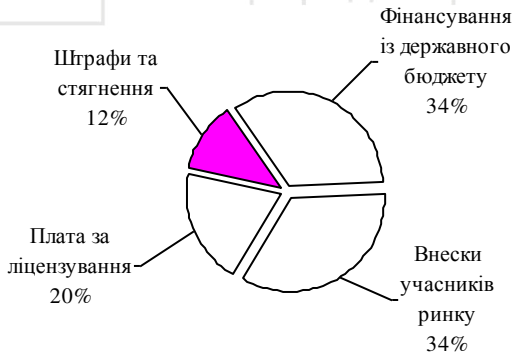


Рис. 3.6. Структура джерел фінансування єдиного фінансового регулятора на другому етапі

Примітка: Побудовано на основі розрахунків авторів.

Таким чином, якщо передбачити, що ці кошти залишаться у розпорядженні єдиного фінансового регулятора, то потреба у надходженнях із державного бюджету становитиме 68% (рис. 3.5).



Загалом, цей етап дозволить мінімізувати перехідні ризики від зміни джерел фінансування єдиного регулятора та створити умови для адаптації професійних учасників ринку. Розміри внесків на цьому етапі варто диференціювати залежно від виду послуг, що надаються посередником. Для цього можна скористатись запропонованою нами формулою:

$$V'_i = k_i * V_{\partial i \zeta \partial} \implies V_{\partial i \zeta \partial} = \left(\frac{C}{\sum_{i=1}^r k_i * n_i} \right) / 4, \quad (3.1)$$

де: V'_i - розмір внесків учасників, котрі володіють ліцензією на провадження певних видів діяльності, грн./кв.;

$V_{\partial i \zeta \partial}$ - розрахунковий розмір внесків, грн./кв.;

C - розмір витрат кошторису, фінансування яких передбачається здійснювати за рахунок внесків учасників;

n_i - кількість учасників, котрі володіють ліцензією на провадження певних видів діяльності;

k_i - поправочний коефіцієнт, який показує як співвідносяться розмір внесків учасника порівняно з базовим значенням.

Значення поправочних коефіцієнтів пропонується розраховувати згідно співвідношень розмірів плати за отримання ліцензії на провадження певного виду діяльності [153; 165]. За базу порівняння взято найменше значення – плата за отримання ліцензії ломбардом з надання фінансових кредитів за рахунок залучених коштів. Суми внесків, розрахованих автором на основі даних Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку та Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг у 2008 році, наведено в таблиці 3.3.

Суми внесків пропонується включати до витрат учасників ринку. Слід відзначити, що значна чисельність професійних учасників, які отримали ліцензії на провадження певних видів діяльності, суттєво збільшують тразсакційні втрати інших учасників, створюють умови для маніпуляцій та порушення законодавства. Усе це, в свою чергу, значно утруднює нагляд, збільшує навантаження на працівників ДКЦПФР та ДКРРФП. Таким чином, сплата обов'язкових внесків, завдяки збільшенню витрат, може сприяти скороченню чисельності незначних за розмірами професійних учасників, а відповідно – і покращенню регулювання вітчизняного ринку цінних паперів.



Розрахунок розміру внесків учасників залежно від виду діяльності

Учасник ринку	Кількість учасників певного виду діяльності (n_i)	Поправочний коефіцієнт (k_i)	Розмір внесків, грн./квартал ($V'_i = k_i * V_{\text{дїсд}}$)
Торговці цінними паперами	815	1,70	899,33
Рєєстратори	380	1,70	899,33
Зберігачі	256	2,00	1058,04
Компанії з управління активами	411	2,00	1058,04
Дєпозитарії	2	10,00	5290,20
Організатори торгівлі	11	10,00	5290,20
Страхові компанії	469	8,50	4496,67
Недержавні пенсійні фонди	109	8,50	4496,67
Фінансові компанії	193	8,50	4496,67
Кредитні спілки	820	1,50	793,53
Ломбарди	314	1,00	529,02
Інші учасники, що надають фінансові послуги	53	1,00	529,02

Примітка: Розрахунки проведені авторами на основі даних [148; 149; 153; 165] за 2008 р.

$$V_{\text{розр}} = \left(\frac{C}{\sum_{i=1} k_i * n_i} \right) = \left(\frac{72482000 \cdot 0,34}{11646,00} \right) / 4 = 529,02 \text{ (грн./кв.)}$$

Внески повинні здійснюватися не пізніше 30 днів після закінчення відповідного кварталу. Обраний період, на нашу думку, є найбільш оптимальним, адже сплата всієї суми раз на рік може негативно позначитись на діяльності як учасників, так і самої комісії, а щомісячні внески численних учасників створять додаткове навантаження на працівників регулятора. Одночасно повинно бути передбачено покарання за несвоєчасну, чи у не повному обсязі сплату внесків. Приміром, 0,05 % від суми внеску за кожен день прострочки та 0,1 % у разі повторного порушення. Це дозволить забезпечити своєчасність та повноту фінансування витрат

регуляторів. З іншого боку, для забезпечення контролю за використанням коштів єдиний фінансовий регулятор повинен щорічно після закінчення звітного періоду не пізніше 1 липня оприлюднювати звіт, підтверджений висновками незалежного аудитора.

Після налагодження чіткого механізму сплати внесків, за умови активного розвитку вітчизняного ринку цінних паперів, можна розпочинати третій (заключний) етап, який передбачає фінансування єдиного регулятора за рахунок фінансових санкцій, плати за ліцензування та внесків учасників ринку (рис. 3.7).

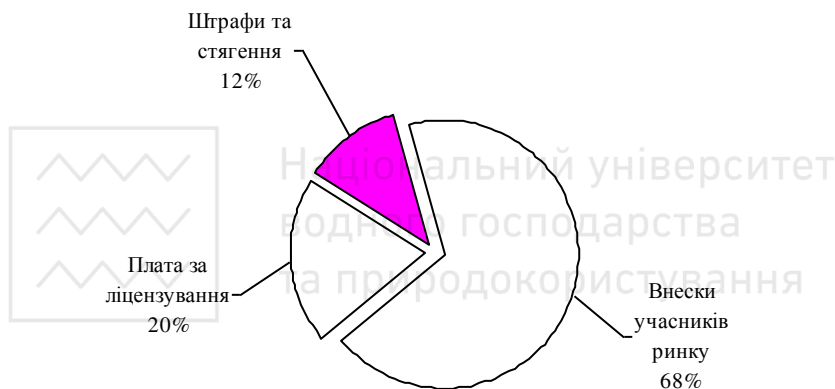


Рис. 3.7. Структура джерел фінансування єдиного фінансового регулятора

Розмір внесків кожного окремого посередника на даному етапі повинен враховувати обсяги наданих послуг чи активів. Враховуючи світовий досвід, співвідношення розмірів плати за ліцензію та пріоритетність розвитку окремих інституцій ринку, можна запропонувати наступні умови визначення внесків учасників (табл. 3.4).

Використовуючи запропоновану шкалу за наявності рівня розвитку ринку, за рахунок внесків учасників, можна отримати 4,015 млрд. грн., що на 3942,94 млн. грн. більше сукупних кошторисних витрат ДКЦПФР та ДКРРФП у 2008 році. Таким



**Диференціація розміру внесків залежно від обсягу
наданих послуг чи розміру активів**

Учасник ринку	Порядок розрахунку розміру внесків	Розмір внесків*, грн./квартал
Торговці цінними паперами	0,005 % обсягу виконаних договорів	1354,94
Реєстратори	0,003 % вартості пакетів, що обліковуються на рахунках	381,53
Зберігачі	0,003 % номінальної вартості цінних паперів, що знаходяться на рахунках депонентів	877,62
Компанії управління активами	0,004 % розміру активів, що знаходяться в управлінні	877,62
Депозитарії	0,0002 % обсягу послуг від даного виду діяльності	7675,00
Організатори торгівлі	0,006 % обсягів укладених угод	5149,06
Страхові компанії	0,004 % отриманих страхових премій	4149,06
Недержавні пенсійні фонди	0,7 % отриманих внесків	935,85
Фінансові компанії	0,7 % обсягу наданих послуг	1628,50
Кредитні спілки	0,7 % виданих кредитів	849,51
Ломбарди	0,4 % виданих кредитів під заставу	677,07
Інші учасники, що надають фінансові послуги	0,05 % обсягу наданих послуг	684,20

*усереднені значення, основою для розрахунків яких слугували дані 2008 року;

Примітка: Розрахунки проведені авторами на основі даних [148; 149; 153; 165] за 2008 р.

чином, фінансування за рахунок внесків учасників дозволить зменшити навантаження шляхом скорочення чисельності учасників, підвищити незалежність єдиного фінансового регулятора, покращити його інформаційне та матеріально-технічне забезпечення.



регуляторів потребує встановлення сумісного програмного забезпечення на основі типових системних рішень та *інтегрувати їх у систему фінансової інформації* з єдиною базою даних за допомогою мережі Інтранет. Як наголошувалося, тенденції до консолідації регуляторних органів є визначальним процесом на сучасному етапі. Однак, там, де об'єднання з певних причин неможливе, повинні існувати тісні інформаційні зв'язки. Нами обгрунтовано неможливість приєднання Національного банку до єдиного фінансового регулятора. Передчасним є і об'єднання державних і недержавних регуляторів України. Тому створення інтегрованої системи фінансової інформації суттєво поглибить їх співпрацю та забезпечить доступ до інформації, що є абсолютно необхідним для ефективного регулювання ринку цінних паперів.

Згідно міжнародних стандартів регуляторам доведеться впроваджувати системи визначення реальних власників професійних учасників ринку цінних паперів і фінансових установ. Взаємне володіння фінансовими інституціями спричиняє значні викривлення інформації про розмір та структуру їх власного капіталу, що створює суттєві проблеми для нагляду. За таких умов регулятори повинні мати змогу відстежувати зв'язок засновників фінансових інституцій з афілійованими особами, незалежно від сфери ринку, в якій зареєстровано суб'єкт регулювання. В даний час кожен із регуляторів формує власну базу даних про суб'єкти регулювання, таким чином, для визначення дійсних власників чи афілійованих осіб необхідно щоразу подавати офіційний запит та переглядати кілька баз даних. Натомість формування єдиної бази даних забезпечить швидкий доступ до інформації всіх регуляторних інституцій і дозволить здійснювати нагляд за учасниками ринку, які діють у різних сегментах фінансового ринку, у тому числі, на ринку цінних паперів.

Для створення інтегрованої системи фінансової інформації необхідно, насамперед, об'єднати існуючі системи та бази даних єдиного фінансового регулятора (або Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку і Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг, у випадку, якщо його ще не буде створено) та Національного банку України (рис. 3.8).



Національний університет
водного господарства
та природокористування

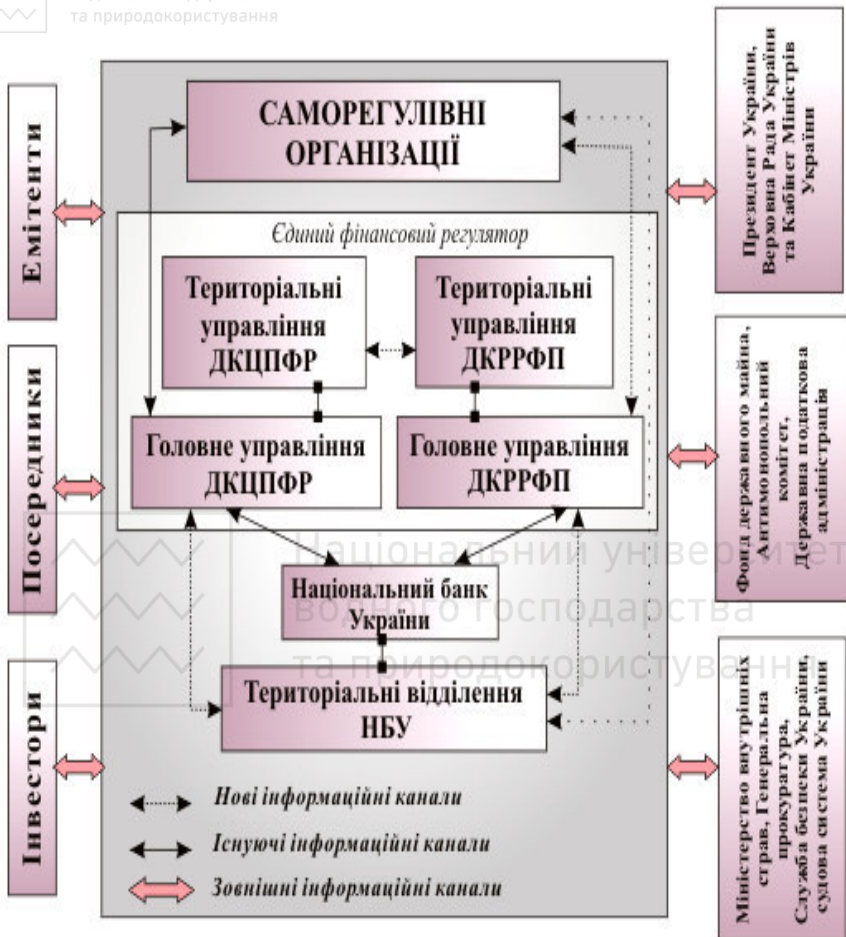


Рис. 3.8. Механізм функціонування інтегрованої системи фінансової інформації

Примітка: Побудовано авторами.

До об'єднаної, у такий спосіб системи, необхідно передбачити підключення недержавних регуляторів (саморегульованих організацій), що забезпечить цілісність регуляторного впливу на професійних учасників ринку, а також дозволить державним регуляторам контролювати виконання саморегульованими організаціями їх функцій.

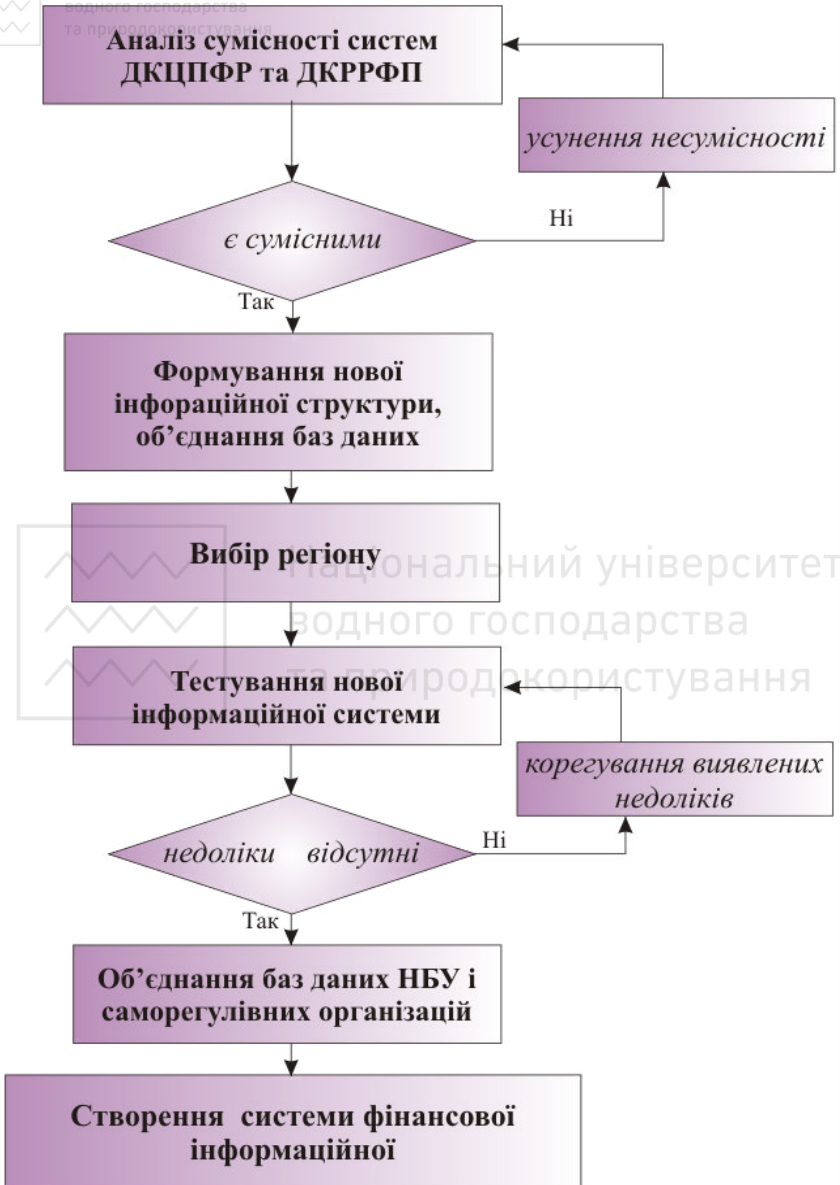


Базою для об'єднання, на нашу думку, повинна стати досить розвинена інформаційна мережа Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. За організаційно-функціональною ознакою автоматизована система інформаційних ресурсів повинна включати: внутрішній інформаційно-аналітичний портал, офіційний веб-портал, а також базу даних про об'єкти регуляторного впливу.

Інформаційні системи єдиного фінансового регулятора, Національного банку та саморегулювальних організацій передбачається з'єднати мережею Інтранет (Intranet). Це дозволить оперативно і в наглядній формі розміщувати документи, а також здійснювати зручну та швидку навігацію між документами усіх вищеперлічених регуляторів. Процес створення інтегрованої системи фінансової інформації повинен проходити у наступній послідовності (рис. 3.9).

Спершу необхідно проаналізувати технічну та програмну сумісність територіальних управлінь Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку і Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг. Створення інтегрованої системи фінансової інформації передбачає використання засобів електронного зв'язку (пошти), єдиного електронного діловодства та документообігу, підключенням всіх регуляторів до локальної мережі Інтранет. Це сприятиме швидкому інформаційному обміну між регуляторними інституціями, що є особливо важливим в період фінансової нестабільності.

Доцільно провести тестування мережі та програмного забезпечення на території одного із регіонів України. Вибір регіону повинен здійснюватися на основі показників розвитку інституцій та технологічних вимог окремих управлінь. Після корегування виявлених технічних та програмних недоліків пропонується поширити розроблену інтегровану систему фінансової інформації регуляторів на всю територію України. Разом з тим, необхідно налагодити обмін інформацією з регуляторами інших країн. Усе це дозволить вдосконалити нагляд та правозастосування, завдяки можливості визначати афілійованих осіб та дійсних власників, поглибити співпрацю між регуляторами, в тому числі і за рахунок виникнення неформальних зв'язків, скоротити витрати часу на отримання інформації за рахунок використання нових інформаційних каналів.



3.9. Алгоритм створення інтегрованої системи фінансової інформації

Примітка: Побудовано авторами.



Створення інтегрованої системи фінансової інформації передбачає також *вдосконалення збору та оприлюднення інформації* від учасників ринку. Регуляторні органи повинні мати в своєму розпорядженні відповідні інформаційно-технологічні засоби, щоб отримувати звіти вчасно і без перебоїв. З цією метою регулятори активно створюють системи автоматичного збору та оприлюднення інформації. Однак, масовим дане явище ще не стало, що негативно відбивається на якості нагляду, а відтак – і на правозастосуванні.

Крім того, інформацію, що оприлюднюється через існуючі системи, складно аналізувати не лише регуляторам, а й інвесторам. Приміром, в даний час Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку за сприяння Проекту USAID „Розвиток ринків капіталу” формується Електронна система комплексного розкриття інформації (ЕСКРІН). Вона передбачає подання в електронному вигляді через мережу Інтернет учасниками всіх видів інформації, передбачених Законом України „Про цінні папери та фондовий ринок”: річної і квартальної, особливої інформації, проспектів емісії, звітів про результати розміщення цінних паперів на веб-сайті ДКЦПФР у режимі реального часу.

Розкриття Інформації в ЕСКРІН здійснюється у вигляді електронного документа, для створення і подання якого емітенту потрібно мати спеціалізоване програмне забезпечення та дійсні посилені сертифікати відкритих ключів електронного цифрового підпису, сформовані для посадових осіб емітента і акредитовані центром сертифікації ключів. Таким чином, ЕСКРІН покликана спростити процес подання звітної інформації для емітентів з одного боку, та з іншого – надати швидкий та безоплатний доступ до неї для користувачів [149].

Попри відзначені позитиви, відмітимо, що система передбачає лише оприлюднення інформації і не має жодних інструментів аналізу даних, що в ній містяться. Так, для порівняння показників діяльності декількох емітентів чи одного емітента за декілька періодів необхідно по черзі відкривати кожен із звітів та копіювати інформацію в один файл. Графічний аналіз цих даних безпосередньо на сайті також неможливий. У той же час у світі набуває поширення гіпертекстова, або розширена, мова бізнес-звітності – XBRL, котра дозволяє автоматично обробляти фінансову інформацію, уникаючи трудомісткого процесу ручного введення і



порівнювання даних, дає можливість відбирати, аналізувати інформацію, обмінюватися нею та різними способами надавати її користувачам.

В даний час відбувається тестування системи ЕСКРІН, а також систем формування та збору електронної звітності інших регуляторів з метою виправлення недоліків. Вважаємо за доцільне замість введення в дію і поступової їх модернізації відразу запровадити формування звітності на основі XBRL. Створені на базі гіпертекстової мови інформаційні системи дають можливість за допомогою вбудованих функцій проводити аналіз даних, що забезпечує можливість автоматичного розрахунку фінансових показників, побудови графіків та діаграм за кількома компаніями і за декілька періодів. Одночасно забезпечується доступ до первинної інформації – основних форм звітності.

Завдяки цим функціям регулятори в автоматичному режимі можуть формувати річні та оперативні звіти, здійснювати нагляд за діяльністю учасників, що особливо важливо зважаючи на значну чисельність об'єктів регулювання. Крім того, аналіз даних може бути доступний і для інвесторів, а це дозволить суттєво зменшити витрати часу на пошук, систематизацію та аналіз масивів даних. Корисним для визначення доцільності вкладень чи вибору посередника є можливість побудови ренкінгів компаній на основі вибраних показників. Приміром, можна відсортувати емітентів за розміром чистого прибутку на одну просту акцію, торговців – за обсягами наданих послуг, чи недержавні пенсійні фонди, розташовані в обраному регіоні із визначеним розміром активів. Таким чином, вдасться суттєво підвищити прозорість ринку, а відтак зменшити ризики та транзакційні витрати на пошук інформації.



3.3. Вдосконалення процесів саморегулювання на ринку цінних паперів

Саморегулівні організації, як важлива складова регулювання, також потребують вдосконалення. Насамперед, існування однієї саморегулівної організації з кожного виду діяльності та обов'язковість входження хоча б до однієї з них, специфікацію, захист прав власності та захист від третіх осіб (керівників асоціацій професійних учасників ринку). Керівні органи СРО складаються із посередників, котрі одночасно є учасниками ринку цінних паперів і можуть використовувати владні повноваження для боротьби із іншими учасниками-конкурентами. Відсутність чітко прописаних норм протидії примусу (інфорсменту) може завдати шкоди суб'єктам регулювання чи створити для них витрати, яких вони не зможуть уникнути.

Структура управління сучасних саморегулівних організацій ринку цінних паперів України склалася у період, коли існувало декілька СРО з кожного виду діяльності, а відтак і механізми протидії владному примусу не мали такої важливості. Із скороченням їх чисельності за короткий період часу організаційні структури цих організацій трансформувалися не повністю і потребують розробки інструментів запобігання владного впливу одних учасників ринку на інших.

На сьогодні об'єднання всіх посередників одного виду діяльності створює структуру, котра має можливості для владного впливу на учасників ринку, а відтак нагляд за нею повинен здійснюватись постійно. За таких умов неприпустимим є автоматичне продовження Свідоцтва про реєстрацію через кожні три роки та відсутність впродовж цього періоду перевірки на відповідність вимогам СРО. Тому, на нашу думку, Свідоцтво про реєстрацію саморегулівних організацій повинно мати необмежений термін дії, а перевірка на відповідність – здійснюватися протягом усього періоду функціонування СРО. Такий захід сприятиме покращенню реалізації регуляторних функцій, а також дозволить уникнути порушення законодавства членами – професійними учасниками ринку при затримці перереєстрації асоціацій.

Рішення Ради, Дирекції, Президента та інших органів СРО, котрі можуть порушити права учасників ринку, в обов'язковому порядку



повинні затверджуватися Загальними зборами. До таких повноважень належать: прийняття Положень, Стандартів та Кодексів діяльності посередників на ринку цінних паперів, встановлення розмірів та порядку сплати членських внесків, визначення санкцій за порушення правил СРО та чинного законодавства. Виключенням можуть бути лише рішення Ради, що приймаються у зв'язку з приведенням відповідно до законодавчих актів державних регуляторів, які повинні бути реалізовані негайно.

З цією метою необхідно, по-перше, Професійній асоціації реєстраторів і депозитаріїв, замість існуючого Положення про членство ПАРД, прийняти Етичний Кодекс (професійної відповідальності) та Кодекс заходів впливу, на зразок тих, що прийняті Українською асоціацією інвестиційного бізнесу та Асоціацією „Українські Фондові Торговці”.

