

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ДОНБАСЬКА ДЕРЖАВНА МАШИНОБУДІВНА АКАДЕМІЯ

**ЯРОШЕВСЬКА Оксана Володимирівна**



УДК 336.761: 334.7

**ФОНДОВІ МЕХАНІЗМИ ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

**АВТОРЕФЕРАТ**  
дисертації на здобуття наукового ступеня  
доктора економічних наук

Краматорськ – 2018

Дисертацією є рукопис.

Роботу виконано у Класичному приватному університеті (м. Запоріжжя).

**Науковий консультант** – доктор економічних наук, професор

**Косова Тетяна Дмитрівна,**

Державний вищий навчальний заклад «Донецький національний технічний університет» Міністерства освіти і науки України (м. Покровськ), професор кафедри обліку, фінансів та економічної безпеки

**Офіційні опоненти:**

доктор економічних наук, професор **Воронкова Олена Миколаївна,** Університет Державної фіскальної служби України (м. Ірпінь), професор кафедри фінансових ринків;

доктор економічних наук, професор **Колодізев Олег Миколайович,** Харківський національний економічний університет імені Семена Кузнеця (м. Харків), завідувач кафедри банківської справи;

доктор економічних наук, професор **Костирко Лідія Андріївна,** Східноукраїнський національний університет імені Володимира Даля (м. Северодонецьк), завідувач кафедри фінансів і банківської справи.

Захист дисертації відбудеться *01 грудня 2018 року о 13.00* на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 12.105.03 у Донбаській державній машинобудівній академії Міністерства освіти і науки України за адресою: 84313, м. Краматорськ, вул. Академічна, 72, ауд. 1319.

З дисертацією можна ознайомитись у бібліотеці Донбаської державної машинобудівної академії Міністерства освіти і науки України за адресою: 84313, м. Краматорськ, вул. Академічна, 72.

Автореферат розісланий *31 жовтня 2018 року*.

В. о. вченого секретаря  
спеціалізованої вченої ради  
доктор економічних наук, доцент



О. В. Акімова

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**Актуальність теми.** Фондовий ринок як елемент фінансової системи країни відіграє важливу роль у процесі взаємодії її сегментів, інструментів, механізмів функціонування суб'єктів господарювання. Сучасні умови на світових фінансових ринках висувають до конкурентоспроможності та платоспроможності вітчизняного фондового ринку високі вимоги, яким відповідати стає дедалі складніше з огляду на сьогоденні реалії економічної нестабільності та невизначеності. Вадами розвитку фондового ринку України є його низька капіталізація, ліквідність, обмежене коло фінансових інструментів. У зв'язку із цим дедалі більшої актуальності набуває дослідження сучасних умов, тенденцій розвитку та особливостей вітчизняного фондового ринку. Потребує вирішення проблема впровадження інноваційних механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання, зокрема деривативів у системі їх ризик-менеджменту. Ефективне управління грошовими потоками забезпечує ритмічність діяльності підприємства, прискорює обіг капіталу, знижує ризик неплатоспроможності та збільшує прибуток.

Сучасні міжнародні фінансові відносини й валютний ринок – це процеси, що динамічно розвиваються та впливають на ефективність функціонування національних економік в умовах глобалізації. Тому своєчасним є дослідження діалектичного зв'язку стану валютного та фондового ринків. Його актуальність підсилюється під час інтеграції України до ЄС, необхідною умовою якої є зростання технологічного та економічного рівня розвитку країни, підвищення інвестиційної привабливості економіки, створення ефективного ринкового господарювання, проведення реформ і модернізації, приведення умов для бізнесу та підприємництва у відповідність до європейських стандартів.

Періодичні фінансово-економічні кризи є ознакою ринкової економіки, а їх основною причиною потрібно визнати невідповідність руху реального й фіктивного капіталу, а також пов'язані із цим дисбаланси. Це ставить під сумнів ефективність механізмів ринкового саморегулювання та потребує посилення уваги до пруденційного нагляду за фінансовим ринком. Одним із найважливіших завдань є вдосконалення інфраструктури фондового ринку України, державного регулювання діяльності рейтингових агентств, створення механізмів забезпечення учасників ринку надійною та достовірною інформацією, необхідною для прийняття ефективних рішень щодо інвестування.