Етичний кодекс Професійної асоціації реєстраторів та депозитаріїв повинен визначати основні принципи і правила, додержання яких є необхідною умовою для виникнення, розвитку і підтримання доброго і коректного ставлення членів Асоціації до партнерів та емітентів, їх належної поведінки на ринку цінних паперів, у відносинах один з одним, з органами асоціації, а також з державними регуляторами. Прийняття Етичного кодексу ПАРД сприятиме:

- становленню і впровадженню етичних норм, які поширюються на членів СРО, що провадять депозитарну діяльність на ринку цінних паперів;
- захисту прав власників цінних паперів;
- вивченню і розповсюдженню передового міжнародного досвіду в галузі фондового ринку та професійної діяльності на ринку цінних паперів;
- ефективному і надійному функціонуванню депозитарної системи України;
- оперативному наданню інформації про зміну права власності на цінні папери;
- застосуванню стандартів, процедур і технологій, спрямованих на швидке і ефективно ведення обліку та рахунків цінних паперів.

Кодекс заходів впливу повинен визначати суб'єктів, які можуть бути притягнуті до відповідальності, підстави притягнення до дисциплінарної відповідальності, санкції і випадки, в яких можуть



бути застосовані конкретні санкції. Прийняття цього документа дозволить чітко прописати порядок та процедури, котрі відсутні у положенні „Про членство”, зокрема: формування дисциплінарної колегії, складання дисциплінарного висновку, провадження розгляду та конфіденційності інформації, отриманої дисциплінарною колегією, види та порядок застосування дисциплінарного впливу до учасників, а також подання апеляційних скарг.

По-друге, варто передбачити можливість застосування штрафних санкцій у Кодексах заходів впливу Української асоціації інвестиційного бізнесу та Професійної асоціації реєстраторів та депозитаріїв. Грошові відшкодування за порушення правил СРО чи діючого законодавства, на нашу думку, є одним із найбільш дієвих способів впливу на порушників. Однак без передбачення цього положення у внутрішніх документах, саморегульвні організації не мають права накладати будь-які штрафи, незалежно від їх розмірів.

Розмір санкцій за кожен із видів порушень, на нашу думку, повинна затверджувати Рада СРО, шляхом прийняття спеціального рішення. Такий механізм встановлення штрафів є достатньо гнучким і забезпечує оперативне реагування на зміни ринкового середовища. Водночас, для забезпечення протидії примусу та зловживанням Ради, вважаємо за доцільне залишити за загальними зборами учасників СРО права встановлення верхньої межі грошових стягнень. Перелік самих порушень, за які передбачається призначати штрафні санкції, повинен бути погоджений Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку та Державною комісією з регулювання ринків фінансових послуг.

По-третє, зважаючи на можливість владного впливу СРО, необхідно врегулювати процедуру апеляції щодо неправомірного застосування санкцій за порушення чинного законодавства чи внутрішніх документів асоціацій. Такі повноваження не повинні належати органу, який призначив покарання (як це відбувається у АУФТ). З іншого боку, закріплення права перегляду скарг учасників ринку за Загальними зборами лише раз на рік (ПАРД) втрачає сенс. Таким чином, повноваженнями апеляції Асоціації „Українські фондові торговці” і Професійної асоціації реєстраторів та депозитаріїв варто наділити Раду цих асоціацій.



З цією ж метою АУФТ та ПАРД доцільно створити окремий контролюючий орган – Дисциплінарний комітет. Виключними функціями комітету повинен бути контроль за діяльністю учасників на ринку цінних паперів, проведення розслідування фактів порушень, притягнення до дисциплінарної відповідальності, інформування членів асоціації, органів та посадових осіб асоціації і державних регуляторів про результати дисциплінарних розслідувань, застосування дисциплінарних санкцій, узагальнення дисциплінарної практики асоціації.

По-четверте, необхідно узгодити внутрішні документи саморегулювальних організацій. У статутах Української асоціації інвестиційного бізнесу, Асоціації „Українські Фондові Торговці” та Професійної асоціації реєстраторів і депозитаріїв міститься теза про заборону – „обмеження можливості своїх учасників щодо надання послуг на ринку цінних паперів”. В той же час у Кодексах заходів впливу УАІБ та АУФТ, а також у Положеннях про членство ПАРД передбачені санкції впливу вищезгаданих СРО на учасників. Усунути дану суперечність, на нашу думку, можна, доповнивши тези статутів словами: „крім випадків застосування санкцій, передбачених Кодексами заходів впливу”.

Проведений аналіз виявив, що із передбачених законом „Про цінні папери та фондовий ринок” повноважень, котрі можуть делегувати державні регулятори, фактично саморегулювальні організації проводять збір, узагальнення та аналітичне оброблення даних, здійснюють перевірки щодо дотримання вимог законодавства про цінні папери, правил, стандартів професійної поведінки та подання клопотання про припинення дії ліцензії на провадження професійним учасником фондового ринку певного виду діяльності.

Умови для передачі саморегулювальним організаціям виключних прав на ліцензування та сертифікацію професійних учасників ринку, на нашу думку, ще не склалися: нерегульовано механізм управління СРО, потребують вдосконалення положення, стандарти, кодекси та інші внутрішні документи, не завершено процес набуття членства учасниками організацій, що втратили статус СРО.

Вважаємо більш доцільним делегувати саморегулювальним організаціям забезпечення передліцензійної підготовки і навчання їх членів. Професійні учасники ринку у цих питаннях мають ряд



переваг перед працівниками державних регуляторів. По-перше, на відміну від ДКЦПФР, учасники, що входять до СРО, спеціалізуються лише на одному виді діяльності. По-друге, вони мають значний досвід практичної діяльності в даному сегменті, а відтак – і вимоги щодо сертифікації та ліцензування, вставлені ними у більшій мірі відповідають реальному станові інституційної системи ринку цінних паперів.

Одночасно делегування вищезгаданих повноважень дозволить зменшити навантаження на державних регуляторів. Лише у 2008 році Державною комісією видано 569 ліцензій, переоформлено – 396 та анульовано – 116. За цей же період Державною комісією з регулювання ринків фінансових послуг видано 894 ліцензії, анульовано 104 та тимчасово призупинено дію 72 ліцензії. Проведення передліцензійної перевірки та сертифікації перекладе частину зобов'язань щодо виявлення невідповідності вимогам на органи саморегулювних організацій та значно спростить процедуру перевірки на відповідність законодавству працівниками державних регуляторів.

Вважаємо за необхідне дозволити також саморегулювним організаціям проводити навчання майбутніх професійних учасників ринку. Це дасть можливість покращити якість підготовки фахівців, які спеціальні навички отримуватимуть від професійних учасників ринку, а знання вимог законодавства – від Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку і Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг.

Відзначимо, що у законі „Про цінні папери та фондовий ринок” не вирішено питання участі у саморегулювних організаціях учасників, котрі суміщають декілька видів діяльності і чисельність яких постійно зростає. Станом на 31.12.2008 р. Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку було зареєстровано 256 торговців-зберігачів та 34 торговці-зберігачі-реєстратори, що на 43 професійних учасники більше, ніж у 2007 році. Це становить 20 % загальної кількості посередників, що отримали ліцензії з цих видів діяльності.

Як бачимо, учасники ринку суміщають діяльність з торгівлі цінними паперами та депозитарну діяльність. Цих два види діяльності регулюються різними саморегулювним організаціями із несхожими стандартами, кодексами діяльності, внесками для



учасників ринку та санкціями, котрі можуть застосовуватися до порушників.

Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв не має Кодексу професійної відповідальності (етичного кодексу), а відповідальність за порушення значно менші, ніж в Асоціації „Українські фондові торговці”. Таким чином, може виникнути ситуація, коли торговці-зберігачі цінних паперів можуть стати учасниками ПАРД, ігноруючи при цьому стандарти діяльності торговців цінними паперами.

Вважаємо, що членство повинно бути обов’язкове у тих саморегульвних організаціях, котрі регулюють діяльність, ліцензію на яку отримав посередник. Таким чином, торговці-зберігачі обов’язково повинні належати як до Асоціації „Українські фондові торговці”, так і до Професійної асоціації реєстраторів та депозитаріїв. В іншому випадку – порушується вимога однакового впливу саморегульвних організацій на всіх без виключень учасників ринку, передбачена законом „Про цінні папери та фондовий ринок”.

В умовах недосконалості законодавчо-нормативної бази та можливості опортуністичної поведінки одних контрагентів-учасників ринку щодо інших загострюється потреба у судовому врегулюванні спорів. Водночас, державні суди є переважаними. За даними Верховного Суду України у 2008 році місцевими господарськими судами розглянуто 297 тисяч звернень учасників судового процесу. До кожного судді місцевого господарського суду у 2007 році щомісяця надходило на розгляд 43,5 справ і матеріалів, а до кожного судді апеляційного господарського суду – 10,6 [131].

За таких умов суттєво зростають транзакційні витрати учасників ринку цінних паперів на попередження опортуністичної поведінки, специфікацію, захист прав власності та захист від третіх осіб. Як зазначалося, зменшити транзакційні витрати можливо шляхом створення та розвитку відповідних інституцій. Тому ми вважаємо доцільним розвиток інституції третейських судів на ринку цінних паперів, насамперед – при саморегульвних організаціях професійних учасників ринку, які дозволять зменшити навантаження на державні суди, а з часом – мінімізувати транзакційні витрати учасників ринку, підвищивши тим самим привабливість вітчизняного ринку цінних паперів. Відзначимо, що



державна при цьому ніяких матеріальних витрат, пов'язаних з їх функціонуванням не матиме.

В даний час норми, що регулюють діяльність третейських судів, містяться в Процесуальному, Господарському і Цивільному кодексах, і насамперед – у Законі України „Про третейські суди” від 11.05.2004 р. Згідно цього закону третейський суд - недержавний незалежний орган, що утворюється за угодою або відповідним рішенням зацікавлених фізичних та/або юридичних осіб у порядку, встановленому цим законом, для вирішення спорів, що виникають із цивільних та господарських правовідносин.

Третейські суди не входять до судової системи України (ст. 3 Закону України „Про судоустрій України”), а відтак не є органами правосуддя. Різниця між третейськими судами і судами загальної юрисдикції полягає у тому, що компетенція третейських судів не поширюється на всі правовідносини, що виникають у державі. Рішення (ухвали) третейських судів не постановляються іменем України і не є обов'язковими для виконання всіма фізичними та юридичними особами, крім сторін третейського розгляду. Відмінність третейських судів від органів державної судової влади полягає у договірній основі діяльності третейського судочинства: третейський суд розглядає справи на підставі письмової третейської угоди (третейського застереження або угоди про третейський розгляд), в якій міститься згода сторін на звернення до третейського суду для остаточного вирішення спору, передбаченого третейською угодою. У рішенні Конституційного Суду відзначається, що „третейські суди ухвалюють рішення тільки від свого імені, а самі ці рішення є обов'язковими тільки для сторін спору”. Забезпечення примусового виконання рішення третейських судів перебуває за межами третейського розгляду і є завданням компетентних судів і Державної виконавчої служби [164].

Згідно чинного законодавства [43], в Україні можуть утворюватися та діяти постійно діючі третейські суди та третейські суди для вирішення однієї конкретної справи (суди *ad hoc*). Станом на листопад 2006 р. було зареєстровано 150 постійно діючих третейських судів. Досвід створення третейських судів для вирішення конкретного спору (суди *ad hoc*) обмежений. Причиною цього можна вважати недосконале законодавче поле



функціонування таких судів та низький рівень довіри до суду, який створюється лише для розгляду однієї справи.

На фінансовому ринку третейські суди можуть утворюватися та діяти при фондових і товарних біржах, саморегульованих організаціях професійних учасників ринку цінних паперів, всеукраїнських асоціаціях кредитних спілок, а також при об'єднаннях, асоціаціях суб'єктів підприємницької діяльності - юридичних осіб, у тому числі банків. Однак, у даний час створено лише постійно діючий третейський суд при саморегульованій організації „Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв”. Частково питання діяльності банків на ринку цінних паперів розглядаються постійно діючим третейським судом при Асоціації українських банків.

Загалом, до переваг створення таких судів безпосередньо для учасників ринку можна віднести зменшення *транзакційних витрат* на захист прав власності та захист від третіх осіб. Спираючись на результати порівняння, ми дійшли висновку, що в даний час суми митного збору при розгляді справ майнового характеру є меншими у господарських судах (рис. 3.10). При цьому ми не враховували витрати на повторний перегляд справ (1% від суми позову) та недоотримані вигоди внаслідок тривалого розгляду справ. Крім того, наявність ефективно діючої системи захисту прав учасників сприятиме скороченню витрат на попередження опортуністичної поведінки інвесторів та емітентів.

Така ситуація, однак, не є незмінною. У проекті закону „Про судовий збір” передбачено зростання розміру судового збору за розгляд господарським судом до 2% від суми позову. У цьому випадку доцільність вирішення претензії майнового характеру визначатиметься розміром позову: чим більша сума, тим більша економія коштів при розгляді справи саме третейським судом. За нашими розрахунками, звертатися до третейського суду ПАРД буде доцільно при умові, якщо сума позову перевищуватиме 250 тис. грн.

Таким чином, укласти угоду про третейський розгляд у постійно діючому третейському суді СРО Професійної асоціації реєстраторів та депозитаріїв буде доцільно юридичним особам, претензії яких будуть досить значними. Витрати на розгляд справи у постійно діючому суді Асоціації банків України будуть меншими незалежно від розміру судового позову. Отже, захищати свої

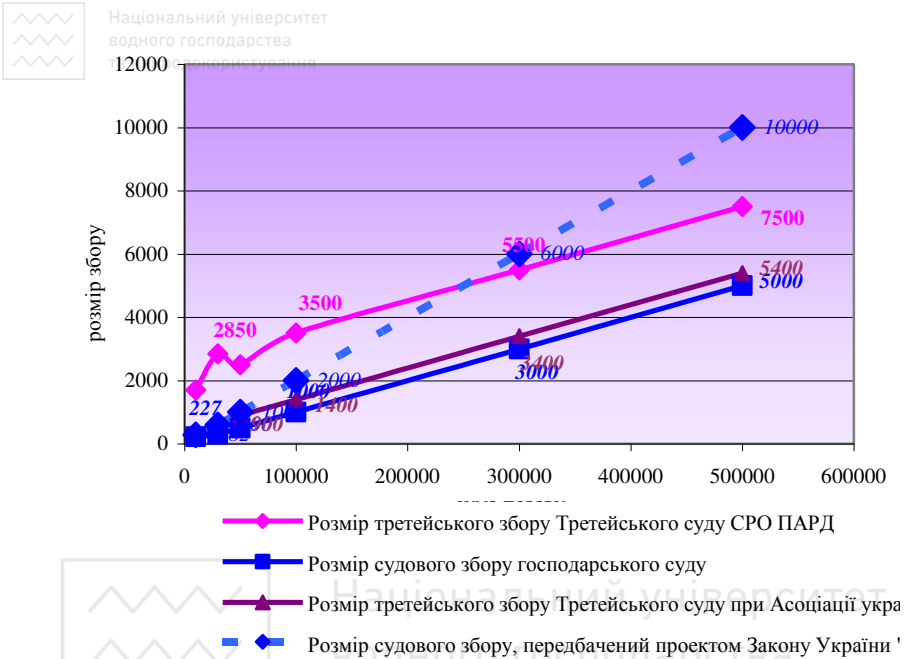


Рис. 3.10. Криві витрат на розгляд справи у суді залежно від розміру позову, грн.

Примітка: Побудовано на основі розрахунків авторів.

інтереси у цьому третейському суді зможуть дрібні підприємці. Крім того, за умови збільшення чисельності справ, що розглядаються третейськими судами, останні зможуть значно зменшити суми третейських зборів і стати більш доступними. Ще однією перевагою є *скорочення тривалості розгляду справ третейським судом*. Статистика свідчить, що термін розгляду справи в третейському суді становить від двох тижнів до двох місяців. Подібна практика розгляду характерна також для інших країн, зокрема третейський суд США розглядає справу втричі швидше, ніж звичайний суд. У практиці Казахстану є приклади, коли справи розглядалися за 7-10 днів [178].

На думку як вітчизняних [21], так і закордонних [103, с.30] професійних учасників ринку, третейський суд дає важливі переваги діяльності СРО, надаючи можливість її членам кваліфіковано та ефективно вирішувати суперечки, що виникають



між ними. Третейський розгляд вирізняється оперативністю, яка так необхідна сучасному ринку цінних паперів.

Важливою перевагою є також *можливість обирати суддів*. Сторони добровільно та за взаємною згодою обирають суддів із затвердженого списку. Приміром, список суддів СРО ПАРД містить перелік із п'ятнадцяти суддів, стаж роботи на ринку цінних паперів яких коливається від п'яти до десяти років [194]. В той час як список третейських суддів постійно діючого Третейського суду при Асоціації Українських Банків нараховує п'ятдесят дві особи, стаж роботи за фахом яких коливається від шести до тридцяти семи років [193].

Арбітри мають необхідну кваліфікацію, необмежені в коштах і незалежні від вищого керівництва. Вони незавантажені численними справами, тому третейські судді мають більше можливості детального розгляду матеріалів справи. За статисткою у 2006 році постійно діючі третейські суди України розглянули понад 5 тисяч справ. З моменту заснування Третейського суду Національної асоціації учасників фондового в 1996 році у Росії ним було розглянуто більш, ніж 150 справ. У 2003–2006 роках в Третейському суді НАУФОР було розглянуто 18 справ, загальна сума позовних вимог склала 141 млн. рублів [103, с.43].

Важливим також є те, що при розгляді справ забезпечується *конфіденційність*. Третейський суд, суддя чи секретар третейського суду не мають права розголошувати відомості та інформацію, що стали йому відомі під час третейського розгляду, без згоди сторін або їх правонаступників. У разі, коли проти відкритого розгляду справи третейським судом висунуто хоча б однією стороною заперечення з мотивів додержання та збереження комерційної або банківської таємниці чи забезпечення конфіденційності інформації, справа розглядається на закритому засіданні. Протокол засідання третейського суду ведеться лише в разі наявності угоди між сторонами про ведення протоколу або коли ведення протоколу передбачено регламентом третейського суду.

Ще однією перевагою можна назвати *відсутність апеляційної та касаційної інстанції*, що усуває можливість штучного затягування процесу вирішення справи. Рішення третейського суду є остаточним, не підлягає оскарженню, а сторони, які передали спір



на розгляд, зобов'язані добровільно виконати рішення третейського суду без будь-яких зволікань чи застережень.

Відсутність обмеження територіальної підсудності дозволяє визначати місце третейського розгляду за угодою сторін незалежно від адміністративно-територіального розташування суб'єктів спору. За відсутності такої домовленості місце третейського розгляду визначається третейським судом з урахуванням усіх обставин справи, зокрема, характеру справи, зручності обраного місця третейського розгляду для сторін та складу третейського суду.

Однак, на діяльність третейських судів поширюється ряд обмежень. Перш за все це обмеження спеціалізацією суду. Так, Третейський суд ПАРД забезпечує професійне та неупереджене вирішення проблемних спорів, пов'язаних з фондовим ринком, у тому числі і передачі реєстрів власників іменних цінних паперів, подвійного ведення реєстрів, відмови у внесенні змін до системи реєстру, спорів, що стосуються видачі, погашення сертифікатів цінних паперів, проведення загальних зборів акціонерних товариств, реалізації прав, що впливають з цінних паперів.

Третейські суди при саморегулюванні організаціях можуть вирішувати справи, пов'язані із суперечками між професійними учасниками ринку цінних паперів і їх клієнтами або між контрагентами за договорами купівлі-продажу цінних паперів: питаннями розірвання брокерського або депозитарного договору; стягнення комісійної винагороди; оплати цінних паперів, переданих покупцеві за договором купівлі-продажу цінних паперів; стягнення штрафів та пені за невиконання або неналежне виконання зобов'язань за договорами купівлі-продажу цінних паперів.

Необхідно враховувати підвідомчість справ при складанні третейської угоди, оскільки при визнанні суду некомпетентним із даного питання визнається недійсним і рішення, прийняте ним за результатами розгляду справи. Рішення є також недійсним при розгляді питань, котрі виходять за межі третейської угоди чи визнанні недійсною такої угоди компетентним судом.

Третейський суд має обмеження компетенції у спорах про визнання недійсними нормативно-правових актів; у спорах, що виникають при укладенні, зміні, розірванні та виконанні господарських договорів, пов'язаних із задоволенням державних потреб; у справах, пов'язаних з державною таємницею; при розгляді

справ про відновлення платоспроможності боржника чи визнання його банкрутом; у справах, однією із сторін в яких є орган державної влади, орган місцевого самоврядування, державна установа чи організація, казенне підприємство; а також справ, коли хоча б одна із сторін спору є нерезидентом України.

Серед проблем необхідно також виділити відсутність в Законі України „Про третейські суди” норми, яка встановлювала б обов'язковість ухвали третейського суду про витребування документів та доказів для осіб, що не є учасниками третейського розгляду та державних органів.

Усуненню зазначених недоліків сприятиме, на нашу думку, закріплення інституції третейських судів у Конституції України та у Закони України „Про судоустрій”, а також визначення процедури виконання рішень третейських судів державними виконавцями у Законі України „Про виконавче провадження”. В іншому випадку існує ймовірність ігнорування рішень третейських судів з боку Державної податкової адміністрації України, Державної митної служби України та інших контролюючих органів.

3.4. Підвищення ліквідності фінансових інструментів

Підвищенню ефективності функціонування ринку цінних паперів сприяє розширення кількості ліквідних фінансових інструментів, включаючи розвиток вторинного ринку державних боргових цінних паперів [231].

Облігації внутрішньої державної позики (ОВДП). З огляду на вкрай незначну роль державних цінних паперів на національному фондовому ринку (80 - 90 % обігу ОВДП відбувається поза біржами), необхідно максимально нарощувати обсяги вторинного ринку державних боргових цінних паперів при активній участі на цьому ринку БУ.

Розвиток дієвого ліквідного ринку внутрішніх боргових зобов'язань створить умови для зниження ризиків боргової позиції уряду в довгостроковій перспективі та сприятиме повноцінному



розвитку фінансової системи держави. Зміщення акцентів із зовнішніх державних позик на внутрішні створюватиме умови для більш повного використання внутрішніх ресурсів і факторів розвитку та сприятиме підтриманню високих темпів економічного зростання в довгостроковому періоді.

Корпоративні інструменти. Активне нормативне застосування у зв'язку з прийняттям закону України „Про акціонерні товариства” створює оптимістичні передумови для створення справедливого ринку акцій [32].

Муніципальні інструменти. З метою полегшення залучення коштів до місцевих бюджетів доцільно спростити та стандартизувати процедури випуску муніципальних боргових інструментів. Серед трьох джерел фінансування касових розривів муніципальних бюджетів (випуск муніципальних боргових інструментів; продаж землі та пряме кредитування) перший є найбільш зручним, привабливим та ефективним.

Підвищенню інформаційної прозорості та відкритості ринку цінних паперів сприятиме *розрахунок індексів державних та муніципальних облігацій*. Оприлюднення динаміки зміни таких індексів, на нашу думку, створить можливості для:

- вивчення стану і тенденцій руху цін на облігації внутрішньої державної позики, чи облігації місцевих позик;
- своєчасного виявлення регуляторами та учасниками ринку кризових явищ на фондовому ринку;
- зменшення ризиків як інституційних так і індивідуальних інвесторів;
- порівняння цін із доходністю окремих облігацій, динамікою ринку боргових зобов'язань загалом чи окремих його сегментів.

Обов'язковою умовою при цьому є підтримка первинними дилерами торгів на вторинному ринку, в іншому випадку показники втратять інформативність. Інші обмеження використання запропонованих індексів є такими ж, як і для інших індексів:

- показники відображають лише кількісні параметри зміни кон'юнктури ринку облігацій, не враховуючи при цьому якісних;
- визначаючи загальний напрям тенденцій, вони не дають інформації про величину самого явища;
- індекси облігацій, як і акцій, потребують періодичного перегляду бази розрахунку;



отриманий результат суттєво залежить від методу розрахунку, кількості цінних паперів, що входять до нього і вимог, на відповідність яких перевіряються облигації;

- індикатори мають високу чутливість до спекулятивних дій торговців, у тому числі і первинних дилерів;
- зміна показників є результатом численних факторів, внаслідок чого поступово втрачається можливість їх дослідження методами лінійного аналізу.

Розрахунок індексів, на нашу думку, повинна проводити фондова біржа ПФТС. По-перше, саме на цьому торговому майданчику майже повністю зосереджено вторинний ринок державних та муніципальних облигацій, а відтак база для розрахунку показників є достатньою та репрезентативною. По-друге, в даний час біржею вже розраховуються індекси корпоративних облигацій – ПФТС-Cbonds та ПФТС-Cbonds/TR, визнані Європейською комісією з облигацій (European Bond Commission) та Європейською федерацією фінансових аналітиків (European Federation of Financial Analysts' Societies). Таким чином, організатор торгівлі має необхідний досвід розрахунку індикаторів за борговими цінними паперами, який може бути використано для розрахунку індексів державних та муніципальних облигацій.

Індекси пропонується формувати без врахування купонного доходу і купонних платежів, оскільки, як відзначалось в розділі 2.2., саме вони дозволяють найбільш точно виділити ризикову складову, оскільки вони слугують спекулятивним та портфельним інвесторам, котрі купують цінні папери на короткий період часу і отримують прибуток за рахунок зміни цін. За аналогією з існуючою системою індексів ПФТСП пропонуємо такі позначення для індексів ПФТС-ОВДП, ПФТС-ОМП.

На основі досвіду з розрахунку корпоративних індексів облигацій фондової біржі ПФТС [134], авторами запропоновано наступну послідовність розрахунку державних та муніципальних індексів. Перш за все необхідно сформувати перелік облигацій, що входять до індексного списку. Останні повинні відповідати наступним вимогам:

- за типом цінного паперу належати до процентних облигацій;
- за результатами проведених торгових сесій повинні підтримуватися котирування на купівлю та на продаж;



горизонтальний спред, розрахований в середньому за період, не повинен перевищувати 3 %, а квадратичний коефіцієнт варіації – 33 %;

– термін обігу на біржі не менше 1 місяця.

Не можуть входити до розрахунку індексів державні та муніципальні боргові зобов'язання, які:

– продаються з дисконтом чи мають які-небудь інші обмеження обігу;

– використовуються в операціях з продажу Національним банком із зобов'язанням зворотного викупу;

– термін до погашення яких складає менше 31 дня за станом на останнє календарне число місяця дії нової бази розрахунку;

– за якими хоча б одна купонна ставка не встановлена як фіксована величина (невідомо).

Облігації, що відповідають цим вимогам, за термінологією, запропонованою ПФТС, можна віднести до ринкових. Далі до індексного кошика повинні відбиратись цінні папери, за якими протягом розрахункового періоду укладалися угоди загальним обсягом не менше 1 млн. грн. для облігацій внутрішньої державної позики (як і для корпоративних цінних паперів) та 500 тис. грн. – для муніципальних боргових цінних паперів (враховуючи менші розміри випусків).

Наступним кроком передбачається ранжування боргових цінних паперів за часткою ринку. До списку автором рекомендується включати облігації ОВДП та муніципальні облігації, які охоплюють не менше 25 % номінального обсягу переліку ринкових облігацій. Мінімальна кількість випусків боргових зобов'язань не може бути меншою трьох. Для формування усіх вищезазначених вимог нами було адаптовано вимоги ПФТС до корпоративних боргових паперів із врахуванням особливостей державних та боргових цінних паперів.

Базове значення індексів на дату початку розрахунку показників повинно складати 100. Це дасть можливість порівнювати індекси між собою та з показниками корпоративних облігацій, розрахунок яких розпочато 01.10.2004 року із таким же базовим значенням. Індекси пропонується розраховувати спираючись на метод зв'язаного ланцюжка найкращих цін, котрий використовується фондовою біржею ПФТС. При цьому ціна певного випуску на

кожен момент часу визначається як середнє значення кращих цін на купівлю і на продаж облігацій [134]. Формули розрахунку показників для державних та муніципальних боргових цінних паперів наведено в таблиці 3.5.

На основі запропонованої авторами методики, було розраховано індекси державних та муніципальних цінних паперів за період з 08.01.2009 по 01.04.2009 року. Цей період характеризується найбільшою активністю вторинного ринку облігацій і дає достатньо репрезентативні дані.

Проведений аналіз виявив, що впродовж аналізованого проміжку часу із внесених до списку ПФТС 18 облігацій внутрішньої державної позики лише три випуски відповідали вимогам ринковості, і три випуски облігацій муніципальних позик (із 25 зареєстрованих). Саме ці облігації було включено до індексного кошика відповідного типу показників (табл. 3.6 – 3.8).

Таблиця 3.5

Розрахунок індексів державних і муніципальних облігацій методом зв'язаного ланцюжка на основі найкращих цін

Вид індексу	Формула для розрахунку	Умовні позначення
Індекс державних облігацій без врахування купонних виплат (ПФТС-ОВДП)	$I_t^{ОВДП} = I_{t-1}^{ОВДП} \cdot \frac{\sum_{i=1}^n P_{i,t} \cdot V_i}{\sum_{s=1}^n P_{i,t-1} \cdot \sum_{s=1}^n V_s}$	t - поточний період (момент, станом на який розраховуються індекси); $t-1$ - попередній період (момент закриття торгової сесії попереднього торговельного дня); i - випуск облігацій у списку для розрахунку індексу; V_i - обсяг облігацій i -го випуску, грн.; n - кількість випусків у списку для розрахунку індексу, шт.;
Індекс облігацій місцевих позик без врахування купонних виплат (ПФТС-ОМП)	$I_t^{ОМП} = I_{t-1}^{ОМП} \cdot \frac{\sum_{i=1}^n P_{i,t} \cdot V_i}{\sum_{s=1}^n P_{i,t-1} \cdot \sum_{s=1}^n V_s}$	t - поточний період (момент, станом на який розраховуються індекси); $t-1$ - попередній період (момент закриття торгової сесії попереднього торговельного дня); i - випуск облігацій у списку для розрахунку індексу; V_i - обсяг облігацій i -го випуску, грн.; n - кількість випусків у списку для розрахунку індексу, шт.;
Найкраща середня ціна облігації i -го випуску в момент часу t ($P_{i,t}$)	$P_{i,t} = \frac{BID_{i,t} + ASK_{i,t}}{2}$	$BID_{i,t}$ - найкраща (найвища) ціна купівлі, що склалася наприкінці поточного періоду, грн.; $ASK_{i,t}$ - найкраща (найнижча) ціна продажу, що склалася наприкінці поточного періоду, грн.

Примітка: Складено на основі [134].



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування



**Статистика коливань індексів акцій, облігацій
та їх вейвлет-коефіцієнтів**

Коефіцієнт / індекс	Середнє значення	Розмах варіації	Стандартне відхилення	Коефіцієнт осциляції	Коефіцієнт варіації
Індекс акцій					
Індекс ПФТС	241,5	96,05	33,33	0,3977	0,1380
d_1	0,00444	6,51	1,197	1466,216	269,595
d_2	0,01155	14,26	2,121	1234,632	183,636
d_3	0,05914	13,68	3,603	231,316	60,923
Індекси облігацій					
ПФТС- Cbonds	102,6	2,27	0,6419	0,0221	0,0063
d_1	-0,0004687	0,5261	0,09568	-1122,466	-204,139
d_2	-0,000224	0,4255	0,08368	-1899,554	-373,571
d_3	-0,0003392	0,6165	0,1253	-1817,512	-369,399
ПФТС- ОМП	100,2	3,31	1,049	0,03303	0,0105
d_1	-0,0008626	1,652	0,1812	-1915,140	-210,063
d_2	0,003333	1,58	0,2313	474,047	69,397
d_3	-0,05264	1,087	0,1995	-20,650	-3,790
ПФТС- ОВДП	99,01	3,675	0,8722	0,0371	0,0088
d_1	0,003695	1,38	0,2253	373,478	60,974
d_2	-0,003581	2,449	0,3505	-683,887	-97,878
d_3	0,003409	2,863	0,4868	839,836	142,798

Примітка: Розраховано на основі даних [151].

Динаміка отриманих автором індексів віддзеркалює тенденції, притаманні ринку боргових зобов'язань у кризовий період. Інвестори надають перевагу менш прибутковим цінним паперам із фіксованими купонними виплатами та визначеним номіналом погашення (рис. 3.4).

Отримані результати свідчать, що при усуненні коливань (шумів) тенденції ринку корпоративних облігацій та облігацій внутрішньої державної позики є схожими (рис. 3.54). При цьому коефіцієнт варіації розрахований для державних цінних паперів (0,008) є дещо більшим, ніж для корпоративних (0,006) зобов'язань (табл. 3.9).



Національний університет
водного господарства
та природокористування



Національний університет
водного господарства
та природокористування

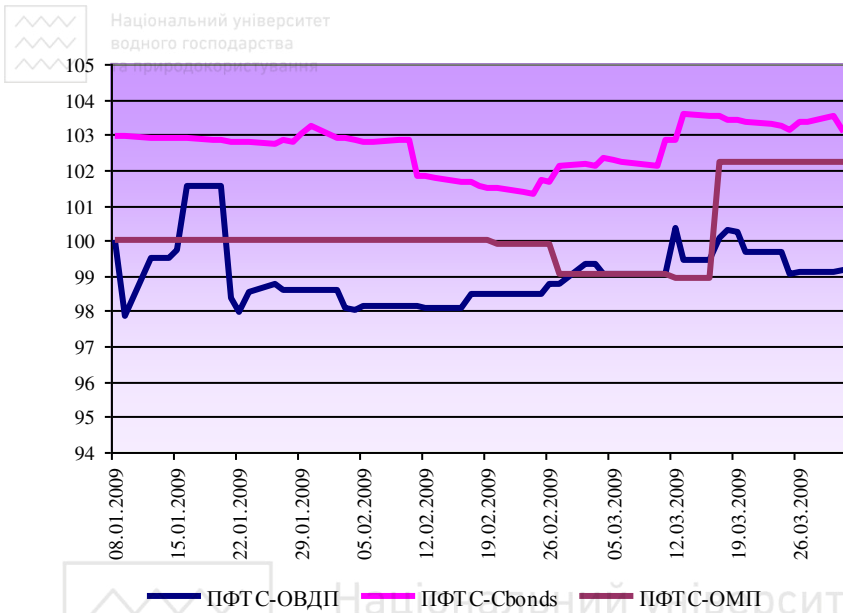


Рис. 3.4. Динаміка індексів, що не враховують купонний дохід і купонні платежі

Примітка: Побудовано на основі авторських розрахунків та даних [151].

Це можна пояснити політичною нестабільністю в цей період та пониженням суверенних рейтингів. Порівняння отриманих тенденцій із трендами акцій підтверджує асинхронність коливань боргових та пайових цінних паперів, а відтак і доцільність їх взаємного заміщення. Муніципальні облігації, навпаки, у період нестабільності мають досить значні коливання вейвлет-коефіцієнтів першого рівня розкладу та коефіцієнта варіації - 0,01, що свідчить про недовіру інвесторів до даного виду цінних паперів, викликану дефолтами 1998 року, та недоцільність заміщення ними акцій у період фінансової нестабільності.

Таким чином, вейвлет-аналіз індексів різних видів цінних паперів дозволяє виявити нестабільність як інституційної системи ринку цінних паперів в цілому, так і його окремих сегментів, а відповідно, і вжити заходи з метою недопущення та пом'якшення кризових явищ.

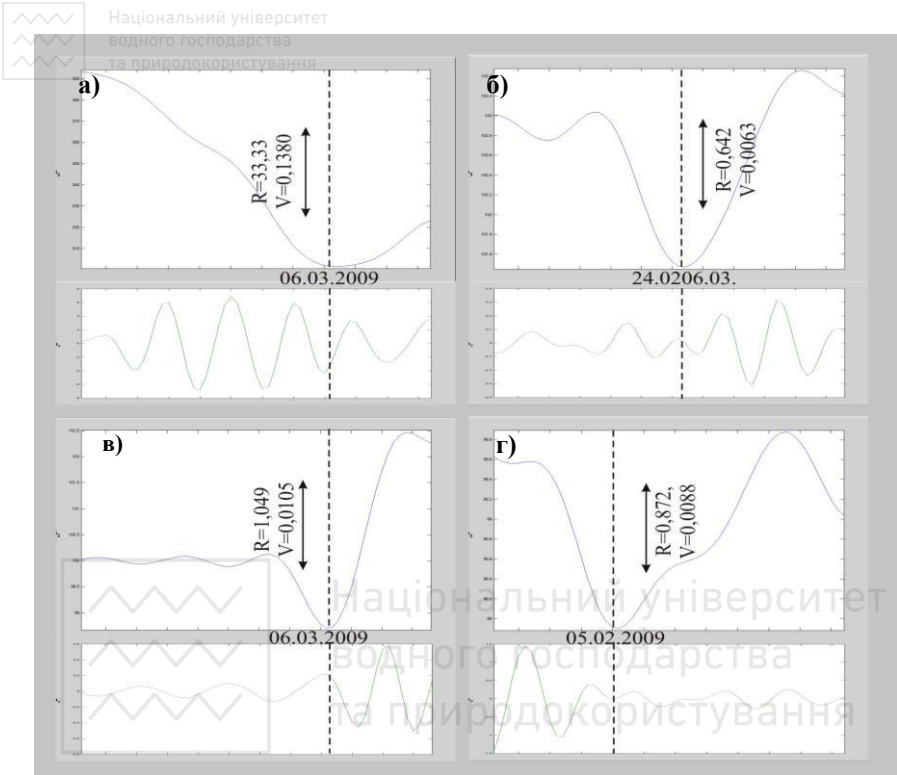


Рис. 3.5. Тенденції коливання індексів акцій (а) корпоративних (б) і муніципальних (в) облігацій та облігацій внутрішньої державної позики (г), отримані методом вейвлет-аналізу у період із 11.01.2009-31.03.2009
Примітка: Побудовано на основі авторських розрахунків .

При суттєвому зростанні вейвлет коефіцієнтів доцільним є інформування учасників ринку про зростання спекулятивних ризиків на цінні папери з метою припинення самопідтримуваного зростання та корегування ринкових цін. Серед інших факторів, що позитивно впливають на ринок цінних паперів у період фінансової нестабільності, слід виділити:

- зменшення податкового тягаря для учасників, які є залежними від інвестицій;
- сповільнення темпів інфляції, що знецінює інвестиційні вкладення;
- безпосереднє обмеження спекулятивних дій інвесторів, котрі заключають угоди на короткотерміновий продаж цінних паперів



першого рівня лістингу, які знаходяться в портфелях інституційних інвесторів, таких як пенсійні фонди, страхові компанії, інститути спільного інвестування;

- тимчасового призупинення торгів, у випадку, цінової нестабільності;

- створення фонду гарантування вкладів у цінні папери для інститутів спільного інвестування.

Як зазначено в Національній доповіді „Новий курс: реформи в Україні. 2010 – 2015” для забезпечення ефективного функціонування ліквідних інструментів ринку цінних паперів, вкрай актуальними є такі заходи [231]:

- створення спеціального законодавчого регулювання випадків дефолту облігацій для підвищення довіри до цього інструмента, що скомпрометував себе в період кризи;

- впровадження та активізація обігу суто біржових цінних паперів;

- впровадження строків інструментів;

- впровадження структурованих фінансових інструментів (за умови надійного державного контролю).

Реалізація вищенаведених інституційних змін дозволить суттєво покращити регуляторне забезпечення інституцій ринку, корпоративну культуру, зменшити транзакційні витрати, мінімізувати спекулятивні ризики, підвищити прозорість та конкурентоспроможність ринку цінних паперів. Одночасно необхідно вдосконалити і діяльність державних регуляторів, які встановлюють інституційні межі та визначають напрям розвитку ринку.



СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг / М. Ю. Алексеев. – М. : Финансы и статистика, 2002. – 352 с.
2. Алехин Б. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции / Б. Алехин. – Самара : СамВен, 1992. – С. 6-7.
3. Архиреев С.И. Издержки эксплуатации экономической системы и институциональный транзакционный сектор экономики Украины // Постсоветский институционализм [монография] / под ред. Р.М. Нуреева, В.В. Дементьева. – Донецк : „Каштан”, 2005. – С. 263-285.
4. Асаул А.Н. Основы бизнеса на рынке ценных бумаг : учебник / А.Н. Асаул, Н.А. Асаул, Р.А. Фалтинский / под ред. А.Н. Асаула. – СПб. : АНО „ИПЭВ”, 2008. – 207 с.
5. Белокрылова О.С. Институциональные особенности распределения доходов в переходной экономике / О. С. Белокрылова, В. В. Вольчик, А. А. Мурадов – Ростов н/Д. : Изд-во Рост. ун-та, 2000. – 111 с.
6. Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг. – М. : ИНФРА-М, 2002. – 278 с.
7. Бержель Жан-Луи. Общая теория права / под общ. ред. В.И. Даниленко ; [Пер. с фр. Г.В.Чуршукова] – М. : Nota Bene, 2000. – 574 с.
8. Берлач А.І. Організаційно-правові основи біржової діяльності : навч. посібник / А. І. Берлач, Н. А. Берлач, Ю. В. Ілларіонов. – К. : Фенікс, 2000. – 336 с.
9. Беленький П. Ю. Финансовый рынок та його інфраструктура в умовах глобалізації : проблеми, перспективи, регіон. аспекти / П. Ю. Беленький, В. І. Шевченко-Марсель, О. О. Другов / П.Ю. Беленький (відп. ред.). – Л., 2003. – 48 с. (препр. наук. доп / Інститут регіональних досліджень НАН України).
10. Большой толковый социологический словарь : рус.-англ., англ.-рус. / сост. : Джери, Дэвид, Джери, Джулия ; [пер. Н.Н.Марчук] – М. : АСТ : Вече, 1999. – (Collins).
11. Бон Романов Кріспін О. Моделі організації ринків цінних паперів та участь банків у їх формуванні / О. Бон Романов Кріспін // Регіональна економіка. – 2006. – № 4. – С. 172-179.



12. Борейко В.І. Економічна криза – український аспект / В.І. Борейко // Економіка і регіон : науковий вісник Полтавського національного університету ім. Ю.Кондратюка. – 2009. – №1 (20). – С.47-51.
13. Буй Т.Г. Роль корпоративних боргових цінних паперів у фінансових системах країн, що розвиваються / Т.Г. Буй // Фінансова система України : [збірник наукових праць]. – Острог : Видавництво „Національний університет Острозька академія”. – 2007. – Випуск 9. – Ч.4.2 – С.77-85.
14. Василик О.Д. Теорія фінансів : підручник / О.Д. Василик – К. : НІОС. – 2000. – 416 с.
15. Вільямсон О. Економічні інституції капіталізму : фірми, маркетинг, укладання контрактів / О. Вільямсом. – К. : Арт. Ек. 2001. – 472 с.
16. Власники облігацій готуються до збитків [Електронний ресурс] // Економічна правда. – Режим доступу : <http://www.epravda.com.ua/news/49f55db3de909>.
17. Вольчик В.В. Нейтральные рынки, ненейтральные институты и экономическая эволюция / В.В. Вольчик // Постсоветский институционализм [монография] / под ред. Р.М. Нуреева, В.В. Дементьева. – Донецк : „Каштан”, 2005. – С.185-204.
18. Гайдай Т.В. Інституційно-еволюційний підхід у дослідженні суті та суперечностей перехідних економік / Т.В. Гайдай // Наукові праці ДонНТУ : [збірник наукових праць]. – Донецьк : ДонНТУ, 2005. – Випуск 89. – №1. – С 66-72 (Серія „Економічна”).
19. Годовой отчет об итогах работы за 2006 год [Электронный ресурс] // Федеральная служба по финансовым рынкам. – М., 2007 год. – 118 с. Режим доступа : <http://www.fesm.ru>.
20. Голєв М.К. Корпоративне управління : діяльність підприємств на фондовому ринку (регіональний аспект) : монографія / М.К. Голєв, В.І. Павлов – Луцьк : Надстир’я, 2004. – 216 с.
21. Головин В. Третьим будешь? / В. Головин // БИЗНЕС. – 2005. – № 37. – С.35-36.
22. Гриценко А.А. Институциональная архитектура : объект, теория и методология / А.А. Гриценко, // Постсоветский институционализм [монография] / под ред. Р.М. Нуреева, В.В. Дементьева. – Донецк : „Каштан”, 2005. – С. 49-74.



23. Дегтярева С.В. К вопросу об институциональных основах российской экономики / С.В. Дегтярева // Наукові праці ДонНТУ : [збірник наукових праць]. – Донецьк : ДонНТУ, 2005. – Випуск 89. – №1. – С. 92-99 (Серія „Економічна”).

24. Дементьев В.В. Институты, поведение, власть. / В.В. Дементьев // Постсоветский институционализм [монография] / под ред. Р.М. Нуреева, В.В. Дементьева. – Донецк : „Каштан”, 2005. – С. 102-125.

25. Дербенцев В. Д. Передвісники критичних явищ в складних економічних системах / В. Д. Дербенцев, В. М. Соловйов, О. В. Сердюк. // Новое в экономической кибернетике : [сб. науч. ст.] / под общ. ред. Ю. Г. Лысенко ; Моделирование нелинейной динамики экономических систем. – Донецк : ДонНУ, 2005. – №1. – С.5-13

26. Евмененко М. Барометры фондового рынка / М. Евмененко // Відомості Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2007. – № 163. – С. 20-22.

27. Економічна енциклопедія : у трьох томах / редкол. : С.В. Мочерний та інш. – К. : видавничий центр „Академія”, 2002. – Т3. – 952 с.

28. Єдиний інформаційний масив даних про емітентів цінних паперів [Електронний ресурс] // Державна установа „Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України”. – Режим доступу : <http://smida.gov.ua/emitents/search.php?form=2&edrrou=&year=>

29. Єрмошенко А.М. Переваги і недоліки організації наглядових органів за фінансовими ринками на основі консолідованого підходу [Електронний ресурс] // Аналітично-дорадчий центр Блакитної стрічки ПРООН. – Режим доступу : <http://brc.undp.org.ua/ua/publications/advpapers>

30. Завдання та принципи регулювання ринку цінних паперів. Звіт Міжнародної Організації Комісій з Цінних Паперів [Електронний ресурс] // Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO). – Вересень, 1998р., зі змінами (лютий 2002р.). – Режим доступу : http://www.capitalmarkets.kiev.ua/structure/library/standards_ua.php.

31. Загородній А.Г. Фінансовий словник / А.Г. Загородній, Г.Л. Вознюк, Т.С. Смовженко – 2-е вид.випр. та допов. – Львів : вид-во „Центр Європи”, 1997. – 576 с.



32. Закон України „Про акціонерні товариства” № 514-VI від 17.09.2008 : остання редакція від 17.09.2008 / Верховна Рада України // Відомості Верховної Ради (ВВР). – 2008. – № 50-51. – С. 384.
33. Закон України „Про банки та банківську діяльність” № 2121-III від 07.12.2000 : остання редакція від 09.01.2009 / Верховна Рада України // Відомості Верховної Ради (ВВР). – 2001. – № 5-6. – С. 30.
34. Закон України „Про виконавче провадження” № 606-XIV від 21.04.1999 : остання редакція від 07.10.2008 / Верховна Рада України // Відомості Верховної Ради (ВВР). – 1999. – № 24. – С. 207.
35. Закон України „Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо відповідальності за правопорушення на ринку цінних паперів” № 801-VI від 25.12.2008 / Верховна Рада України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=801-17&key=WL4MfZ6p2USRmI NoZi.50JgUHI4Lks80msh8Ie6>
36. Закон України „Про господарські товариства” № 1576-XII від 19.09.1991 : остання редакція від 05.11.2008 / Верховна Рада України // Відомості Верховної Ради (ВВР). – 1991. – № 49. – С. 682.
37. Закон України „Про державне регулювання ринку цінних паперів” № 448/96-ВР від 30.10.1996 : остання редакція від / Верховна Рада України // Відомості Верховної Ради (ВВР). – 1996. – № 51. – С.292.
38. Закон України „Про засади державної регуляторної політики у сфері господарської діяльності” № 1160-IV від 11.09.2003 / Верховна Рада України // Відомості Верховної Ради (ВВР). – 2004. – № 9. – С. 79.
39. Закон України „Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” № 2299-III від 15.03.2001 : остання редакція від 13.02.2009 / Верховна Рада України // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 21. – С. 103.
40. Закон України „Про Національний банк України” № 679-XIV від 20.05.1999р. : остання редакція від 21.03.2009 / Верховна



Рада України // Відомості Верховної Ради (ВВР). – 1999. – № 29. – С. 238.

41. Закон України „Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” № 710/97-ВР від 10.12.1997 : остання редакція від 30.04.2009 / Верховна Рада України // Відомості Верховної Ради (ВВР). – 1998. – № 15. – С. 67.

42. Закон України „Про судоустрій України” № 3018-III від 07.02.2002 остання редакція від 22.05.2008 / Верховна Рада України // Відомості Верховної Ради (ВВР). – 2002. – №27-28. – С. 180.

43. Закон України „Про третейські суди” від 11.05.2004 № 1701-IV : остання редакція від 10.01.2008 / Верховна Рада України // Відомості Верховної Ради (ВВР). – 2004. – № 35. – С. 412.

44. Закон України „Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” № 2664-III від 12.07.2001 остання редакція від 03.12.2008 / Верховна Рада України // Відомості Верховної Ради (ВВР). – 2002. – № 1. – С. 1.

45. Закон України „Про цінні папери та фондовий ринок” № 3480-IV від 23.02.2006 : остання редакція від 30.04.2009 / Верховна Рада України // Відомості Верховної Ради (ВВР). – 2006. – № 31. – С.268.

46. Зауваження Аналітично-дорадчого центру Блакитної стрічки ПРООН до проекту закону України „Про систему депозитарного обліку” [Електронний ресурс] / Програма розвитку Організації Об’єднаних Націй в Україні // Режим доступу: <http://brc.undp.org.ua/ua/publications/advpapers>.