Питання розвитку фондових ринків світу перебувають у центрі уваги зарубіжних учених, таких як: Л. Бадеа [*L. Badea*], Ф. Бастіа [*F. Bastiat*], М. Блауг [*M. Blaug*], Е. Бем-Баверк [*E. Böhm-Bawerk*], С. Дайцман [*S. Dajcman*], Б. Грехем [*B. Graham*], Дж. Грейнджер [*J. Granger*], Д. Хікс [*J. Hicks*], Дж. Кейнс [*J. Keynes*], А. Маршал [*A. Marshall*], К. Маркс [*K. Marx*], О. Моргенштерн [*O. Morgenstern*], Д. Норт [*D. North*], М. Осборн [*M. Osborne*], Д. Рікардо [*D. Ricardo*], П. Самуельсон [*P. Samuelson*], А. Сміт [*A. Smith*], Д. Сорос [*G. Soros*], Б. Стейн [*B. Stein*], А. Тау [*A. Thau*], Й. Швагер [*J. Schwager*].

Актуальні проблеми розвитку українського фондового ринку досліджують такі вітчизняні вчені, як: О. Амоша, Л. Алексеєнко, Л. Баранник, О. Барановський, В. Бобиль, Т. Болгар, В. Виговська, Н. Виговська, О. Воронкова, Н. Деєва, С. Іванов, Є. Іонін, І. Кобушко, О. Ковалюк, О. Колодізєв, Т. Косова, Л. Костирко, А. Крутова, Л. Лисяк, Н. Мамонтова, О. Манжура, О. Непочатенко, Ю. Пасічник, О. Покатаєва, Н. Рекова, І. Рекуненко, К. Салига, Ю. Сафонов, Г. Семенов, О. Слободянюк, І. Стеблянко, К. Стрижиченко, Г. Тельнова, Н. Хрущ, К. Шапошников, Л. Шірінян, С. Юдіна.

Високо оцінюючи науковий доробок названих авторів, потрібно визнати недостатню розробку проблем удосконалення механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання в умовах розвитку фондового ринку України.

### **Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.**

Дисертаційна робота виконана відповідно до плану науково-дослідних робіт за держбюджетними темами Класичного приватного університету: «Розвиток стратегії промислових підприємств на основі інноваційного спрямування» (№ держреєстрації 0113U007108, 2013–2016 рр.), «Формування механізмів стабілізації функціонування промислових підприємств на засадах антикризового управління» (№ держреєстрації 0116U000799, 2016–2018 рр.), у межах якої дисертантом розроблено пропозиції щодо зміцнення інвестиційної привабливості промислових підприємств на фондовому ринку; «Науково-методичне забезпечення фінансово-економічних процесів» (№ держреєстрації 0116U004350, 2016–2018 рр.), де внесок здобувача полягає в обґрунтуванні фондових механізмів стабілізації фінансової системи України; Донецького національного університету економіки і торгівлі імені Михайла Туган-Барановського (м. Кривий Ріг) «Фундаментальні основи формування механізмів управління фінансовою системою України в умовах кризи» (№ держреєстрації 0116U002177, 2016–2017 рр.), де автором запропоновано антикризові механізми формування капіталу суб'єктів господарювання на фондовому ринку; Одеського торговельно-економічного інституту Київського національного торговельно-економічного університету «Механізми інституціонального розвитку фінансово-кредитної системи України» (№ держреєстрації 0116U008686, 2016–2018 рр.), де внесок здобувача зводиться до інституціоналізації фондових механізмів у системі розвитку фінансово-кредитної системи України.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дослідження є розробка теоретико-методологічних засад, методичних основ і практичних рекомендацій щодо вдосконалення фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання України.