47. Згонник Л.В. Институциональная составляющая согласования экономических интересов в условиях трансформации экономической системы / Л.В. Згонник, В.Н. Некрасов // Наукові праці Донецького національного технічного університету. – Донецьк, 2005. – Випуск 89-1. – С. 53-59 (Серія „Економічна”).

48. Зотов В.В. Институциональные проблемы функционирования и преобразования экономики России / В.В. Зотов, В.Ф. Пресняков, В.О. Розенталь // Экономическая наука современной России. – 1999. – № 1. – С. 10.

49. Институты рынка ценных бумаг в России, 1996 г. : справочник. / Моск. агенство цен. бумаг / ред. Миркин Я.М. – М. : Перспектива, 1996. – 320 с. (Фондовая серия).



50. Иншаков О.В. Экономические институты и институции : к вопросу о типологии и классификации / О.В. Иншаков // Социологические исследования. – 2003. – №9. – С. 42-51.

51. Калач Г.М. Проблеми та перспективи розвитку українського ринку муніципальних запозичень / Г.М. Калач // Фінансова система України : [збірник наукових праць]. – Острог : Видавництво „Национальний університет Острожська академія”, 2007. – Випуск 9. – Ч.3. – С.300-307.

52. Калач Г.М. Вплив фінансової глобалізації на фондовий ринок України / Г.М. Калач // Фінанси України. – К., 2009. – № 1. – С. 115 – 122.

53. Калина А.В. Рынок ценных бумаг (теория и практика) : учеб. пособие. / Калина А.В., Корнеев В.В., Кощеев А.А. ; Межрегион. акад. упр. персоналом / отв. ред. И.В.Хронюк. – 2-е изд., перераб. и доп. – К., 1999. – 254 с.

54. Калтинюк Б.А. Рынок ценных бумаг : учебное пособие / Б.А. Калтинюк. – Спб. : изд-во Михайлова В.А., 2002. – 427 с.

55. Картнер Г. Депозитарна система обслуговування цінних паперів в Україні : ризики і рекомендації. Проект розвитку ринків капіталу. – 19 травня 2006 року. – 24 с.

56. Катренко А. В. Системний аналіз об'єктів та процесів комп'ютеризації : навчальний посібник / А. В. Катренко. – Львів : «Новий світ-2000». – 424 с.

57. Килячков А.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело : учеб. пособие. / Килячков А.А., Чалдаева Л.А. – М. : Юристъ, 2001. – 701 с.

58. Кирдина С.Г. Теория институциональных матриц (пример российского институционализма. / С.Г. Кирина. // Постсоветский институционализм [монография] / под ред. Р.М. Нуреева, В.В. Дементьева. – Донецк : „Каштан”, 2005. – С. 75-101.

59. Клейнер Г.Б. Институциональные изменения : проектирование, селекция или протезирование? / Клейнер Г.Б. // Постсоветский институционализм [монография] / под ред. Р.М. Нуреева, В.В. Дементьева. – Донецк : „Каштан”, 2005. – С. 408-433.

60. Клейнер Г.Б. Эволюция институциональных систем / Г.Б. Клейнер ; ЦЭМИ РАН. – М. : Наука, 2004. – 240 с.

61. Клепач Н.М. Аналіз методів оцінки вартості акцій / Н.М. Клепач // Проблеми раціонального використання соціально-



62. Клепач Н.М. Міжнародний досвід інфраструктурного обслуговування ринку цінних паперів (РЦП) / Н.М. Кондрацька // Вісник НУВГП : [збірник наукових праць]. – Рівне., 2006. – Випуск 4 (36). – Ч.2. Проблеми, механізми та інвестиційне забезпечення раціонального природокористування. – С. 298-311.

63. Клепач Н.М. Особливості становлення ринку цінних паперів у регіоні / Н.М. Клепач // Проблеми раціонального використання соціально-економічного та природно-ресурсного потенціалу регіону : фінансова політика та інвестиції : [збірник наукових праць]. – Рівне, НУВГП, 2005. – Випуск XI. – №1. – С. 46-56 (Серія „Інтеграція та інноваційна трансформація”).

64. Козоріз М.А. Капіталізація фондових бірж України: особливості та проблеми / М.А. Козоріз, К.С. Калинець // Регіональна економіка. – 2008. – №4. – С. 157-162.

65. Кодекс заходів дисциплінарного впливу Асоціації „Українські Фондові торговці” [Електронний ресурс] // Асоціація „Українські Фондові торговці”. – Режим доступу : <http://fbp.com.ua/56/view.aspx>.

66. Кодекс заходів дисциплінарного впливу Української асоціації інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс] // Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – Режим доступу : http://www.uaib.com.ua/aboutassoc/internal_docs.html.

67. Коментарі та пропозиції Аналітично-дорадчого центру Блакитної стрічки ПРООН до проекту закону України № 0952 „Про акціонерні товариства” [Електронний ресурс] / Програма розвитку Організації Об'єднаних Націй в Україні // Режим доступу : <http://brc.undp.org.ua/ua/publications/advpapers>.

68. Кондрацька Н.М. Вплив глобальної світової кризи на фондовий ринок України / Н.М. Кондрацька // Матеріали XIII Міжнародної науково-практичної конференції [Фінанси України]. – Дніпропетровськ : ПДАБА, 2009. – Том 1. – С. 87-89.

69. Кондрацька Н.М. Діяльність міжнародних фінансових організацій та ринок цінних паперів / Н.М. Кондрацька // Проблеми раціонального використання соціально-економічного та природно-

ресурсного потенціалу регіону : фінансова політика та інвестиції : [збірник наукових праць]. – Рівне, НУВГП, 2007. – Випуск XIII. – №3. – С. 47-59.

70. Кондрацька Н.М. Ефективність діяльності банківських установ на ринку цінних паперів / Н.М. Кондрацька // Теорії мікроекономіки : [збірник наукових праць професорсько-викладацького складу і аспірантів] / за редакцією проф. Мальвина Ю.М., проф. Ніколаєнка Ю.В. – К. : Академія муніципального управління, 2008. – Випуск 31. – Том 1. – С.140-146.

71. Кондрацька Н.М. Особливості обігу облігацій внутрішньої державної позики в умовах світової фінансової кризи в Україні / Н.М. Кондрацька, Т.В. Зезюліна // Вісник НУВГП : [збірник наукових праць]. – Рівне, НУВГП, 2009. – Випуск 3 (47). – Ч.1. Економіка. – С. 238-244.

72. Кондрацька Н.М. Особливості регулювання ринку цінних паперів в Україні / Н.М. Кондрацька // Стратегія розвитку і реалізації потенціалу АПК : [матеріали Всеукр. наук.-практ. конф.] ; (Житомир, 26 вересня 2008). – Житомир : Житомирське обласне об'єднання громадської організації „Спілка економістів України”, 2008. – С. 169-173.

73. Кондрацька Н.М. Перспективи розвитку депозитарної системи на регіональному рівні / Н.М. Кондрацька // Вісник НУВГП : [збірник наукових праць]. – Рівне., 2008. – Випуск 4 (44). – Ч.4. Економіка. – С. 309-318 (0,45 д.а.).

74. Кондрацька Н.М. Удосконалення діяльності саморегульвних організацій професійних учасників ринку цінних паперів. Обґрунтування можливості створення єдиного фінансового регулятора в Україні / Н.М. Кондрацька // Стратегія розвитку і реалізації потенціалу АПК : [колективна монографія]. – Житомир : Житомирське обласне об'єднання громадської організації „Спілка економістів України”, 2008. – С. 315-336.

75. Концепція розкриття інформації на фондовому ринку України. затверджена Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 570 від 13.07.06р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.uaib.com.ua/files/articles/284/12_4.rtf.

76. Концепція функціонування і розвитку фондового ринку України // Правове регулювання на фондовому ринку України :

[збірник законодавчо-нормативних документів]. – К. : Український Інститут розвитку фондового ринку, Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, 1998. – С. 5-14.

77. Корнійчук О. Ключові проблеми в діяльності фондового ринку України та їх вплив на реалізацію національних інтересів у фінансовій сфері / О. Корнійчук // Ринок цінних паперів. – 2006. – № 11-12. – С.17-25.

78. Корнійчук О. Організаційно-економічні відносини конкурентоспроможного фондового ринку / О. Корнійчук // Ринок цінних паперів України. – 2008. – № 1-2. – С.9-18.

79. Коуз Р. Фирма, рынок и право / Р. Коуз. Пер. с англ. Б.Пинскера ; науч. ред. Р.Капелюшников. – М. : Дело, 1993. – 192 с.

80. Кравець Н. Право чи обов'язок Комісії / Н. Кравець // Відомості Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2008. – № 188. – С. 4-8.

81. Кравченко Ю. Я. Рынок ценных бумаг : [курс лекцій] / Ю. Я. Кравченко. – К. : ВИРА-Р, 2002. – 360 с.

82. Кредитні рейтинги міжнародних рейтингових агентств в Україні [Електронний ресурс] / рейтингове агентство „Кредит-Рейтинг”. – Режим доступу : <http://www.credit-rating.com.ua/ru/issue/index.html>.

83. Латов Ю.В. Экономическая ментальность как неформальный институт российской экономики Постсоветский институционализм. / Ю.В. Латов, Н.В. Латова // Постсоветский институционализм [монография] / под ред. Р.М. Нуреева, В.В. Дементьева. – Донецк : „Каштан”, 2005. – С. 347-374.

84. Лук'яненко Д. Фінансово-інвестиційна асиметрія глобального економічного розвитку / Д. Лук'яненко, О. Мозговий // Ринок цінних паперів України. – 2006. – № 11-12. – С.3-8.

85. Лямець С. Чи варто інвестувати у публічні фонди? / С. Лямець [Електронний ресурс] // Економічна правда. – Режим доступу : <http://www.epravda.com.ua/markets/49929b74b6997/>.

86. Макдоналд У. Оцінка підготовленості України до запровадження єдиного регуляторного органу / У. Макдоналд // Проект розвитку ринків капіталу. – К., 27 липня 2006 року. – 66 с.

87. Макдоналд У. Перспективи нагляду на основі оцінки ризиків. У. Макдоналд // Проект розвитку ринків капіталу. – К., 2006. – 19 с.



88. Мандич Л. Арбітраж та медіація : чи використовувати і як поєднувати / Л. Мандич // Юридична газета. – 2007. – № 39 (123). – С. 8-9.

89. Мандич Л. Третейський суд. Компетентність, авторитетність, неупередженість / Л. Мандич // Юридична газета. – 2007. – № 39 (123). – С.10-11.

90. Маркс К. Капитал. Критика полит. экономии : [перевод] / К. Маркс [под ред. Ф. Энгельса]; Т.3 Кн.3 : Процесс капиталистического производства, взятый в целом. Ч.2 / . – М. : Политиздат, 1986. – IV, 1080 с.

91. Маркс К. Капитал. Критика полит. экономии : [перевод] / К. Маркс, Том 1, Кн. 1 : Процес производства капитала. – М. : Политиздат, 1983. – VI, 905 с.

92. Маслова С.О. Фінансовий ринок : [навч. посіб.3-є вид., виправлене] / С.О.Маслова, О.А.Опалов. – К. : Каравела, 2004. – 344 с.

93. Мендрул О. Корпоративне управління : усталені характеристики та особливості їх реалізації в національній моделі / О. Мендрул // Ринок цінних паперів. – 2002. – № 9-10. – С. 51-58.

94. Мендрул О.Г. Фондовый рынок : операции с ценными бумагами : [навч. посібник. Вид. 2-ге : допов. та перероб] / О.Г. Мендрул, І.А. Павленко. – К. : КНЕУ, 2000. – 156 с.

95. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России : воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я.М. Миркин. – М. : Альпина Паблшер, 2002. – 624 с.

96. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг : учебное пособие / Я.М. Миркин. – М, 2002. – 87 с.

97. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок : проф. курс в Фин. Акад. при Правительстве РФ / Я.М. Миркин. – М. : Перспектива, 1995. – 532 с.

98. Мироненко В. В очередь на национализацию / В.В. Мироненко // Украинская инвестиционная газета. – 2008. – № 39. – С.54-57.

99. Мозговий О.М. Фондовый рынок : [навч.-метод. посібник для самост. вивч. дисц.] (спец „Менеджмент” і „Міжнародна економіка”) / О.М. Моговий. – К. : КНЕУ, 2001. – 96 с.



100. Мочерний С. В. Економічна теорія : Підручник / С. В. Мочерний, М. В. Довбенко. – К. : Видавничий центр „Академія”, 2004. – 856 с.
101. Мошенец Е. Вальс на фондовом паркеті / Е. Мошенец // Інвестиційна газета. – 2007. – № 35. – С.48-51.
102. Наказ „Про затвердження Положення про порядок навчання та атестації фахівців з питань фондового ринку” № 215 від 24.09.96 редакція від 17.02.2009 / Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 8.10.1996 р. № 584/1609 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0584-96>.
103. Национальная ассоциация участников фондового рынка. Годовой отчет за 2006 год. – М., 2007– 60 с.
104. Нельсон Р. Эволюционная теория экономических изменений / Р.Р.Нельсон, С.Дж.Уинтер ; пер. с англ. М.Я. Каждана ; науч. ред. пер. В.Л. Макаров ; Акад. народного хозяйства при Правительстве Российской Федерации. – М. : Дело, 2002. – 536 с.
105. Новицький В. Інституціоналізм у діалектиці сучасного економічного розвитку / В. Новицький // Економіка України. – 2005. – № 7. – С. 49-58.
106. Норт Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки / Даглас Норт. Пер. з англ. І.Дзюб. – К. : Освіта, 2000. – 198 с.
107. Носова О.В. Институциональный анализ и его применение в экономической теории / О.В. Носова // Наукові праці ДонНТУ : [збірник наукових праць]. – Донецьк : ДонНТУ, 2005. – Випуск 89. – №1. – С.40-47 (Серія „Економічна”).
108. Носова О.В. Проблемы формирования институтов рыночной системы / О.В. Носова // Экономический вестник Ростовского государственного университета. – 2008. – Т. 6, № 2. – С.74-81.
109. Нуреев Р.М. Введение. Эволюция институциональной теории / Р.М. Нуреев // Постсоветский институционализм [монография] / под ред. Р.М. Нуреева, В.В. Дементьева. – Донецк : „Каштан”, 2005. – С. 6-31.
110. О состоянии рынка ценных бумаг в государствах – участниках СНГ Информационно-аналитический обзор. Совет руководителей государственных органов по регулированию рынков



ценных бумаг государств – участников СНГ. исполнительный комитет СНГ. – М., 2008 год. – 71 с.

111. Общая социология : учеб. пособие для студентов вузов. / [Эфендиев А.Г., Кравченко Е.И., Пушкарева Г.В. и др.] ; под общ. ред. А.Г. Эфендиева. – М. : ИНФРА-М, 2000. – 652.

112. Олейник А. Институциональная экономика / А. Олейник. – М. : ИНФРА, 2002. – 416 с.

113. Оскольський В.В. Вдосконалення корпоративного управління як засіб залучення інвестицій механізмами фондового ринку. Корпоративне управління в Україні : менеджмент, фінанси, аудит. Матеріали п'ятого Пленуму СЕУ та міжнародної науково-практичної конференції / під редакцією В.В.Оскольського. – К., 2006. – 180 с.

114. Основы економічної теорії : підручник / [А. А. Чухно, П. С. Єщенко, Г. Н. Климко та ін.] / за ред. А. А. Чухна. – К. : Вища шк., 2001. – 606 с.

115. Основы государственного регулирования финансового рынка. Учебное пособие для юридических и экономических вузов. Совместное издание Нью-Йоркской фондовой биржи и Московской межбанковской валютной биржи / [А. Рот , А. Захаров , Я. Миркин и др.]. – Юридический дом „Юстиц индорм“, 2002. – 411 с.

116. Павлов В.І. Інституціональні перетворення та їх вплив на регулюючі функції держави / В.І. Павлов, В.І. Борейко // Регіональна економіка. – 2009. – №1. – С.7-14.

117. Павлов В.І. Ринок цінних паперів в умовах приватизації : регіональний аспект : монографія / В.І. Павлов, І.В. Кривов'язюк. – Луцьк : Надстир'я, 2002. – 160 с.

118. Павлов В.І. Цінні папери в Україні : навчальний посібник / В.І. Павлов, І.В. Кривов'язюк / під редакцією І.І. Пилипенка, О.П. Жука – К. : ІВЦ Держкомстату України, 2002. – 305 с.

119. Павлов В.І. Інституційні засади фондового ринку України / В.І. Павлов, Н.М. Кондрацька // Перспективи розвитку економіки України : теорія, методологія, практика : [матеріали XIV Міжнародної науково-практичної конференції] ; (Луцьк, 26-27 травня 2009 р.) / відп. ред. Л.Г. Ліпич. – Луцьк : РВВ „Весна”, Волинський національний університет ім. Лесі Українки, 2009. – С. 28-29.



120. Павлов В.І. Сучасні тенденції діяльності організаторів торгівлі на ринку цінних паперів України / В.І. Павлов, Н.М. Кондрацька // Проблеми раціонального використання соціально-економічного та природно-ресурсного потенціалу регіону : фінансова політика та інвестиції: [збірник наукових праць]. – К. : СЕУ / Рівне : НУВГП, 2009. – Випуск XV. – № 4. – С.73-83.

121. Перерва Г.Л. Розвиток ринку муніципальних запозичень у 1995-1998 роках / Г.Л. Перерва [Електронний ресурс] // Державне управління : теорія та практика. – 2005. – № 2. – Режим доступу : <http://www.academy.gov.ua/ej2/txts/region/05pglmzr>.

122. Петерс Э. Хаос и порядок на рынках капитала : Новый аналит. взгляд на циклы, цены и изменчивость рынка. / пер. с англ. В.И. Гусева / под ред. А.Н. Романова. – М. : Мир, 2000. – 333 с.

123. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України : Інформаційно-аналітичні матеріали / за ред. к.е.н. О.І. Кіреєва, к.е.н. М.М. Шаповалової та к.е.н. Н.І.Гребеник - К. : Центр наукових досліджень НБУ, 2005. – 132 с.

124. Положение „О Федеральной службе по финансовым рынкам от 30 июня 2004 года, утвержденном Постановлением Правительства Российской Федерации № 317 от 30 июня 2004 года (с изменениями от 27 января 2009г.) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.lin.ru/document.htm?unid=2141FDF6E942CC5CC3256EC800313464>.

125. Положение „Об обслуживании и обращении выпусков федеральных государственных ценных бумаг” № 219-Пот 25.03.2003 г. / Центральный банк Российской Федерации (Банк России) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://nemchinov1.narod.ru/norm/norm-219-p/219p-ogl.htm>.

126. Положення „Про Дисциплінарний комітет Української асоціації інвестиційного бізнесу” затверджено рішенням загальних Зборів УАІБ 22 лютого 2008р. Погоджено рішеннями ДКЦПФР №391 від 01.04.2008р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.uaib.com.ua/aboutassoc/ internal_docs.html.

127. Положення про членство в ПАРД [Електронний ресурс] // Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв. – Режим доступу : <http://www.pard.kiev.ua/>

128. Постанова „Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів” № 363 від 14 квітня

2009 р. / Кабінет Міністрів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу :

http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/alldocWWW/360E021D5ABAB638C225759F004C4093!OpenDocument&print=y.

129. Постанова „Про затвердження Змін до Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні” № 443 від 15.09.2009р. / Правління Національного банку України. Зареєстрована в Міністерстві юстиції України 5 жовтня 2004 р. за № 1261/9860 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z1261-04>.

130. Постанова „Про затвердження Положення про порядок проведення операцій, пов'язаних з розміщенням облігацій внутрішніх державних позик” № 248 від 18.06.2003р. / Правління Національного банку України. Зареєстрована в Міністерстві юстиції України 7 липня 2003 р. за № 551/7872 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?page=1&nreg=z0551-03>.

131. Постанова розширеного спільного засідання Президії Верховного Суду України, президії Ради суддів України та колегії Державної судової адміністрації України “Про стан здійснення судочинства у 2007 році та завдання на 2008 рік” від 18 квітня 2008р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.viaduk.net/clients/vs.nsf/0/BE6E979019D3A954C225745C0040166F?](http://www.viaduk.net/clients/vs.nsf/0/BE6E979019D3A954C225745C0040166F?OpenDocument&CollapseView&RestrictToCategory=BE6E979019D3A954C225745C0040166F&Count=500&)

[OpenDocument&CollapseView&RestrictToCategory=BE6E979019D3A954C225745C0040166F&Count=500&](http://www.viaduk.net/clients/vs.nsf/0/BE6E979019D3A954C225745C0040166F?OpenDocument&CollapseView&RestrictToCategory=BE6E979019D3A954C225745C0040166F&Count=500&).

132. Постановление Правительства Российской Федерации „Вопросы федеральной службы по финансовым рынкам” № 206 от 09.04.2004 года [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://fcsm-arch.parking.ru/fsfr.asp?ob_no=3382.

133. Пояснююча записка до проекту закону „Про систему депозитарного обліку цінних паперів” [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://gska2.rada.gov.ua:7777/pls/zweb_n/webproc4_1?id=&pf3511=33099.

134. Правила розрахунку облігаційних індексів PFTS-Cbonds [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.pfts.com/uk/disc/?get_file=120.



135. Проект Закону України „Про систему депозитарного обліку цінних паперів” [Електронний ресурс]. – Режим доступу :[http://gska2.rada.gov.ua:7777/pls/zweb_n/webproc_4_1?id = &pf3511 = 33099](http://gska2.rada.gov.ua:7777/pls/zweb_n/webproc_4_1?id=&pf3511=33099).

136. Проект рішення „Порядок обліку програмних продуктів на фондовому ринку” / Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.ssmc.gov.ua/ RAProject.aspx? RAProjectID=288](http://www.ssmc.gov.ua/RAProject.aspx?RAProjectID=288).

137. Прокопенко В.Ю. Проблемні питання щодо становлення ринку похідних цінних паперів / В.Ю. Прокопенко // Фінансові механізми сталого економічного розвитку : [збірник наукових праць]. – Харків : ХІБМ, 2007. – С. 319-323.

138. Пустовийт Р.Ф. Формирование предпринимательской институциональной среды в постсоциалистических странах / Р.Ф. Пустовийт. // Постсоветский институционализм [монография] / под ред. Р.М. Нуреева, В.В. Дементьева. – Донецк : „Каштан”, 2005. – С. 286-308.

139. Пустовийт Р. Теоретичний аналіз процесу інституціоналізації в постсоціалістичних економіках / Р. Пустовийт, М. Овчарук // Економіка України. – 2008. – № 6. – С. 14–26.

140. Пшик Б.І. Зарубіжний досвід інвестиційної діяльності банків та можливості його використання в українських умовах / Б.І. Пшик // Економічне зростання України : стан та чинники забезпечення : зб. наук. пр. – К. : Логос, 2003. – С. 263-271.

141. Пыжев И.С. Использование неинституционального подхода к моделированию распределения прав собственности в акционерном обществе / И. С. Пыжев, И. А. Изаков // Экономические проблемы и решения. – Красноярск : Краснояр. гос. ун-т.. – 2004. – № 2. – С. 133-141.

142. Распоряжение Центрального Банка России „Об установлении требований к кандидатам на получение статуса Первичного Дилера” от 21 мая 1997 г. № Р-136(в ред. Указаний ЦБ РФ от 24.04.98 N 219-У, от 22.07.98 N 297-У) [Электронный ресурс] // „Вестник Банка России”, № 33, 1997. – Режим доступа : [http ://lawrussia.ru/texts/legal_689/doc689a825x906.htm](http://lawrussia.ru/texts/legal_689/doc689a825x906.htm).

143. Редькін А.С. Сучасні стратегії і технології корпоративного управління / А.С. Редькін, В. Реген, Н.А.Хрущ. Одеса : Евен, 2004. – 220 с.



144. Редькін О.С. Пропозиції щодо забезпечення прозорості інформації на фондовому ринку України / О.С.Редькін, Л.А.Захарченко, Л.П.Рогатіна // Вісник соціально-економічних досліджень ; редкол. : д.е.н., проф. Зверяков М. І. та ін. – Одеса : ОДЕУ, 2005. – Вип. 20. – С. 165–169.

145. Решетило В.П. Системообразующая функция рыночного потенциала институциональных систем / В.П. Решетило // Наукові праці ДонНТУ. – 2005. – Випуск 89-1. – С. 99-106 (Серія „Економічна”).

146. Річні звіти депозитарію „Міжрегіональний фондовий союз” [Електронний ресурс] // ВАТ „Міжрегіональний фондовий союз”. – Режим доступу : <http://www.mfs.kiev.ua/page.php?id=40>.

147. Річні звіти депозитарію „Національний депозитарій України” [Електронний ресурс] // ВАТ „Національний депозитарій України”. – Режим доступу : <http://www.ndu.gov.ua/ua/publication/content/507.html>.

148. Річні звіти Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг [Електронний ресурс] // Державна комісія комісії з регулювання ринків фінансових послуг. – Режим доступу : <http://www.dfp.gov.ua/742.html>

149. Річні звіти Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс] // Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : [http://www.ssmc.gov.ua/\(X\(1\)S\(t4rtddfe0ili42551pcy0omd\)\)/-ShowPage.aspx?PageID=12](http://www.ssmc.gov.ua/(X(1)S(t4rtddfe0ili42551pcy0omd))/-ShowPage.aspx?PageID=12).

150. Річні звіти Національного банку України [Електронний ресурс] // Національний банк України. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydav.htm#Річний%20звіт%20Національного%20банку%20України.

151. Річні звіти Першої фондової торговельної системи [Електронний ресурс] // ВАТ „Перша фондова торговельна система”. – Режим доступу : <http://www.pfts.com/uk/yearly-reports/>.

152. Рішення “Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку” №347 від 26.05.2006 року : редакція від 23.04.2008 року Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 11.08.2006р. за № 974/12848 [Електронний ресурс]. –



Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0974-06>.

153. Рішення „Про встановлення розмірів плати за видачу ліцензії на провадження окремих видів діяльності на ринку цінних паперів” № 329 від 12.05.2006 / Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 22.06.2006 р. за № 734/12608.

154. Рішення „Про делегування повноважень з реєстрації випусків акцій, проспектів емісії акцій, змін до проспектів емісії акцій, звітів про результати розміщення акцій, реєстрації випусків облігацій підприємств, звітів про результати розміщення облігацій, скасування реєстрації випусків акцій та облігацій підприємств територіальним управлінням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку” № 1611 від 19.07.2007 / Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку зареєстровано в Міністерстві юстиції України 03.08.2007р. за № 891/14158 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0891-07>.

155. Рішення „Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик” № 414 від 07.10.2003 / Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 28 жовтня 2003р. за № 982/8303 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?page=1&nreg=z0982-03>.

156. Рішення „Про затвердження Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів” №1591 від 19.12.2006 / Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 5.02.2007р. за № 97/13364 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0097-07>.

157. Рішення „Про затвердження Положення про сертифікацію осіб, що здійснюють професійну діяльність з цінними паперами в Україні” №93 29.07.98 редакція від 29.08.2008 / Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 6.10.1998 р. за № 631/3071.

158. Рішення „Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж” № 1542 від 19.12.2006 редакція від

17.11.2008 / Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку зареєстровано в Міністерстві юстиції України 18.01.2007р. за № 35/13302 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0035-07>.

159. Рішення „Про затвердження Порядку контролю за дотриманням професійними учасниками фондового ринку вимог законодавства про цінні папери” №285 від 17.03.2009 / Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 27.05.2009р. за №466/16482 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0466-09>.

160. Рішення „Про затвердження Порядку та умов видачі ліцензії на провадження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку, переоформлення ліцензії, видачі дублікату та копії ліцензії” № 345 від 26.05.2006р. редакція від 27.12.2007 / Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 28.07.2006р. за № 890/12764 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0890-06>.

161. Рішення „Про затвердження роз’яснення „Щодо порядку застосування окремих положень Розділу XVII „Прикінцеві та перехідні положення” Закону України „Про акціонерні товариства” у зв’язку з набранням ним чинності” №237 від 17.02.2009р. // Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.smida.gov.ua/law/show.php?number=1&textid=1721>.

162. Рішення Конституційного Суду України у справі за конституційним поданням 60 народних депутатів України щодо відповідності Конституції України (конституційності) положень частин третьої, п’ятої статті 23, частин першої, другої статті 24, частини першої статті 25, частини першої статті 26 Закону України „Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” від 02.10.2008 № 19-рп/2008 / Конституційний Суд [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=v019p710-08>.

163. Рішення Конституційного Суду України у справі за конституційним поданням 48 народних депутатів України щодо відповідності Конституції України (конституційності) положень

частин першої, п'ятої, дванадцятої статті 6 Закону України „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”, пунктів 1, 9 Положення про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку, затвердженого Указом Президента України від 14.02.1997 року (справа про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку) від 01.04.2008 № 3-рп/2008 / Конституційний Суд [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=va03p710-08>.

164. Рішення Конституційного Суду України у справі у справі за конституційним поданням 51 народного депутата України щодо відповідності Конституції України (конституційності) положень абзаців сьомого, одинадцятого статті 2, статті 3, пункту 9 статті 4 та розділу VIII "Третейське самоврядування" Закону України "Про третейські суди" (справа про завдання третейського суду) від 10.01.2008 № 1-рп/2008 / Конституційний Суд [Електронний ресурс]. — — Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=v001p710-08>.

165. Розпорядження „Про встановлення плати за видачу ліцензій” №188 від 29.12.2003 : редакція від 13.02.2007. Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 23.02.2004р. за № 240/8839 / Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0240-04>.

166. Ромашко О.Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків : навч. посіб. / О.Ю. Ромашко. – К. : Київ. нац. екон. ун-т., 2000. – 239 с.

167. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг / Б.Б. Рубцов. – М. : Экзамен, 2002. – 447 с.

168. Руденко В. Дитячі майданчики : Як працюють біржі, створені під час кризи / В. Руденко [Електронний ресурс] // Контракти. – № 20. – Режим доступу : http://kontrakty.com.ua/show/ukr/print_article/45/20200911762.html.

169. Румянцев С. Особливості функціонування депозитарної системи / С. Румянцев // Цінні папери України. – 2006. – № 36. – С. 24.

170. Сердюк О.А. Використання теорії хвиль для моделювання критичних явищ у складних системах / О.А. Сердюк //

Моделювання та інформ. системи в економіці : зб. наук. праць / відп. ред. В. К. Галіцин. – 2009. – Вип. 79. 3– С.271-280.

171. Сіржук Р. Як подолати фінансову кризу? / Р. Сіржук // Цінні папери України. – 2008. – № 42. – С.12.

172. Слесарук С. Останеться только один / С. Слесарук // Відомості Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2007. – № 144. – С.14-15.

173. Слесарук С. Рекомендации Совета – универсальные / С. Слесарук // Відомості Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2007. – № 124. – С. 6-7.

174. Смоленцев Н. К. Основы теории вейвлетов. Вейвлеты в MATLAB / Н.К. Смоленцев. – М. : ДМК Пресс, 2005. – 304 с.

175. Солодкий М.О. Біржовий ринок / М.О. Солодкий. – К. : Джерела М., 2002. – 336 с.

176. Сорнетте Д. Как предсказывать крахи финансовых рисков : критические события в комплексных финансовых системах / Д. Сорнетте. – М. : Интернет-трейдинг, 2003. – 400 с.

177. Спицнадель В.Н. Основы системного анализа : учеб. пособие. / В.Н. Спицнадель – СПб. : «Изд. дом «Бизнес-пресса», 2000. – 326 с.

178. Спілка третейських судів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://tribunal.in.ua/index.php?lang=ua&page=42>.

179. Статистичні матеріали YahooFinance [Електронний ресурс] // YahooFinance. – Режим доступу : <http://finance.yahoo.com/q/bc?s=%5EDJA&t=1y&l=on&z=1&q=1&c=>.

180. Статистичні матеріали Асоціації українських банків [Електронний ресурс] // Асоціація українських банків. – Режим доступу : <http://www.aub.com.ua/ua/2009.html>.

181. Статистичні матеріали ВАТ „Східно-Європейська фондова біржа”(СЄФБ) [Електронний ресурс] // ВАТ „Східно-Європейська фондова біржа”(СЄФБ). – Режим доступу : <http://www.eese.com.ua/ru/index/>.

182. Статистичні матеріали ВАТ „Українська біржа” (УБ) [Електронний ресурс] // ВАТ „Українська біржа”(УБ). – Режим доступу : <http://ux.com.ua/s83>

183. Статистичні матеріали Всеукраїнського депозитарію цінних паперів [Електронний ресурс] // ВАТ „Всеукраїнський депозитарій



цінних паперів” – Режим доступу :
<http://www.smida.gov.ua/reestr/?kod=35917889&tab=2&lang=ua>.

184. Статистичні матеріали інформаційного агентства Cbonds [Електронний ресурс] // Інформаційне агентство Cbonds. – Режим доступу : <http://www.cbonds.info/ua/rus/index/index.php>.

185. Статут Асоціації „Українські Фондові Торговці” затверджений Загальними зборами Асоціації „Регіональний фондовий союз” 12 березня 2009 року [Електронний ресурс]. – Дніпропетровськ, 2009р. – 13 с. – Режим доступу : <http://fbp.com.ua/56/view.aspx>.

186. Статут Професійної асоціації реєстраторів і депозитаріїв затверджений Рішенням Загальних зборів Професійної асоціації реєстраторів і депозитаріїв від 18 квітня 2006 року [Електронний ресурс]. – К., 2007р. – 13 с. – Режим доступу : <http://www.pard.kiev.ua>.

187. Статут Української асоціації інвестиційного бізнесу рішенням затверджений Загальними Зборами УАІБ 18 лютого 2009р. [Електронний ресурс] Погоджено рішенням ДКЦПФР №451 від 30.04.2009р. – К., 2009 р. – 10 с. – Режим доступу : http://www.uaib.com.ua/aboutassoc/internal_docs.html.

188. Стеценко О. Биржевое разнообразие. Очерк о деятельности крупнейших фондовых бирж мира / О. Стеценко // Юридическая практика. – 2006. – № 43. – С. 18.

189. Сухоруков А.І. Роль фондового ринку у забезпеченні економічної безпеки України / А.І.Сухоруков, О.В. Собкевич // Стратегічна панорама. – 2006. – № 1. – С. 88-95.

190. Тарасевич В.Н. Институциональная теория : методологические поиски и необходимые гипотезы / В.Н. Тарасевич // Постсоветский институционализм [монография] / под ред. Р.М. Нуреева, В.В. Дементьева. – Донецк : „Каштан”, 2005. – С. 32-48.

191. Телегей О. Міжнародний досвід організації депозитарної системи / О. Телегей // Цінні папери України. – 2001. – № 38. – С. 18-19.

192. Теорія економічних учень : підручник / Л. Я. Корнійчук, Н. О. Татаренко, А. М. Поручник та ін. / за ред. Л. Я. Корнійчук, Н. О. Татаренко. – К. : КНЕУ, 1999. – 564 с.



193. Третейський суд Асоціації українських банків [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.aub.com.ua/trsudaub.html>.

194. Третейський суд Професійної асоціації реєстраторів та депозитаріїв [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.pard.kiev.ua/>.

195. Тягай С. Об'єднання російських бірж можливе лише за домовленістю між групами їх власників / С. Тягай [Електронний ресурс] // „Комерсант”, 2006. – Режим доступу : http://www.micex.ru/file/publ/28655 /comments_3576.doc.

196. Указ Президента України „Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку” № 292/2003 від 04.04.2003 : остання редакція від 02.10.2005 / Президент України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=446%2F95>.

197. Указ Президента України „Про Положення про Державну комісію з регулювання ринків фінансових послуг України” № 292/2003 від 04.04.2003 : остання редакція від 02.10.2005 / Президент України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=292%2F2003>.

198. Фінанси (теоретичні основи) : підручник / [М.В. Грідчіна, В.Б. Зохожай, Л.Л. Осіпчук та ін.] / під кер-вом і за наук. ред. М.В. Грідчіної, В.Б. Захожая. – 2-ге вид., випр. і допов. – К. : МАУП, 2004. – 312 с.

199. Фондовый рынок : [учебное пособие для ВУЗов экономического профиля] / Н.И. Берзон, Е.А. Буянова, М.А.Кожевников, А.В. Чаленко. – 2-е изд. – М. : Вита-Пресс, 1999. – 400 с.

200. Харченко А. Почему сорвалась самая крупная сделка на рынке биржевых операторов между Deutsche Boerse и NYSE Euronext / А. Марченко // Украинская инвестиционная газета. – 2008. – № 49. – С.60-61.

201. Ходжсон Дж. Что такое институт? / Дж. Ходжсон // Вопросы экономики. – 2007. – № 8. – С. 28 – 48.

202. Хроника финансового кризиса (10-14 ноября) // Украинская инвестиционная газета. – 2008. – № 45. – С.28.

203. Хроника финансового кризиса (17-21 ноября) // Украинская инвестиционная газета. – 2008. – № 46. – С.30.



204. Хроника финансового кризиса (8-14 декабря) // Украинская инвестиционная газета. – 2008. – № 49. – С.26.

205. Цивільний Кодекс України : Закон України від 16.01.2003 № 435-IV остання редакція від 30.04.2009 / Верховна Рада України // Відомості Верховної Ради (ВВР). – 2003. – № 40-44. – С. 356 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=435-15>.

206. Цирель С.В. "QWERTY-эффекты", "path dependence" и закон Седова или возможно ли выращивание устойчивых институтов в России / С.В. Цирель // Постсоветский институционализм [монография] / под ред. Р.М. Нуреева, В.В. Дементьева. – Донецк : „Каштан”, 2005. – С.126-144.

207. Шапран В. Банківські кризи: міжнародний аспект / В. Шапран // Цінні папери України. – 2005. – № 44. – С.20-23.

208. Шапран Н. Біржі світу : перерозподіл ринку триває / Н. Шапран // Цінні папери України. – 2008. – № 9. – С. 26-28.

209. Шапран Н. Скільком фондовим біржам бути в Росії : чи відбудеться злиття ММВБ і РТС? / Н. Шапран // Цінні папери України. – 2008. – № 47. – С. 32-33.

210. Шарапов О.Д. Економічна кібернетика : навч. посіб. / О.Д. Шарапов, В.Дж. Дербенцев, Д.Є. Семьонов. – К. : Київ. нац. екон. ун-т, 2004. – 231 с.

211. Шарп У. Инвестиции. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 1999. – XII. – 1028 с.

212. Шпитко Є. В очікуванні буму КУА / Є. Шпитко // Відомості Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2007. – № 163. – С. 8-11.

213. Шпитко Є. Фондовий магазин – не гастроном, але вигоди очевидні / Є. Шпитко // Відомості Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2007. – № 178. – С.10-11.

214. Якимчук А.М. Взаємодія кредитних спілок та банків на ринку фінансового посередництва України / А.М. Якимчук // Фінансова система України [збірник наукових праць]. – Острого : Видавництво „Національний університет „Острозька академія”, 2007. – Випуск 9. – Ч.4. – С. 511-518.

215. Яковлев А.Н. Введение в вейвлет-преобразования : учеб. Пособие / А.Н. Яковлев. – Новосибирск : Изд-во НГТУ, 2003. – 104 с.



216. Янпольський С. Як жити з новим законом про акціонерні товариства / С. Янпольський [Електронний ресурс] // Економічна правда. – Режим доступу : <http://www.epravda.com.ua/markets/49c3896cc48de/>.
217. Янчук Ю. Саморегулювання на фондовому ринку / Ю. Янчук // Цінні папери України. – 2003. – № 12. – С. 16-17.
218. Akita T. Decomposing regional income inequality in China and Indonesia using two-stage nested Theil decomposition method / T. Akita // The annals of regional science. – 2003. – Vol.37, № 1. – pp. 57-75.
219. Blake D. Financial Market Analysis / D. Blake. – Mc Graw Hill, USA. – 1996.
220. Fundamentals of corporate finance / Richard A. Barealey, Stewart C. Myers, Alan J. Marcus. McGraw-Hill, Inc., USA, 1995. – pp. 107-128.
221. Grossmann A. Decomposition of Hardy functions into square integrable wavelets of constant shape / A. Grossmann, J. Morlet // SIAM J. Math. Anal. 15 (1984). – pp. 723-736.
222. Hamilton W. Institution. Encyclopedia of the social Sciences / W. Hamilton. – N.-Y., 1932. – V. VIII. – P.84.
223. IMF, Annual report 2000. – New York, 2000. – p.36.
224. Index of economic freedom [Електронний ресурс] // The Heritage Foundation. – Режим доступу : <http://www.heritage.org/Index/Country/Ukraine>.
225. Interational Finance Corporation. Annual report 2008. / Interational Finance Corporation. – Режим доступу : www.ifc.org.
226. Law on the Financial and Capital Market Commission Passed on June 1, 2000. In effect as of July 1, 2001 / Financial and Capital Market Commission. – http://www.fktk.lv/en/law/general/laws/on_the_financial_and_capital_m.
227. Merton R. Financial Innovation and the Management and Regulation of Financial Institutions // Journal of Banking & Finance, Vol. 19, № 3-4, (June 1995). – pp. 461-481.
228. Meyer K.E. Institutions Transaction Costs, and Entry Mode Choice in Eastern Europe / K.E. Meyer // Journal of International Business. – 2001. – 2-nd Quarter. – Vol. 32. – №2. - pp. 357-368.
229. S&P Frontier BMI [Електронний ресурс] // Standard & Poor's. – Режим доступу : <http://www2.standardandpoors.com>.



Національний університет

230. Vid P. A. Clio and the Economics of QWERTY / P. A Vid // The American Economic Review. – Vol.75. – №2 – pp.332-337.

231. Новий курс: реформи в Україні. 2010 2015. Національна доповідь / за ред. В.М. Гейца [та ін.] - К.: НВЦ НБУВ, 2010 – 232 с.



Національний університет
водного господарства
та природокористування

Таблиця 1.6

Генезис розвитку інституційної системи ринку цінних паперів України

Етапи розвитку	Законодавче забезпечення	Розвиток інституцій та визначальні тенденції
Перший етап: 1991 р.- 1994 р	Закони України: „Про цінні папери і фондову біржу” (1991 р.), „Про господарські товариства” (1991 р.), Указ Президента „Про затвердження „Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії” (1994 р.)	Інституціоналізацію ринку розпочато із організаторів торгів – Українську фондову біржу (УФБ) паралельно виникає інституція торговців цінними паперами, при цьому інституцій депозитарної діяльності створено не було. Гармонійний розвиток був неможливий у зв'язку з наявністю багатьох державних регуляторів, дії яких були слабо узгоджені, що у свою чергу спричинило численні порушення законодавства та не виправдану кількість нових учасників ринку. Функції регулювання ринку належали Міністерству фінансів України, яке, на жаль, практично не отримувало інформації від професійних учасників ринку, та не відстежувало відповідність новостворених фінансових інституцій вимогам ефективного та прозорого ринку.
Другий етап: 1995 р. - 1999 р.	«Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України» (1995 р.). Закони України „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” (1996 р.), „Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” (1997 р.). 6 липня 1999 року прийнято відразу три Закони України, що регулюють вексельний обіг в Україні: „Про приєднання України до Женевської	12 червня 1995 року створено спеціальну регуляторну інституцію – Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку. Законодавчо визначено принципи та шляхи розвитку ринку цінних паперів. Розпочато процес формування інституції депозитаріїв: створено ВАТ "Міжрегіональний фондовий союз" (1997 р.) та засновано Національний депозитарій України (1998 р.). У жовтні 1997 року розпочато розрахунок індексу ПФТС Також з'являються асоціації, які поєднують учасників ринку: Перша фондова торговельна система (ПФТС), що являла собою "електронну" біржу цінних паперів України, Українська асоціація інвестиційного бізнесу, Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв. У 1995 році відбувся вихід регіонів на фінансовий ринок. Перші муніципальні запозичення були здійснені у м. Черкаси, м. Києві та Дніпропетровській області, а також м. Комсомольськ Полтавської області. Формування регуляторних інституцій ринку цінних паперів на рівні регіону

продовження табл. 1.6

	<p>конвенції 1930 року, якою запроваджено Уніфікований закон про переказні векселі та прості векселі”, “Про приєднання України до Женевської конвенції 1930 року про врегулювання деяких колізій законів про переказні векселі та прості векселі”, “Про приєднання України до Женевської конвенції 1930 року про Гербовий збір стосовно переказних векселів і простих векселів”.</p> <p>Укази Президента України “Про заходи щодо забезпечення захисту прав учасників інвестиційних фондів та інвестиційних компаній” (1999),</p>	<p>було розпочато із створення у 1996 році мережі територіальних управлінь ДКЦПФР. У цьому ж році їм передано повноваження на видачу Дозволів на право ведення реєстрів власників іменних цінних паперів акціонерним товариствам, кількість акціонерів яких не перевищує 500. Наступного 1998 року статус територіальних відділень змінено на територіальні управління ДКЦПФР, паралельно створено Відділ координації роботи територіальних підрозділів.</p> <p>У сфері інформаційного забезпечення ДКЦПФР розпочала створення власної інформаційно-телекомунікаційної системи. З метою підвищення поінформованості учасників ринку було зареєстровано ДКЦПФР журнал “Ринок цінних паперів України” (1996 рік) та щотижневу газету “Цінні папери України” (1997 рік), а у 1999 році було відкрито Web - сторінку, яка також містить нормативно-правову базу регулювання ринку цінних паперів та річні звіти комісії.</p>
<p>Третій етап: (2000-2003 р.)</p>	<p>Законои України „Про банки та банківську діяльність”(2000 р.), „Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” (2001 р.), „Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” (2001 р.), "Про обіг векселів в Україні" (2001 р.), "Про іпотеку" (2003 р.), Укази Президента України “Про ринки фінансових послуг в Україні”(2000 р.),</p>	<p>Даний етап характеризується активним розвитком інституцій-посередників. Зокрема, запроваджено процедуру ліцензування компаній з управління активами, законодавчо визначено вимоги до діяльності саморегульвних організацій професійних учасників фондового ринку України. Створено міжвідомчу робочу групу з опрацювання юридичних та технологічних аспектів діяльності центрального депозитарію. За результатами її роботи було визначено основні напрями роботи щодо створення центрального депозитарію цінних паперів, а також запроваджено страхування ризиків прямих учасників Національної депозитарної системи за їх основною діяльністю. У другому півріччі 2002 року було зареєстровано появу нової інституції – компанії з управління активами. Корпоративне управління виділено як пріоритетний напрям розвитку ринку цінних паперів, зокрема запроваджено загальноприйняті принципи корпоративного управління.</p>

продовження табл. 1.6

	<p>„Про електронні документи та електронний документообіг” (2003 р.), „Про електронний цифровий підпис” (2003 р.). „Про заходи щодо розвитку корпоративного управління в акціонерних товариствах” (2002 р.), „Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку” (2003 р.), „Про Положення про Державну комісію з регулювання ринків фінансових послуг України” (2003 р.)</p>	<p>У сфері інституційного регулювання регіонального фондового ринку налагоджено співпрацю територіальних органів ДКЦПФР з центральними органами виконавчої влади, відповідними органами Автономної Республіки Крим та областей України, місцевими органами виконавчої влади і органами місцевого самоврядування. Крім того, територіальні органи ДКЦПФР отримали повноваження приймати звітність регіональних емітентів, що в свою чергу зробило цей процес простішим та дешевшим. У зв'язку із зростанням правопорушень на ринку цінних паперів у 2001 році ДКЦПФР було розроблено основні засади розвитку пруденційного нагляду на фондовому ринку України.</p>
<p>Четвертий етап: 2004 р. 2006 р.</p>	<p>Закони України „Про фінансово-кредитні механізми та управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю” (2004 р.) „Про цінні папери та фондовий ринок” (2006 р.), Постанова Кабінету Міністрів України „Про затвердження Плану заходів на 2006 рік із запобігання та протидії адміністративних даних та систему взаємодії центрального апарату з територіальними органами ДКЦПФР. „Про схвалення Стратегії розвитку пенсійної системи” (2005 р.), Розпорядження Кабінету Міністрів</p>	<p>З листопада 2005 року розпочато моніторинг фінансових показників діяльності компаній з управління активами та адміністраторів пенсійних фондів, які отримали ліцензію на управління активами. Скасовано обмеження на операції Національного депозитарію України, що виконуються на засадах підприємницької діяльності, а у 2004 році центральним депозитарієм отримано права на здійснення клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів і, як наслідок, виникла нова інституція - кліринговий депозитарій. Також у 2006 році було автоматизовано подання окремих видів адміністративних даних та систему взаємодії центрального апарату з територіальними органами ДКЦПФР. Продовжувалась співпраця з Міжнародною організацією Комісій з цінних паперів (IOSCO), в результаті чого розпочато співпрацю на міжнародному рівні щодо запобігання порушень законодавства про цінні папери та деривативи та налагодження обміну інформацією між регуляторами країн світу.</p>

	України "Про затвердження заходів щодо детінізації національної економіки на 2006-2007 роки"(2005 р.)	
П'ятий етап: після 2007 року	Закон України „Про акціонерні товариства” (2008 р.) та закони, укази та постанови щодо внесення змін у вже існуюче законодавство. В даний час суттєво змінюється законодавче забезпечення діяльності обох комісій. Згідно рішень Конституційного Суду України №3-рп/2008 від 01.04.2008 р.[192] та №19-рп/2008 від 02.10.2008 р. [193]	Етап характеризується революційними змінами у корпоративному секторі, які насамперед передбачають зміну найменувань акціонерних товариств та повторного затвердження статутів. Кардинальні зміни відбуваються також у депозитарній системі: створюється верхній рівень – Національний депозитарій та руйнується низовий – реєстратори. Розпочато процес формування інституції первинних дилерів державних цінних паперів. Рішенням Конституційного Суду України визнано неконституційним підпорядкування Президенту України обох спеціалізованих регуляторів, призначення та звільнення Президентом України Голови та членів обох комісій, затвердження Президентом України Положень про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку та Положення про Державну комісію з регулювання ринків фінансових послуг. Із десяти до трьох скоротилась чисельність саморегулювних організацій внаслідок чого із кожного виду професійної діяльності лише одна така організація. Фінансова криза негативно позначилась на функціонуванні всіх учасників ринку. Знецінились вкладення інвесторів у цінні папери, суттєво зменшилась ринкова вартість власного капіталу емітентів, внаслідок втрати платоспроможності емітентами облігацій було зафіксовано технічні та фактичні дефолти. Компанії з управління активами та торговці цінними паперами зазнали збитків. Зменшились обсяги наданих послуг депозитарними інституціями та організаторами торгів.

Примітка. Складено автором на основі узагальнення [77; 121; 149].

Таблиця 1.3

**Ліцензійні вимоги до професійних учасників залежно від видів діяльності
на ринку цінних паперів України**

Вид діяльності	Вимоги до організаційної форми	Розмір та структура статутного капіталу	Керівні посадові особи та фахівці	Забезпечення приміщенням*	Технічне забезпечення	Внутрішні документи
1	2	3	4	5	6	7
Діяльність з ведення реєстру власників іменних цінних паперів	Ліцензію може отримати тільки юридична особа. Заявниками можуть виступати також депозитарії та зберігачі цінних паперів	Мінімальний розмір сплаченого статутного фонду реєстратора на дату надання заяви про видачу ліцензії повинен становити не менше ніж 60 тис. грн., у тому числі грошовими коштами не менше ніж 30 тис. гривень.	Керівні посадові особи заявника, та його працівники, які безпосередньо здійснюють діяльність з ведення реєстру власників іменних цінних паперів, повинні бути сертифіковані. Сертифіковані керівні посадові особи та фахівці заявника не можуть одночасно працювати в іншому професійному учаснику фондового ринку. Керівник заявника повинен мати стаж роботи на фондовому ринку не менше 3 років. Мінімальна кількість сертифікованих фахівців повинна становити не менше 3 осіб.	Повинен мати у власності або в користуванні відокремлене приміщення площею не менше 30 кв. м	---	---

продовження табл. 1.3

1	2	3	4	5	6	7
Депозитарна діяльність зберігача цінних паперів		Мінімальний розмір статутного капіталу торговця цінними паперами на дату подання заяви про видачу ліцензії повинен бути повністю сплачений, у тому числі грошовими коштами в розмірі не менше ніж 1 мільйон гривень	Керівні посадові особи та фахівці, не можуть одночасно працювати в іншому професійному учаснику фондового ринку. Керівник заявника (крім банку) повинен мати стаж роботи на фондовому ринку не менше 3 років. Мінімальна кількість сертифікованих фахівців повинна становити не менше 3 осіб.	Повинен мати у власності або в користуванні відокремлене приміщення площею не менше 35 кв. м	Повинен мати 2 незалежних джерела електроживлення, а також джерела додаткового безперервного електроживлення; систему обробки інформації, обладнання та програмне забезпечення, які відповідають специфіці його діяльності та обсягу інформації, що обробляється; бути обладнаний системними і програмно-технічними засобами та засобами зв'язку, які мають запобігати втратам, крадіжкам, несанкціонованому знищенню, викривленню, підробленню, копіюванню інформації; забезпечити архівацію даних стану рахунків та інформації щодо проведених операцій за кожний операційний день.	Розробити внутрішнє положення про депозитарну діяльність зберігача цінних паперів; регламент здійснення депозитарної діяльності зберігача цінних паперів; регламент щодо здійснення функцій номінального утримувача; положення про внутрішній структурний підрозділ зберігача; інструкцію щодо обслуговування інвестиційних фондів, взаємних фондів інвестиційних компаній, інститутів спільного інвестування та пенсійних фондів; положення про внутрішній контроль за депозитарною діяльністю.

продовження табл. 1.3

1	2	3	4	5	6	7
Діяльність депозитарію цінних паперів	Ліцензію може отримати юридична особа, у формі відкритого акціонерного товариства, учасниками якої є не менше ніж 10 зберігачів. Засновникам и можуть виступати також фондові біржі чи учасники організаційно оформленого поза-біржового ринку	Мінімальний розмір статутного капіталу на дату подання заяви про видачу ліцензії повинен бути повністю сплаченим, у тому числі грошовими коштами в розмірі не менше ніж 2 млн. грн.	Керівні посадові особи та працівники заявника не можуть одночасно працювати в іншому професійному учаснику фондового ринку. Керівник заявника повинен мати стаж роботи на фондовому ринку не менше 3 років. Керівні посадові особи заявника, визначені рішенням та всі працівники структурних підрозділів депозитарію, які безпосередньо здійснюють депозитарну діяльність, повинні бути сертифіковані	Повинен мати у власності або в користуванні відокремлене приміщення площею не менше 400 кв. м	Для забезпечення функції зберігання депозитарних активів на паперовому носії депозитарій повинен мати спеціально обладнане сховище із забезпеченням неможливості викрадення, знищення, викривлення або псування сертифікатів цінних паперів, свідоцтв про знерухомилення іменних цінних паперів, глобальних сертифікатів та тимчасових глобальних сертифікатів; два незалежних джерела електроживлення, а також джерела додаткового безперервного електроживлення; систему обробки інформації, обладнання та програмне забезпечення, які відповідають специфіці його діяльності та обсягу інформації, що обробляється	Розробити внутрішнє положення про депозитарну діяльність депозитарію; регламент здійснення депозитарної діяльності депозитарію цінних паперів; регламент щодо здійснення функцій номінального утримувача; положення про внутрішній аудит за депозитарною діяльністю; інструкції та правила користування засобами захисту інформації.
Розрахунково-клірингова	Ліцензію може отримати	Мінімальний розмір статутного	Керівні посадові особи заявника, та всі фахівці структурних		інформації, що обробляється	Розробити регламент здійснення розрахунково-

продовження табл. 1.3

1	2	3	4	5	6	7
діяльність	тільки депозитарій	фонду депозитарію на дату подання заяви про видачу ліцензії повинен бути повністю сплачений, у тому числі грошовими коштами в розмірі не менше ніж 3,5 мільйона гривень.	підрозділів депозитарію, які безпосередньо здійснюють розрахунково-клірингову діяльність, повинні бути сертифіковані. Фахівці депозитарію не мають права поєднувати цю діяльність з діяльністю у підрозділах, що здійснюють інші види професійної діяльності на фондовому ринку.			клірингової діяльності; внутрішній порядок проведення депозитарієм розрахунково-клірингових операцій за договорами щодо цінних паперів; внутрішнє положення про розрахунково-клірингову діяльність; положення про внутрішній контроль за здійсненням розрахунково-клірингової діяльності;
						положення про гарантійний фонд; внутрішнє положення про систему обробки інформації, що використовується для розрахунково-клірингової діяльності; внутрішнє положення про систему безпеки розрахунково-клірингової діяльності депозитарію.

продовження табл. 1.3

1	2	3	4	5	6	7
Торгівля цінними паперами	Ліцензію може отримати юридична особа, створена у формі господарського товариства	Статутний капітал торговця цінними паперами при його створенні повинен бути сплачений виключно за рахунок грошових коштів	Керівник торговця цінними паперами повинен мати стаж роботи на фондовому ринку не менше 3 років. Сертифіковані фахівці торговця цінними паперами можуть працювати не більше ніж у 2 торговців цінними паперами, але не можуть одночасно працювати в інших професійних учасниках	Повинен мати у власності або в користуванні відокремлене приміщення площею не менше 20 кв. м	Повинен мати обладнання та програмне забезпечення, які відповідають вимогам його діяльності та обсягу інформації, що обробляється, у тому числі пристрій для безперебійного електроживлення та не менше двох комп'ютерів, а також засоби зв'язку (електронна пошта, телефон, факс).	Розробити положення про провадження діяльності з торгівлі цінними паперами; положення про філію або інший відокремлений підрозділ, яким надані повноваження здійснювати діяльність з торгівлі цінними паперами; положення про внутрішній контроль; правила проведення внутрішнього фінансового моніторингу та програми його здійснення.
а) дилерська діяльність		а) Розмір не може бути меншим 120 тис. грн.	Мінімальна кількість сертифікованих фахівців повинна становити не менше 2 осіб не менше ніж один сертифікований фахівець - для відокремленого підрозділу	Повинен мати у власності або в користуванні відокремлене приміщення площею не менше 10 кв. м		

продовження табл. 1.3

1	2	3	4	5	6	7
б) брокерська діяльність в) діяльність з управління цінними паперами в) андеррайтинг		Б) Розмір не може бути меншим 300 тисяч гривень в) Розмір не може бути меншим 600 тисяч гривень	Мінімальна кількість сертифікованих фахівців повинна становити не менше 3 осіб та не менше 2 сертифікованих фахівців - для відокремленого підрозділу	Повинен мати у власності або в користуванні відокремлене приміщення площею не менше 20 кв. м		
Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку	Ліцензію може отримати юридична особа, утворена в організаційно-правовій формі товариства (крім повного, командитного товариства і товариства з додатковою	Мінімальний розмір статутного капіталу повинен повністю сплаченим, у тому числі грошовими коштами у розмірі не менше ніж 2 млн. грн., а для фондових бірж, що здійснюють	Керівні посадові особи фондової біржі, визначені рішенням Комісії від 05.01.99 N 1, та не менше двох фахівців кожного структурного підрозділу біржі, які здійснюють діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку, повинні бути сертифіковані згідно з Положенням про сертифікацію, але їх загальна мінімальна	Повинен мати у власності або в користуванні відокремлене приміщення площею не менше 100 кв. м	Для проведення торгів повинен мати торговельну (операційну) залу, обладнану системою звукопідсилення та системою візуального відображення, які відповідно до технології організації торгів повинні відображати хід торгів (поточну інформацію) та їх результати; створити автоматизовані робочі	Розробити правила проведення внутрішнього фінансового моніторингу та програми його здійснення. Правила організатора торгівлі повинні складатись з порядку: організації та проведення біржових торгів; лістингу та делістингу цінних паперів; допуску членів фондової біржі та інших осіб, визначених законодавством, до

продовження табл. 1.3

1	2	3	4	5	6	7
	відповідальні (стю) не менше ніж 20 засновниками - торговцями цінними паперами, або дочірнього підприємства об'єднання торговців цінними паперами,	кліринг та розрахунки, не менше ніж 5 млн. грн.	кількість повинна становити на менше чотирьох. Сертифіковані керівні посадові особи та фахівці фондової біржі (її філій або інших відокремлених підрозділів) не можуть одночасно працювати в іншому професійному		місяця у торговому (операційному) залі в кількості не менше десяти.	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;
	що налічує не менше ніж 20 торговців цінними паперами.		учаснику ринку цінних паперів. Керівник біржі повинен мати стаж роботи на фондовому ринку не менше трьох років.			здійснення контролю за дотриманням членами фондової біржі та іншими особами; накладання санкцій за порушення правил фондової біржі.

*наведені вимоги не враховують вимоги при суміщенні певних видів діяльності професійними учасниками ринку, у тому числі комерційними банками

**приміщення повинні бути обладнані охоронною, пожежною сигналізацією та забезпечені цілодобовою охороною, зокрема шляхом укладання договору щодо цілодобової охорони, у разі якщо документом, що підтверджує право власності або користування приміщенням, не передбачено здійснення такої охорони приміщень.

Примітка. Складено авторами на основі [152;153; 160].

Таблиця 1.4

Відповідальність юридичних осіб за правопорушення на ринку цінних паперів

Зміст положення (норми) законодавства	Фінансові санкції	За ті самі дії, вчинені повторно протягом року
1	2	3
<ul style="list-style-type: none"> - розміщення цінних паперів без реєстрації їх випуску в установленому законом порядку; - маніпулювання цінами під час здійснення операцій з цінними паперами; - незаконне використання інсайдерської інформації; 	у розмірі від 10 000 до 50 000 НМДГ* або в розмірі до 150 % відсотків прибутку (надходжень), одержаних в результаті цих дій;	
<ul style="list-style-type: none"> - здійснення діяльності на ринку цінних паперів без спеціального дозволу (ліцензії), якщо законом передбачено одержання спеціального дозволу (ліцензії) для здійснення такої діяльності; 	у розмірі від 5 000 до 10 000 НМДГ;	
<ul style="list-style-type: none"> - порушення емітентом чи професійним учасником ринку цінних паперів порядку ведення системи реєстру власників іменних цінних паперів, що призвело до втрати системи реєстру (її частини), а також ухилення від внесення змін або внесення завідомо недостовірних змін до системи реєстру або до системи депозитарного обліку; 		
<ul style="list-style-type: none"> - ненадання інвестору в цінні папери (у тому числі акціонеру) на його письмовий запит інформації про діяльність емітента в межах, передбачених законом, або надання йому недостовірної інформації; - неопублікування, опублікування не в повному обсязі інформації та/або опублікування недостовірної інформації; - нерозміщення, розміщення не в повному обсязі інформації та/або розміщення недостовірної інформації у загальнодоступній інформаційній базі даних Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів; - неподання, подання не в повному обсязі інформації та/або подання 	у розмірі до 1000 НМДГ;	у розмірі від 1 000 до 5 000 НМДГ

продовження табл. 1.4

1	2	3
недостовірної інформації до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку;		
- несвоєчасне надання інформації інвесторам в цінні папери на їх письмовий запит;	у розмірі до 100 НМДГ;	у розмірі від 100 до 500 НМДГ
- невиконання або несвоєчасне виконання рішень Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку або розпоряджень, постанов або рішень уповноважених осіб Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку щодо усунення порушень законодавства на ринку цінних паперів;	у розмірі від 1 000 до 5 000 НМДГ;	у розмірі від 5 000 до 10 000 НМДГ
- порушення емітентом порядку прийняття рішення про передачу ведення реєстру власників іменних цінних паперів та/або порядку передачі ведення реєстру власників іменних цінних паперів.	у розмірі від 5 000 до 10 000 НМДГ із зупиненням перереєстрації прав власності на цінні папери такого емітента.	

* НМДГ – неоподатковуваний мінімум доходів громадян

Примітка. Складено автором на основі [35; 37].

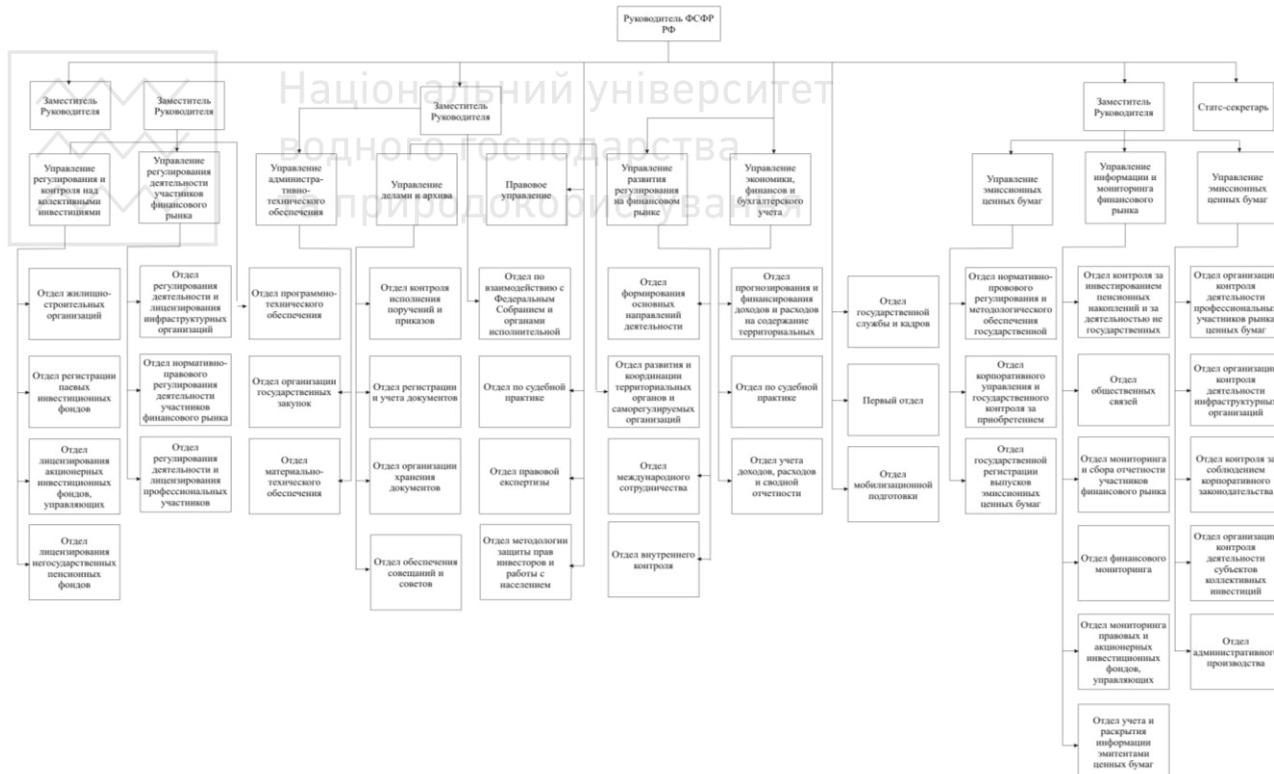


Рис. 1.5. Організаційна структура Федеральної служби з фінансових ринків Російської Федерації [124; 132]

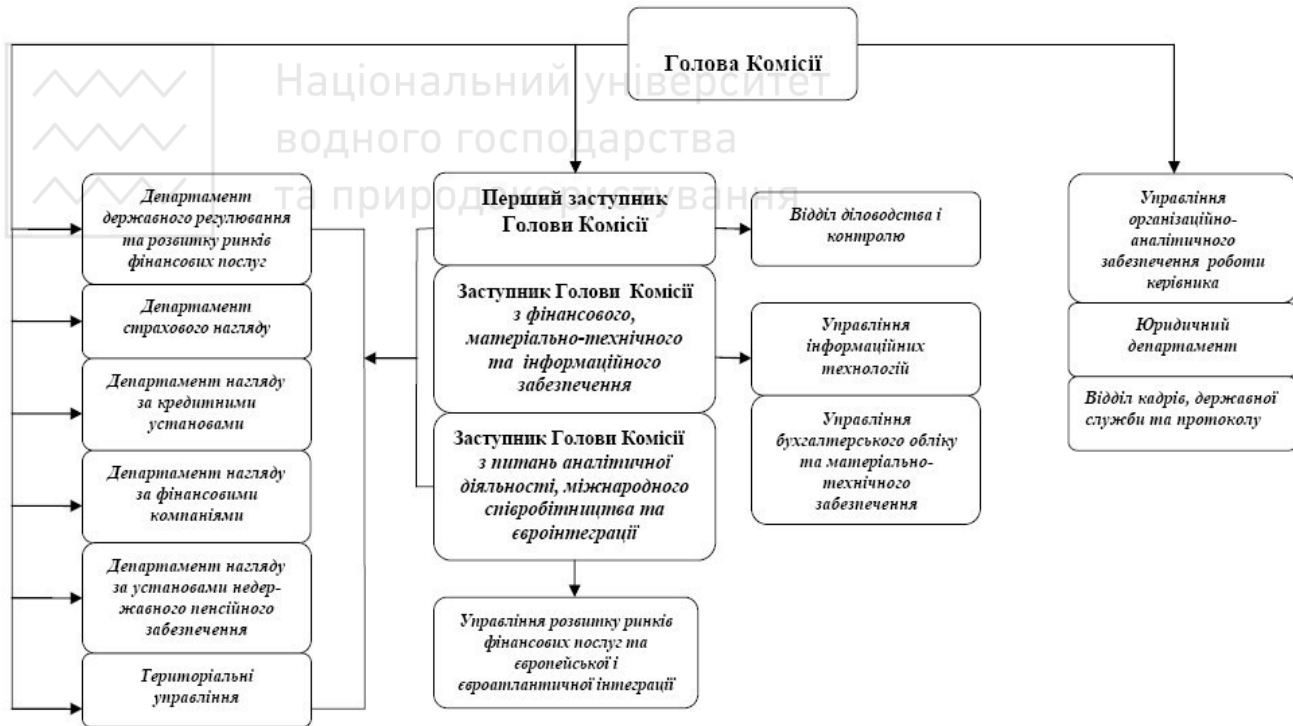


Рис. 2.22. Організаційна структура Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України [148]

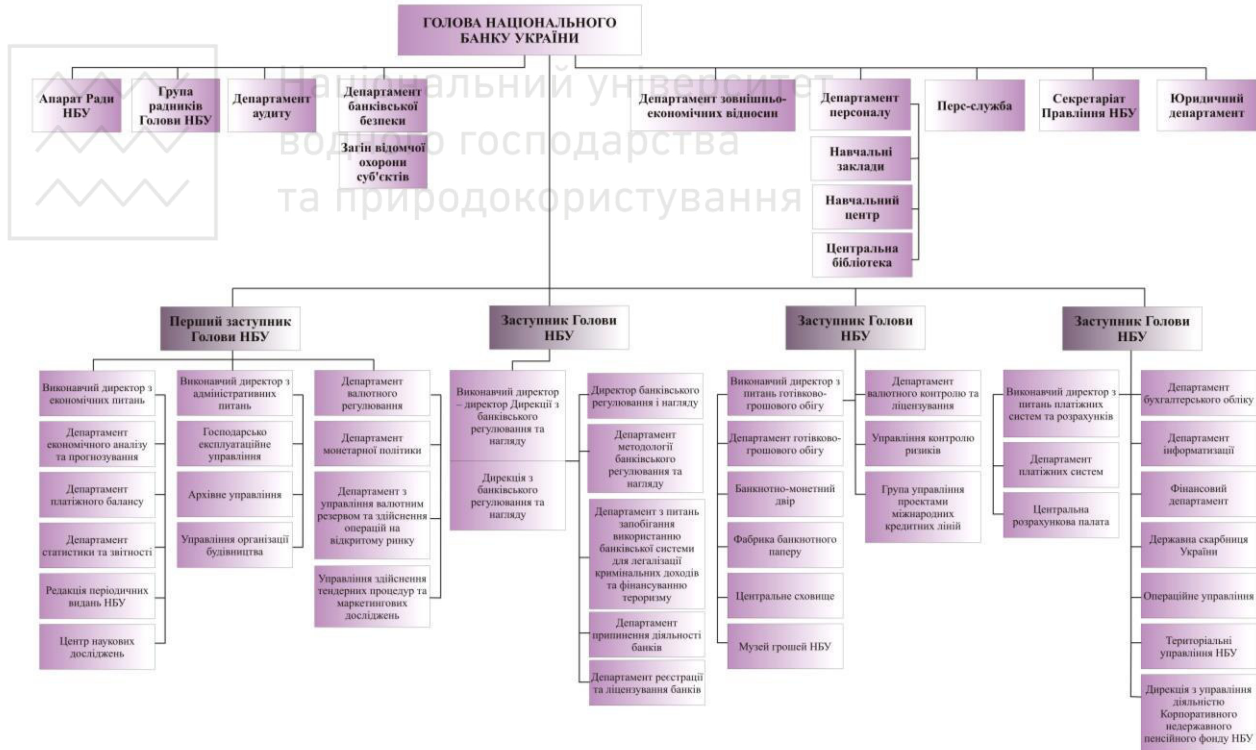


Рис. 2.23. Організаційна структура Національного банку України [150]

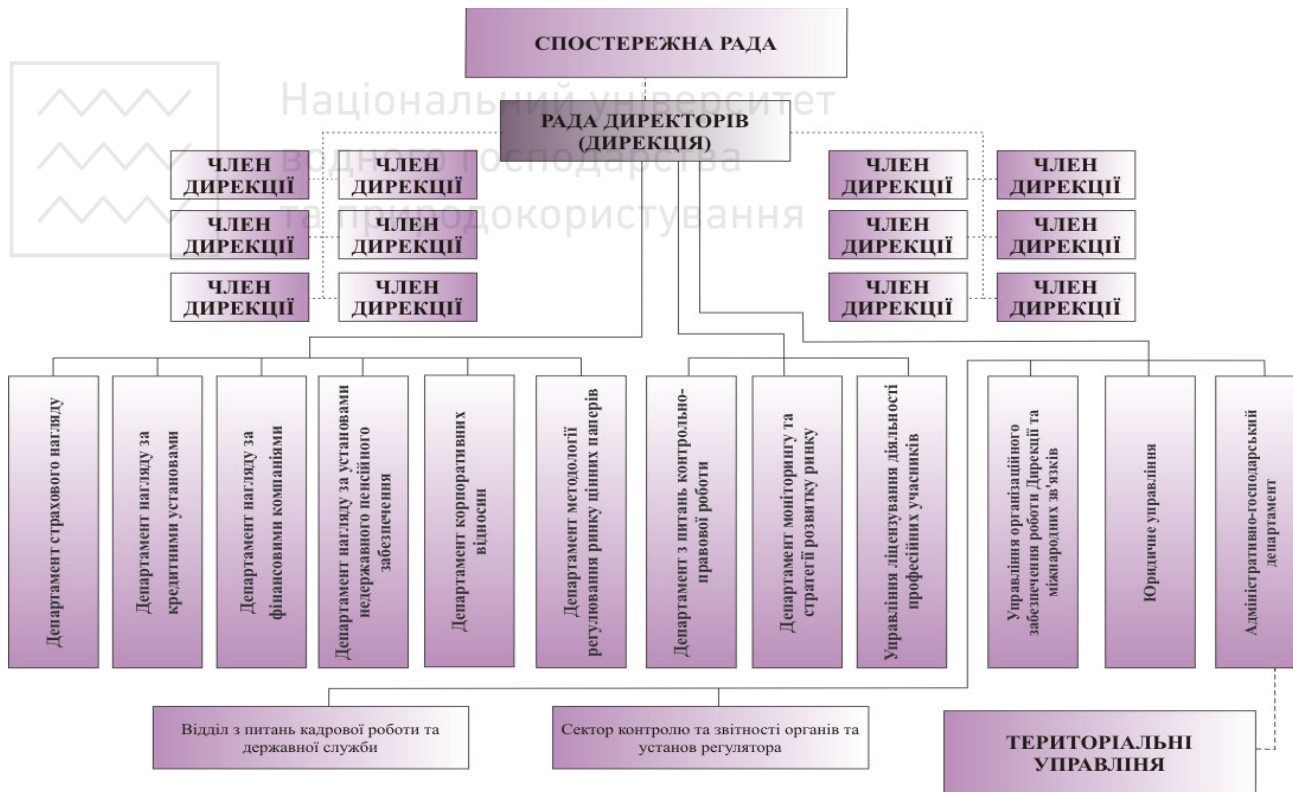


Рис. 2.20. Організаційна структура єдиного фінансового регулятора України

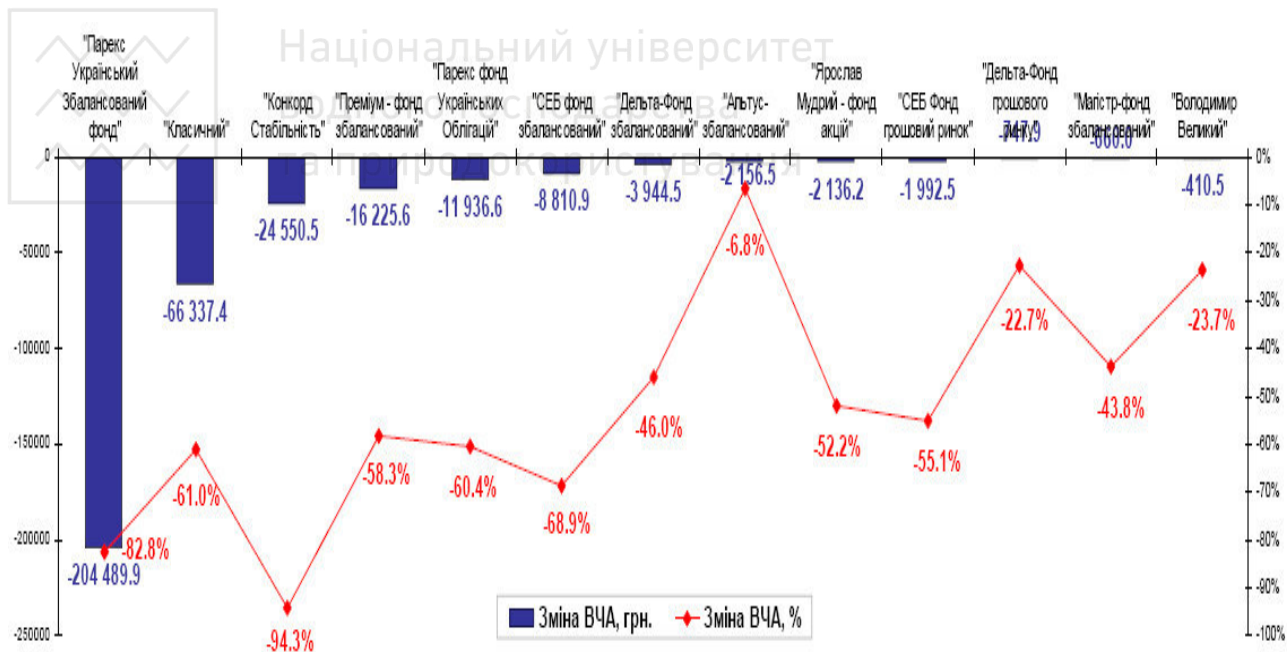


Рис. 2.16. Зміна вартості чистих активів відкритих інститутів спільного інвестування за 2008 рік [148]

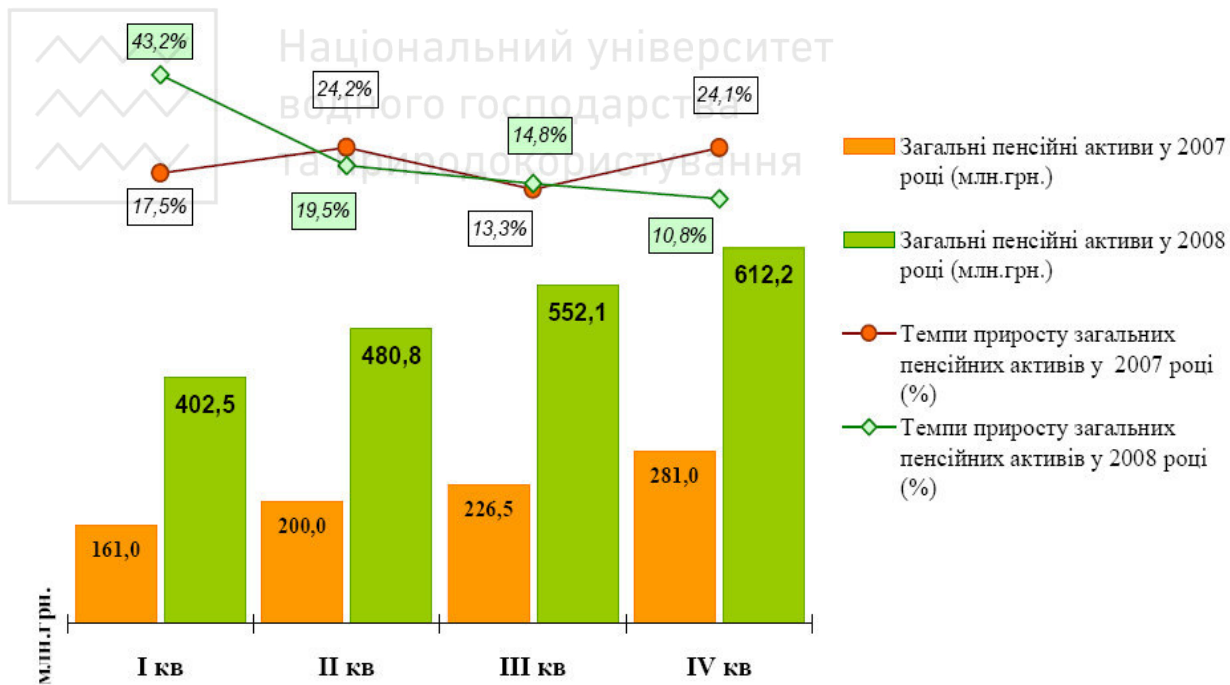


Рис. 2.17. Динаміка загальних активів недержавних пенсійних фондів у 2008 році у порівнянні до аналогічного періоду 2007 року [148]

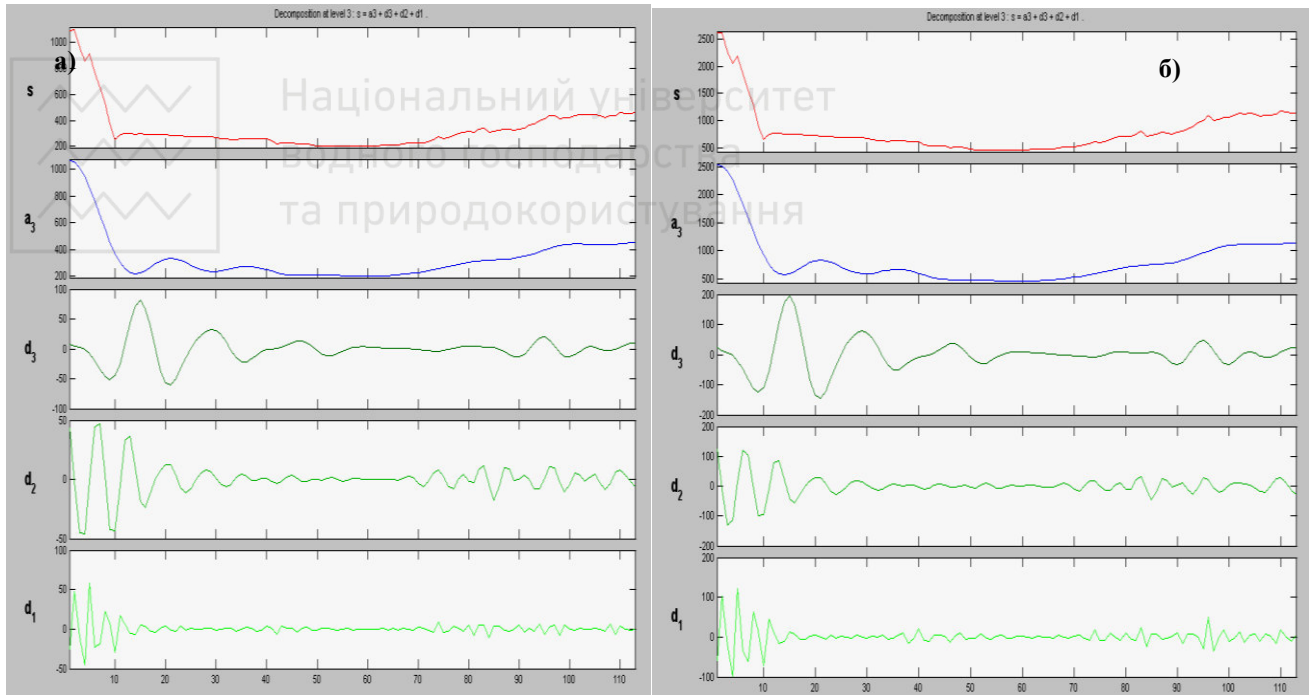


Рис. 2.10. Результати аналізу коливань індексів ПФТС (а) та УБ (б) за допомогою dтеу-вейвлета для трьох рівнів розкладу

де, S – вихідні дані про коливання індексів; a_3 – згладжений сигнал;

d_1, d_2, d_3 – вейвлет-коефіцієнти відповідно першого, другого та третього рівнів розкладу.

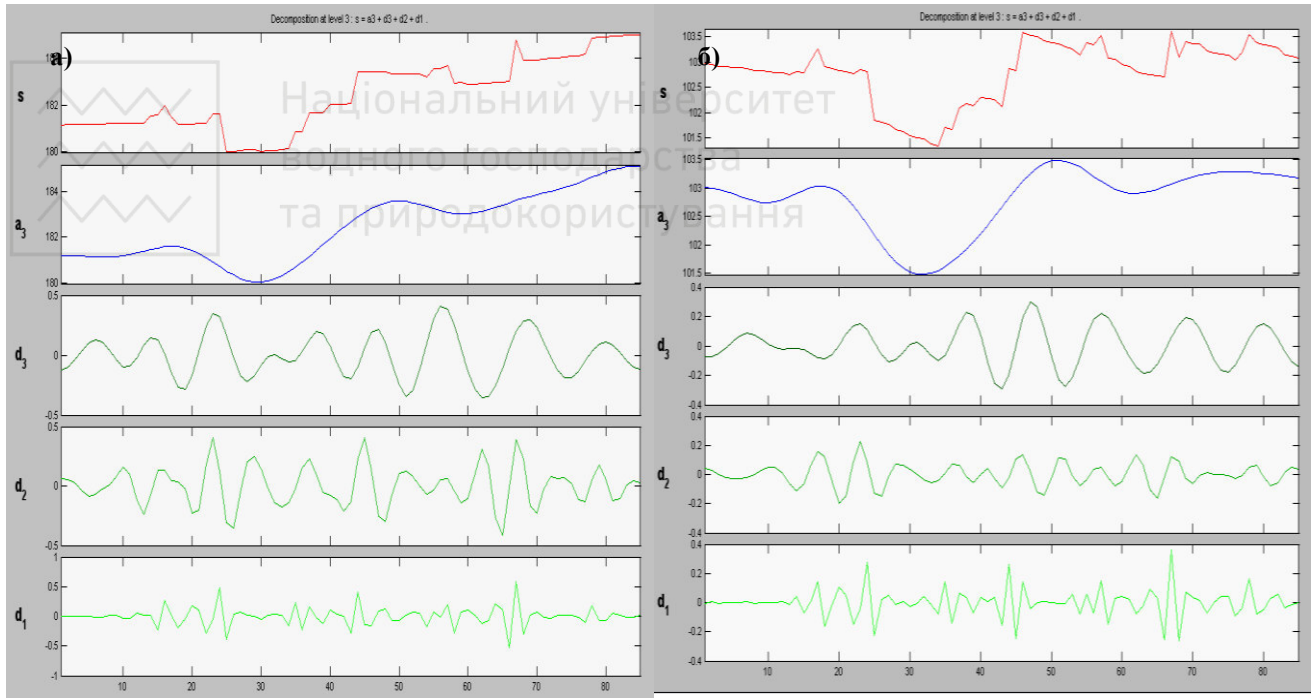


Рис. 2.11. Результати аналізу коливань індексів ПФТС-Cbonds (а) та ПФТС-Cbonds/TR (б) за допомогою *dmey*-вейвлета для трьох рівнів розкладу

де, S – вихідні дані про коливання індексів; a_3 – згладжений сигнал;

d_1, d_2, d_3 – вейвлет-коефіцієнти відповідно першого, другого та третього рівнів розкладу.

Таблиця 2.8

**Порівняльний аналіз положень про діяльність державних регуляторів,
що втратили чинність згідно Рішення Конституційного Суду України**

Державний регулятор	Положення визнанні неконституційними	Законодавчий акт, до якого внесено зміни
Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку	речення третє частини третьої статті 5 щодо затвердження Президентом України складу Координаційної ради та Положення про Координаційну раду;	Закону України „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” від 30 жовтня 1996 року N 448/96-ВР Указ Президента України „Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку” від 14 лютого 1997 року № 142
	речення перше частини першої статті 6 Щодо підпорядкування Президенту України Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку;	
	частина п'ята статті 6 щодо призначення та звільнення Президентом України Голови Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, її членів;	
	речення перше частини дванадцятої статті 6 щодо затвердження Президентом України Положення про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку	
Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг	частин третьої, п'ятої статті 23 про затвердження Президентом України Положення про Уповноважений орган, про призначення на посади та припинення повноважень Голови, заступників Голови і членів ДКРРФП - директорів департаментів;	Закону України „Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” від 12 липня 2001 року N 2664-III
	частин першої, другої, шостої статті 24 щодо призначення на посаду та звільнення з посади Президентом України Голови Уповноваженого органу і його відповідальності перед Президентом України за діяльність ДКРРФП;	
	частини першої статті 25, частини першої статті 26 стосовно призначення на посади та звільнення з посад Президентом України заступників Голови, директорів департаментів ДКРРФП.	


Примітка Складено авторами на основі [37; 44; 162; 163; 196; 197].

Таблиця 2.10

**Порівняльна характеристика структури та повноважень органів управління
і контролю саморегулюючих організацій**

Органи управління	Українська асоціація інвестиційного бізнесу	Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв	Асоціація „Українські Фондові Торговці”
1	2	3	4
Загальні збори членів асоціації	<ul style="list-style-type: none"> - затверджують Статут, вносять до нього зміни і доповнення; - затверджують Положення, Стандарти, Кодекси та інші внутрішні документи; - визначення порядку її формування, повноважень та складу інших органів управління та посадових осіб; - заслуховування і затвердження звітів інших органів управління та посадових осіб; - заслуховують і затверджують результати діяльності асоціації за звітний період; - визначають та затверджують основні напрями діяльності асоціації та бюджету асоціації на наступний рік; - приймають рішення про реорганізацію або ліквідацію асоціації та припинення нею своєї діяльності; 		
	встановлюють розміру членських внесків;	затверджують максимальний розмір і порядок сплати вступних та періодичних членських внесків;	---
Рада асоціації	<ul style="list-style-type: none"> - визначає конкретні напрямки діяльності Асоціації в період між Загальними Зборами; - приймає рішення про скликання чергових Загальних зборів (та позачергових Загальних зборів), визначає порядок денний, місце і час їх проведення, координує їх підготовку; - обирає представників до складу внутрішніх органів та затверджує керівників цих органів; - приймає рішення про прийом та виключення з членів асоціації у порядку, визначеному внутрішніми документами; - приймає рішення про створення комітетів, комісій і робочих груп, визначає їх склад і порядок роботи; - перед початком фінансового року приймає бюджет Асоціації з наступним затвердженням черговими Загальними зборами; 		

продовження табл. 2.10

1	2	3	4
	<p>- затверджує внутрішні документи Асоціації, що відносяться до її компетенції;</p>		<p>розробляє та подає на затвердження Зборам правила, положення та стандарти, віднесені до їх компетенції;</p>
	<p>---</p>	<p>- затверджує штати та організаційну структуру Асоціації; - затверджує регіональних представників Асоціації.</p>	
	<p>- затверджує рішення Дисциплінарного комітету у відповідності з вимогами Кодексу заходів дисциплінарного впливу;</p>	<p>- приймає рішення про накладення санкції (про відмову від накладення санкції на члена). Рішення може бути оскаржене на найближчих Загальних зборах;</p>	<p>- приймає рішення про застосування дисциплінарних санкцій, віднесених до її компетенції; - здійснює розгляд апеляційних скарг щодо застосування дисциплінарних санкцій;</p>
	<p>- визначає склад Дирекції та призначає Генерального директора;</p>	<p>- призначає Президента, з обов'язковим наступним затвердженням на Загальних зборах;</p>	<p>- обирає та відкликає Голову Ради;</p>
<p>- приймає рішення про зменшення розміру членських внесків;</p>	<p>- приймає рішення щодо встановлення розміру членських внесків членів в межах максимального розміру, затвердженого Загальними зборами;</p>	<p>- встановлює розмір вступних і членських внесків та порядок їх сплати;</p>	

продовження табл. 2.10

1	2	3	4
	<p>- приймає рішення про формування резервного фонду;</p>	<p>- здійснює нагляд за фінансово-господарською діяльністю ПАРД;</p>	<p>- приймає рішення про розпорядження майном Асоціації;</p>
<p>Дирекція</p>	<p>- забезпечує виконання рішень Зборів та Ради; - укладає угоди, в тому числі і трудові, листи звернення та інші документи; - відкриває та управляє розрахунковими та іншими рахунками в банківських установах; - розробляє штатний розпис і умови оплати праці, розмір стягнень та заохочень, приймає та звільняє працівників; - здійснює організаційне, матеріальне та інформаційне забезпечення асоціації та її органів;</p> <p>- забезпечує розробку проєктів бюджету УАІБ на рік та по кварталах та виносить їх на розгляд Ради УАІБ;</p> <p>- забезпечує організацію заходів, направлених на професійний ріст членів УАІБ, членів Дирекції та працівників Дирекції;</p> <p>- встановлює, підтримує та розвиває зв'язки УАІБ з іншими асоціаціями та інформує ЗМІ про діяльність УАІБ</p> <p>- захищає інтереси УАІБ та її членів, представляє її в відношеннях з третіми особами в межах своїх повноважень;</p>	<p>---</p>	<p>- розробляє поточний і перспективний плани діяльності Асоціації і виносить їх на затвердження Ради;</p> <p>- організує програми підвищення фахового рівня і підготовки персоналу Асоціації;</p> <p>- бере участь у роботі Зборів з правом дорадчого голосу;</p> <p>---</p>

продовження табл. 2.10

1	2	3	4
Ревізійна комісія	<ul style="list-style-type: none"> - здійснює контроль виконання встановлених Загальними Зборами планів діяльності асоціації; - виконання рішень керівних органів з питань фінансово-господарської діяльності і їх відповідність чинному законодавству і Статуту; - виконання рішень по усуненню недоліків, що виявлені попередньою ревізією; - робить ревізію стану виконання бюджету асоціації; - інформує Загальні збори та Раду про фінансовий стан і недоліки, виявлені у процесі її діяльності. 		
Дисциплінарний комітет	<ul style="list-style-type: none"> - проводить розслідування фактів порушень прав членів та органів асоціації, норм професійної діяльності та професійної етики, а також фактів невиконання ними окремих рішень асоціації; - притягує членів асоціації до дисциплінарної відповідальності згідно з Дисциплінарним кодексом; - інформує членів асоціації, органів та посадових осіб асоціації та Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку про результати дисциплінарних розслідувань і застосування або незастосування дисциплінарних санкцій; - узагальнює дисциплінарну практику асоціації. 	<p style="text-align: center;">---</p>	<p style="text-align: center;">---</p>

Примітка. Складено авторами на основі [64; 65; 126; 285-287].



**Аналіз діяльності фондових бірж за показниками регулярності та обсягів торгів
цінними паперами у період з 01.08.2008 по 30.12.2008 р.р.**

Таблиця 3.1

Період	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	01.08.2008	04.08.2008	05.08.2008	06.08.2008	07.08.2008	08.08.2008	11.08.2008			
Київська міжнародна фондова біржа (КМФБ)	2215,6		29239470	60386879	29512125	8000	20250			
Фондова біржа „ІННЕКС” (ІННЕКС)	4528853,75	4000								
Придніпровська фондова біржа (ПФБ)										
Українська міжбанківська валютна біржа (УМВБ)			379955,95	148032,78						
Українська міжнародна фондова біржа (УМФБ)	71		50		3210	3210	110			
Українська фондова біржа (УФБ)			282397,64							
Східно-Європейська фондова біржа (СЕФБ)	3500									
Фондова біржа „Перспектива” (ПЕРСПЕКТИВА)										
Фондова біржа „Перша фондова торговельна система” (ПТФС)	200195919,47	189736793,73	158866325,48	93575673,76	111929851,90	79383885,08	163887516,32			

продовження табл. 3.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
12.08.2008	8630				3200			14634400	90736734,50
13.08.2008		960		324448,74					175733992,27
14.08.2008			100000	115433,91	20				230295820,28
15.08.2008	17479	2000			70	37658307,4			327670730,86
18.08.2008	621			90142,5					212038605,94
19.08.2008		113785		1337520	293				357318866,57
20.08.2008	44200		93981,78	370876,88					114602799,2
21.08.2008			111483,08						97000221,57
22.08.2008	32047839		121266,78		3535105		800		251950912,1
26.08.2008	10388,4				313,81		800		419743304,3
27.08.2008	11868260,74	2100000	128992,53	289081,38		60810	1377,6		127936865,3
28.08.2008	11033,4	1181960	251010,23	728280	6400,75		60910		292746681,2
01.09.2008	1955,6	2118543			60,00		1650		272675504,2
02.09.2008	2670			597600	2,50				52820234,21
03.09.2008	2077398	660		246442,24					284138735,1
04.09.2008	8391945		101803,2						140149478,5
05.09.2008	1920460	2975000						41255489,39	69751963,4
08.09.2008				118940,73		25			135485695,6

продовження табл. 3.1

09.09.2008	15335540	2947672		1233100	2380,00				78937829,8
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
10.09.2008	9183915			421483,17					111354275,4
11.09.2008	718545				115,50				49414808,18
12.09.2008	1278384				50,00				201735184,1
15.09.2008	300000				25,00				165806664,2
16.09.2008	300460		5418	1227590	96584,03				86159582,72
17.09.2008	2354915		1639749,55	226062,06	100,00				323245398,3
18.09.2008	366793,22		186979,58	328650	2772,40				117171405,3
19.09.2008	300000								123965484
22.09.2008	300000		95870						430123125,4
23.09.2008	300000			435340	50,00				351302393,4
24.09.2008	9282,2			432657,75	710,44				70794143,87
25.09.2008	15742,2		104669,13	149900	39924420,00				236713619,5
26.09.2008	114394,96	7393077,5	2122434,55		1736,63		127695		179595070
29.09.2008	39041,2	11240	2469312,65		19505405,50	101500			154197295
01.10.2008				202769,18	560		3208,53		69714868,63
02.10.2008	384,4			644465			60500		43789447,44
03.10.2008			134510,08			450000			82859650,5

продовження табл. 3.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
06.10.2008			138813,44			2206140			134411501,2
07.10.2008			69496	219076	50	144972,45	1100		60346675,82
08.10.2008	29999200		5027022	149706,9					9418633,4
09.10.2008			249496	69664	18,5				42374051,04
10.10.2008	22008029,5		251524			450000	2,5		134379798,9
13.10.2008	990		200580		5050		31500		344280908,4
14.10.2008	74825			600750			799,2		76296451,74
15.10.2008	60382			447571,53	12,5		1932		32552266,94
16.10.2008	17235			244476	1186000		3433		88069546,15
17.10.2008					27114,24				97601788,26
20.10.2008					264206535,2				64569322,27
21.10.2008	750			279684	25000				65737870,38
22.10.2008				119113,47	25000		15	85572703,45	207658021,8
23.10.2008	6050600		661570	325318	25010		15	133156785,8	129017359,2
24.10.2008					25114,24		15		6651058,51
27.10.2008	9555,6				37250				21907639,57
28.10.2008	50041299,6			364728	50000742,23	101000	291		30273796,78
29.10.2008	35284104,63		459640	233273,55	45147,59		615,8		16293426,4

продовження табл. 3.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
30.10.2008	17395,1	3114921	523398,7	78612	360		418054,4 2		255589948,3
31.10.2008	1013447,5	6761	308966		61065,49		78281,03		232847612,7
03.11.2008									16434222,24
04.11.2008				99792		415910,1	50		45916846,76
05.11.2008				145421,02	15800				56128445,85
06.11.2008				81192	800				3025294902
07.11.2008					400				25526342,92
10.11.2008								17445981,3	37342354,46
11.11.2008				191640	393,24		19078,37		15185318,01
12.11.2008				293487,39					625944172,4
13.11.2008				739320	254130			16704440	3081481920
14.11.2008					114,24			27000000	191568184,2
17.11.2008					25114,24		375		68090297,77
18.11.2008				230280	25000		580	28756000	14484939,25
19.11.2008				136300,08	31974714,24		175		25829482,93
20.11.2008				206710,32	25000		205,5	26900000	222696884,9
21.11.2008					28759,6		61864		33125573,18
24.11.2008					25197,5		331,5	10041	18251491,16

продовження табл. 3.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
25.11.2008				118701,2	28192,23		25	24000000	46361018,09
26.11.2008				212756,85	30697	268800	75924307,85	10041	48286669,12
27.11.2008				160388,64	32365,5		1242210	23044000	76548470,39
28.11.2008					1075123,65		1412785,73		64252065,52
01.12.2008					13850			11995,2	8604389,85
02.12.2008				308264,16	13850			21719,4	487145967,77
03.12.2008				130161,41		14651028		21806	44770594,24
04.12.2008				183282,12	14614,24				10190309,83
05.12.2008						11051280	342,5		20556686,21
08.12.2008					5650		171100	500000	10418386,19
09.12.2008				1149646,24	135155,74	627504	53268592	49179530,56	10041424,19
10.12.2008				324880,5	684,3			2582570	48867490,66
11.12.2008				35523476,36			222100	25237,8	638132533,33
12.12.2008					6011995,62	353184	110825	6831591,17	146844280,65
15.12.2008					15000			2373485,55	14560510,10
16.12.2008				122028,72	17500		110550	24216770	37984360,35
17.12.2008				179832,45	57027000		25	200219912,8	56652806,94

продовження табл. 3.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
18.12.2008					25040		25064	1004971,2	568123455,12
19.12.2008					53444160		110125		69905502,47
22.12.2008					50100		106365	741000	79353061,88
23.12.2008					27000		104800		76436211,25
24.12.2008				358136,65	421,3				59176053,45
25.12.2008				7874885	659,18		97781,33	23485530	24353564,32
26.12.2008					6919,06		117126,95	9900	38441033,21
29.12.2008					13219,8		657710,49	72450	78744179,85
30.12.2008					193511,04	6000	123220,82	740000	58739586,17
Всього	351 067 030,85	26 499 433,25	15 557 987,28	61 951 328,83	529 314 627,27	68 828 858,59	134 684 211,12	750 528 351,62	19 904 323 023,06
Середні обсяги торгів на фондових біржах, грн.							242 303 978,6		
Кількість днів, у які здійснювались торги	48	15	25	56	78	17	49	30	105
Кількість днів у періоді (робочі дні)							105		
Коефіцієнт регулярності проведення торгів	0,457	0,143	0,238	0,533	0,743	0,162	0,467	0,286	1,000

Примітка. Розраховано авторами на основі даних [151].

Таблиця 3.6

Характеристика облігацій, котрі включені до розрахунку індексів

№	Тікер	Назва	Галузь	Вид цінного паперу	Номинал, грн.	Кількість ЦП, шт.	Внесено до списку	ISIN	Ставка купона, % річних	Обсяги торгів з 08.01.2009-01.04.2009 р., млн. грн.	Частка в загальному обсязі торгів*, %
Індекси облігацій внутрішньої державної позики (ПФТС-ОВДП, ПФТС-ОВДП/TR)											
1	22400	Міністерство фінансів	Financials	ОВДП	1 000,00	145 020	08.09.2006	UA3B00022400	9,4	33,018	2,06
2	21006	Міністерство фінансів	Financials	ОВДП	1 000,00	2 017 000	06.07.2007	UA4000014377	6,48	0,893	0,06
3	20909	Міністерство фінансів	Financials	ОВДП	1 000,00	3 505 000	30.03.2005	UA3B00020909	11,94	660,254	41,11
Індекси облігацій муніципальної позики (ПФТС-ОМП, ПФТС-ОМП/TR)											
1	ODO N2C	Донецька міська Рада	Financials	ОМП	1 000,00	50 000	26.09.2006	UA050792EC09	12	1,485	2,06
2	OLVI VA	Львівська міська рада	Financials	ОМП	1 000,00	5 000	11.02.2008	UA4000014948	9,45	0,609	0,06
3	OLU GB	Луганська міська рада	Financials	ОМП	1 000,00	19 300	17.01.2008	UA4000024087	10,4	0,010	41,11

* сумарні обсяг торгів ОВДП з 08.01.2009-01.04.2009 р. на ПФТС становили 1606,29 млн. грн., ОМП – 3,117 млн. грн.

Примітка. Складено автором на основі даних [151; 184].



Розрахунок індексів облігацій внутрішньої державної позики (ПФТС-ОВДП)

Таблиця 3.7

Період	UAZB00022400					UAZB00021006					UAZB00020909			ПФТС-ОВДП
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
08.01.2009	879,060	1007,620	943,340	3505000	974,720	980,570	977,645	3505000	950,000	950,000	950,000	3505000	100,000	
09.01.2009	879,060	1007,620	943,340	3505000	974,720	980,570	977,645	3505000	880,000	896,290	888,145	3505000	97,846	
10.01.2009	879,060	1007,620	943,340	3505000	974,720	980,570	977,645	3505000	880,000	896,290	888,145	3505000	97,846	
11.01.2009	879,060	1007,620	943,340	3505000	974,720	980,570	977,645	3505000	880,000	896,290	888,145	3505000	97,846	
12.01.2009	879,060	1007,620	943,340	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	880,000	895,500	887,750	3505000	99,521	
13.01.2009	879,060	1007,620	943,340	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	880,000	895,500	887,750	3505000	99,521	
14.01.2009	879,060	1007,620	943,340	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	880,000	895,500	887,750	3505000	99,521	
15.01.2009	879,060	1007,620	943,340	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	875,000	912,920	893,960	3505000	99,737	
16.01.2009	901,230	1100,000	1000,615	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	865,750	910,000	887,875	3505000	101,520	
17.01.2009	901,230	1100,000	1000,615	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	865,750	910,000	887,875	3505000	101,520	

продовження табл. 3.7

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
18.01.2009	901,230	1100,000	1000,615	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	865,750	910,000	887,875	3505000	101,520
19.01.2009	901,230	1100,000	1000,615	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	865,750	910,000	887,875	3505000	101,520
20.01.2009	901,230	1100,000	1000,615	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	865,750	910,000	887,875	3505000	101,520
21.01.2009	900,000	919,660	909,830	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	865,750	910,000	887,875	3505000	98,358
22.01.2009	880,000	916,100	898,050	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	865,750	910,000	887,875	3505000	97,948
23.01.2009	900,000	929,480	914,740	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	865,750	910,000	887,875	3505000	98,529
24.01.2009	900,000	929,480	914,740	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	865,750	910,000	887,875	3505000	98,529
25.01.2009	900,000	929,480	914,740	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	865,750	910,000	887,875	3505000	98,529
26.01.2009	910,000	931,310	920,655	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	865,750	910,000	887,875	3505000	98,735
27.01.2009	910,000	923,520	916,760	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	865,750	910,000	887,875	3505000	98,600
28.01.2009	910,000	923,520	916,760	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	865,750	910,000	887,875	3505000	98,600
29.01.2009	910,000	923,520	916,760	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	865,750	910,000	887,875	3505000	98,600
30.01.2009	910,000	924,170	917,085	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	865,750	910,000	887,875	3505000	98,611
31.01.2009	910,000	924,170	917,085	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	865,750	910,000	887,875	3505000	98,611
01.02.2009	910,000	924,170	917,085	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	865,750	910,000	887,875	3505000	98,611
02.02.2009	910,000	924,170	917,085	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	865,750	910,000	887,875	3505000	98,611
03.02.2009	910,000	924,170	917,085	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	850,100	895,560	872,830	3505000	98,087
04.02.2009	910,000	924,170	917,085	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	850,100	890,560	870,330	3505000	98,000
05.02.2009	914,000	928,690	921,345	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	851,000	889,000	870,000	3505000	98,137
06.02.2009	914,000	928,690	921,345	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	851,000	889,000	870,000	3505000	98,137
07.02.2009	914,000	928,690	921,345	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	851,000	889,000	870,000	3505000	98,137
08.02.2009	914,000	928,690	921,345	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	851,000	889,000	870,000	3505000	98,137
09.02.2009	914,000	928,690	921,345	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	851,000	889,000	870,000	3505000	98,137
10.02.2009	914,000	928,690	921,345	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	851,000	889,000	870,000	3505000	98,137
11.02.2009	914,000	928,690	921,345	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	851,000	889,000	870,000	3505000	98,137
12.02.2009	910,000	930,040	920,020	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	851,000	889,000	870,000	3505000	98,091
13.02.2009	910,000	930,040	920,020	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	851,000	889,000	870,000	3505000	98,091

продовження табл. 3.7

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
14.02.2009	910,000	930,040	920,020	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	851,000	889,000	870,000	3505000	98,091
15.02.2009	910,000	930,040	920,020	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	851,000	889,000	870,000	3505000	98,091
16.02.2009	910,000	930,040	920,020	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	851,000	889,000	870,000	3505000	98,091
17.02.2009	912,000	933,390	922,695	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	856,000	901,470	878,735	3505000	98,488
18.02.2009	912,000	933,390	922,695	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	856,000	901,470	878,735	3505000	98,488
19.02.2009	912,000	933,390	922,695	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	856,000	901,470	878,735	3505000	98,488
20.02.2009	912,000	933,390	922,695	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	856,000	901,470	878,735	3505000	98,488
21.02.2009	912,000	933,390	922,695	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	856,000	901,470	878,735	3505000	98,488
22.02.2009	912,000	933,390	922,695	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	856,000	901,470	878,735	3505000	98,488
23.02.2009	912,000	933,390	922,695	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	856,000	901,470	878,735	3505000	98,488
24.02.2009	912,000	933,390	922,695	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	856,000	901,470	878,735	3505000	98,488
25.02.2009	912,000	933,390	922,695	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	856,000	901,470	878,735	3505000	98,488
26.02.2009	922,000	937,650	929,825	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	856,000	901,470	878,735	3505000	98,736
27.02.2009	922,000	938,110	930,055	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	856,000	901,470	878,735	3505000	98,744
28.02.2009	922,000	938,110	930,055	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	856,000	901,470	878,735	3505000	98,744
01.03.2009	922,000	938,110	930,055	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	856,000	901,470	878,735	3505000	98,744
02.03.2009	922,000	938,110	930,055	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	880,000	909,950	894,975	3505000	99,310
03.03.2009	922,000	938,110	930,055	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	880,000	909,950	894,975	3505000	99,310
04.03.2009	921,240	924,500	922,870	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	880,000	909,950	894,975	3505000	99,060
05.03.2009	921,240	924,500	922,870	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	880,000	909,950	894,975	3505000	99,060
06.03.2009	921,240	924,500	922,870	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	880,000	909,950	894,975	3505000	99,060
07.03.2009	921,240	924,500	922,870	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	880,000	909,950	894,975	3505000	99,060
08.03.2009	921,240	924,500	922,870	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	880,000	909,950	894,975	3505000	99,060
09.03.2009	921,240	924,500	922,870	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	880,000	909,950	894,975	3505000	99,060
10.03.2009	921,240	924,500	922,870	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	880,000	909,950	894,975	3505000	99,060
11.03.2009	921,240	924,500	922,870	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	880,000	909,950	894,975	3505000	99,060

продовження табл. 3.7

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
12.03.2009	921,240	1000,000	960,620	3505000	952,290	1100,000	1026,145	3505000	880,000	909,950	894,975	3505000	100,375
13.03.2009	921,240	1000,000	960,620	3505000	990,000	1010,000	1000,000	3505000	880,000	909,950	894,975	3505000	99,464
14.03.2009	921,240	1000,000	960,620	3505000	990,000	1010,000	1000,000	3505000	880,000	909,950	894,975	3505000	99,464
15.03.2009	921,240	1000,000	960,620	3505000	990,000	1010,000	1000,000	3505000	880,000	909,950	894,975	3505000	99,464
16.03.2009	921,240	1000,000	960,620	3505000	990,000	1010,000	1000,000	3505000	880,000	909,950	894,975	3505000	99,464
17.03.2009	921,240	1000,000	960,620	3505000	990,000	1010,000	1000,000	3505000	900,000	924,000	912,000	3505000	100,057
18.03.2009	921,240	1000,000	960,620	3505000	990,000	1010,000	1000,000	3505000	900,000	938,000	919,000	3505000	100,301
19.03.2009	921,240	1000,000	960,620	3505000	990,000	1010,000	1000,000	3505000	900,000	934,000	917,000	3505000	100,231
20.03.2009	921,240	1000,000	960,620	3505000	990,000	1010,000	1000,000	3505000	900,000	902,060	901,030	3505000	99,675
21.03.2009	921,240	1000,000	960,620	3505000	990,000	1010,000	1000,000	3505000	900,000	902,060	901,030	3505000	99,675
22.03.2009	921,240	1000,000	960,620	3505000	990,000	1010,000	1000,000	3505000	900,000	902,060	901,030	3505000	99,675
23.03.2009	921,240	1000,000	960,620	3505000	990,000	1010,000	1000,000	3505000	900,000	902,060	901,030	3505000	99,675
24.03.2009	921,240	1000,000	960,620	3505000	990,000	1010,000	1000,000	3505000	900,000	900,840	900,420	3505000	99,654
25.03.2009	921,240	1000,000	960,620	3505000	990,000	1010,000	1000,000	3505000	868,670	898,450	883,560	3505000	99,066
26.03.2009	921,240	1000,000	960,620	3505000	990,000	1010,000	1000,000	3505000	869,500	899,200	884,350	3505000	99,094
27.03.2009	921,240	1000,000	960,620	3505000	990,000	1010,000	1000,000	3505000	870,110	899,200	884,655	3505000	99,104
28.03.2009	921,240	1000,000	960,620	3505000	990,000	1010,000	1000,000	3505000	870,110	899,200	884,655	3505000	99,104
29.03.2009	921,240	1000,000	960,620	3505000	990,000	1010,000	1000,000	3505000	870,110	899,200	884,655	3505000	99,104
30.03.2009	921,240	1000,000	960,620	3505000	990,000	1010,000	1000,000	3505000	870,110	899,200	884,655	3505000	99,104

Таблиця 3.8

Розрахунок індексу облігацій місцевої позики (ПФТС-ОМП, ПФТС-ОМП/ТР)

Період	ODON2C (Донецька міська рада, 2006)				OLVIVA (Львівська міська рада, 2008)				OLUGB (Луганська міська рада, 2007)				Індекс без врахування купонного доходу і купонних платежів
	Найкраща (найвища) ціна купівлі, що складалася наприкінці поточного періоду, грн.	Найкраща (найнижча) ціна продажу, що класяся наприкінці поточного періоду	Розрахункова ціна облігації і-го випуску у поточний момент, грн.	Обсяг облігацій і-го випуску, грн.	Найкраща (найвища) ціна купівлі, що складалася наприкінці поточного періоду, грн.	Найкраща (найнижча) ціна продажу, що класяся наприкінці поточного періоду	Розрахункова ціна облігації і-го випуску у поточний момент, грн.	Обсяг облігацій і-го випуску, грн.	Найкраща (найвища) ціна купівлі, що складалася наприкінці поточного періоду, грн.	Найкраща (найнижча) ціна продажу, що класяся наприкінці поточного періоду	Розрахункова ціна облігації і-го випуску у поточний момент, грн.	Обсяг облігацій і-го випуску, грн.	
t	BIDi,t	ASKi,t	Pi,t	Vi	BIDi,t	ASKi,t	Pi,t	Vi	BIDi,t	ASKi,t	Pi,t	Vi	ПФТС-ОМП
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
01.01.2009	940,000	1020,000	980,000	50000000	10749,140	11000,000	10874,570	50000000	860,000	870,000	865,000	193000000	100,000
02.01.2009	940,000	1020,000	980,000	50000000	10749,140	11000,000	10874,570	50000000	860,000	870,000	865,000	193000000	100,000
03.01.2009	940,000	1020,000	980,000	50000000	10749,140	11000,000	10874,570	50000000	860,000	870,000	865,000	193000000	100,000
04.01.2009	940,000	1020,000	980,000	50000000	10749,140	11000,000	10874,570	50000000	860,000	870,000	865,000	193000000	100,000
05.01.2009	940,000	1020,000	980,000	50000000	10749,140	11000,000	10874,570	50000000	860,000	870,000	865,000	193000000	100,000
06.01.2009	940,000	1020,000	980,000	50000000	10749,140	11000,000	10874,570	50000000	860,000	870,000	865,000	193000000	100,000
07.01.2009	940,000	1020,000	980,000	50000000	10749,140	11000,000	10874,570	50000000	860,000	870,000	865,000	193000000	100,000
08.01.2009	940,000	1020,000	980,000	50000000	10749,140	11000,000	10874,570	50000000	860,000	870,000	865,000	193000000	100,000
09.01.2009	940,000	1020,000	980,000	50000000	10749,140	11000,000	10874,570	50000000	860,000	870,000	865,000	193000000	100,000
10.01.2009	940,000	1020,000	980,000	50000000	10749,140	11000,000	10874,570	50000000	860,000	870,000	865,000	193000000	100,000

продовження табл. 3.8

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
11.03.2009	900,000	1035,000	967,500	50000000	10732,640	10750,330	10741,485	50000000	860,000	870,000	865,000	193000000	99,042
12.03.2009	900,000	999,000	949,500	50000000	10732,640	10750,330	10741,485	50000000	860,000	870,000	865,000	193000000	98,923
13.03.2009	900,000	999,000	949,500	50000000	10732,640	10750,330	10741,485	50000000	860,000	870,000	865,000	193000000	98,923
14.03.2009	900,000	999,000	949,500	50000000	10732,640	10750,330	10741,485	50000000	860,000	870,000	865,000	193000000	98,923
15.03.2009	900,000	999,000	949,500	50000000	10732,640	10750,330	10741,485	50000000	860,000	870,000	865,000	193000000	98,923
16.03.2009	900,000	999,000	949,500	50000000	10732,640	10750,330	10741,485	50000000	860,000	870,000	865,000	193000000	98,923
17.03.2009	900,000	999,000	949,500	50000000	10732,640	10750,330	10741,485	50000000	960,540	1030,000	995,270	193000000	102,233
18.03.2009	900,000	999,000	949,500	50000000	10732,640	10750,330	10741,485	50000000	960,540	1030,000	995,270	193000000	102,233
19.03.2009	900,000	999,000	949,500	50000000	10732,640	10750,330	10741,485	50000000	960,540	1030,000	995,270	193000000	102,233
20.03.2009	900,000	999,000	949,500	50000000	10732,640	10750,330	10741,485	50000000	960,540	1030,000	995,270	193000000	102,233
21.03.2009	900,000	999,000	949,500	50000000	10732,640	10750,330	10741,485	50000000	960,540	1030,000	995,270	193000000	102,233
22.03.2009	900,000	999,000	949,500	50000000	10732,640	10750,330	10741,485	50000000	960,540	1030,000	995,270	193000000	102,233
23.03.2009	900,000	999,000	949,500	50000000	10732,640	10750,330	10741,485	50000000	960,540	1030,000	995,270	193000000	102,233
24.03.2009	900,000	999,000	949,500	50000000	10732,640	10750,330	10741,485	50000000	960,540	1030,000	995,270	193000000	102,233
25.03.2009	900,000	999,000	949,500	50000000	10732,640	10750,330	10741,485	50000000	960,540	1030,000	995,270	193000000	102,233
26.03.2009	900,000	999,000	949,500	50000000	10732,640	10750,330	10741,485	50000000	960,540	1030,000	995,270	193000000	102,233
27.03.2009	900,000	999,000	949,500	50000000	10732,640	10750,330	10741,485	50000000	960,540	1030,000	995,270	193000000	102,233
28.03.2009	900,000	999,000	949,500	50000000	10732,640	10750,330	10741,485	50000000	960,540	1030,000	995,270	193000000	102,233
29.03.2009	900,000	999,000	949,500	50000000	10732,640	10750,330	10741,485	50000000	960,540	1030,000	995,270	193000000	102,233
30.03.2009	900,000	999,000	949,500	50000000	10732,640	10750,330	10741,485	50000000	960,540	1030,000	995,270	193000000	102,233

Примітка. Розраховано авторами на основі даних [151].

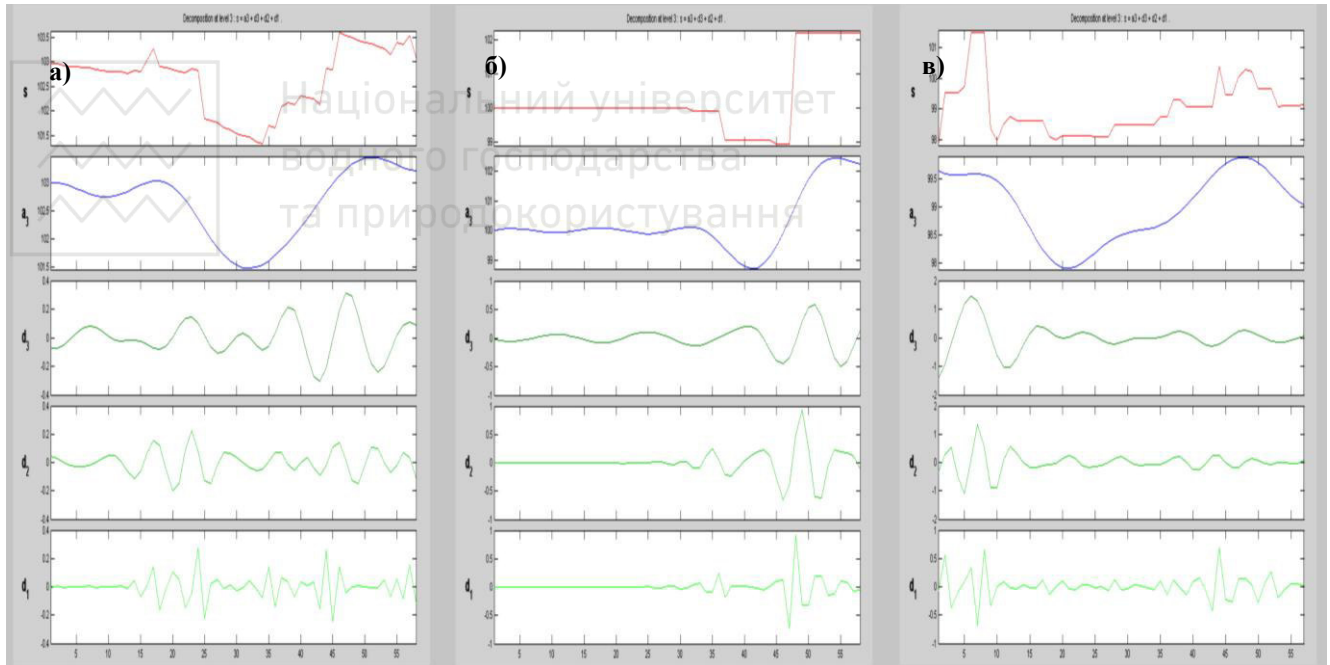


Рис. 3.3. Вейвлет-аналіз зміни індексів корпоративних (а) та муніципальних (б) облігацій, а також облігацій внутрішньої державної позики (в) у період з 01.01.2009 по 31.03.2009 року

де, S – вихідні дані про коливання індексів; a_3 – згладжений сигнал;

d_1, d_2, d_3 – вейвлет-коефіцієнти відповідно першого, другого та третього рівнів розкладу.



Національний університет
водного господарства
та природокористування

Наукове видання

Павлов Володимир Іванович

Кондрацька Наталія Миколаївна

ФОРМУВАННЯ ІНСТИТУЦІЙНОЇ СИСТЕМИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

Монографія



Національний університет
водного господарства
та природокористування

Редактор Павлов В.І.

Комп'ютерний набір, дизайн і верстка Тарасюк В.Д.

Підписано до друку _____р.

Формат 60x84/16. Папір офсетний. Гарнітура.

Друк офсетний. Ум. друк. арк. _____. Обл.вид. арк. _____

Тираж 300 пр. Вид. № 60 Зам № _____.

Редакційно-видавничий центр

Національного університету

Водного господарства та природокористування

33028, м. Рівне, вул. Соборна, 11.

*Свідцтво про внесення суб'єкта видавничої справи до державного
реєстру видавців, виготівників і розповсюджувачів видавничої
продукції РВ №31 від 26.04.2005 р.*