Для досягнення зазначеної мети поставлено такі завдання:

визначити закономірності еволюції економічних теорій фінансового ринку та формалізувати зміст фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання;

ідентифікувати взаємозв'язок організаційно-правової форми суб'єктів господарювання та вибору інструментів формування їх капіталу;

обґрунтувати концептуальні засади фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання в умовах розвитку фінансового ринку;  
узагальнити проблеми розвитку ринку пайових, боргових, приватизаційних інструментів формування капіталу суб'єктів господарювання та запропоновано шляхи їх вирішення;

провести комплексне оцінювання параметрів розвитку фондових інструментів формування капіталу суб'єктів господарювання;

обґрунтувати перспективи активізації ролі похідних цінних паперів в системі управління ризиками формування капіталу суб'єктів господарювання, а також механізми залучення капіталу суб'єктами господарювання на фондовому ринку в умовах валютної нестабільності;

удосконалити інструменти фондової електронної торгівлі цінними паперами в системі формування капіталу суб'єктів господарювання та когнітивні механізми інвестування на фондовому ринку;

розробити методичні рекомендації з оцінки інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання на фондовому ринку загалом та у розрізі окремих фінансових інструментів формування капіталу;

ідентифікувати додаткові індикатори управління грошовими потоками суб'єктів господарювання на фінансово-банківському ринку;

запропонувати стратегічні підходи до підвищення інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання на фондовому ринку;

розвинути тлумачення капіталізації фондового ринку України як середовища розвитку суб'єктів господарювання;

удосконалити банківсько-біржове інфраструктурне забезпечення формування капіталу суб'єктів господарювання на фондовому ринку;

обґрунтувати рекомендації з активізації стимулюючого впливу податково — рейтингових механізмів операцій суб'єктів господарювання із цінними паперами на фондовому ринку;

розробити механізми державного регулювання фондової біржової торгівлі цінними паперами суб'єктів господарювання в умовах розвитку фінансового ринку.

*Об'єкт дослідження* — процеси формування капіталу суб'єктів господарювання України на основі фондових механізмів.

*Предмет дослідження* — теоретико-методологічні, методичні основи та практичні засади вдосконалення фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання.

**Методи дослідження.** Теорія і методологія дослідження ґрунтуються на фундаментальних положеннях сучасних економічних теорій. У роботі використано такі загальнонаукові і спеціальні методи: системний підхід, аналіз і синтез (для обґрунтування концептуальних засад удосконалення фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання), коефіцієнтний метод (для характеристики показників безпеки фондового ринку), рейтинговий підхід (для визначення лідерів емітентів, інвесторів, торговців цінними паперами на фондовому ринку), критеріальний підхід (для класифікації цінних

паперів, емітентів, позичальників), динамічні і структурні методи (для оцінювання індикаторів фондового ринку), метод нормалізації показників (для розрахунку інтегрального показника фондового ринку України), матричний підхід (для класифікації інвестицій у фондові інновації), методи технічного аналізу (для оцінювання динаміки і прогнозування курсів цінних паперів і валют), трендовий аналіз (для формалізації руху заощаджень домогосподарств, їх доходу, трендів індексу *UX* та *PFTS*, чинників-індикаторів розвитку промисловості України), кореляційно-регресійне моделювання (для математичної оцінки взаємозв'язку фондових індексів України), метод елімінування (для корегування вартості власного капіталу промислових підприємств на індекс цін промислової продукції).

*Інформаційною базою дослідження є директиви ЄС, законодавчі та нормативно-правові акти України, що регулюють функціонування фондового ринку, звітні дані Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Національного банку України, фінансова звітність суб'єктів господарювання, індикатори біржового та позабіржового ринку, монографічні дослідження й публікації в періодичних виданнях вітчизняних і зарубіжних авторів щодо управління фінансовими ринками.*

**Наукова новизна одержаних результатів** полягає в розробці концептуальних засад і поглибленні теоретико-методологічних та науково-методичних положень щодо вдосконалення фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання. Основні положення, які відображають наукову новизну дослідження, такі:

*вперше:*

обґрунтовано системні засади фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання як сукупності фінансових відносин, що зумовлені інструментами, сферами та важелями впливу на складові ринку цінних паперів і грошово-кредитного ринку з метою створення умов для забезпечення ефективного синтезу реального й фіктивного капіталу на різних економічних рівнях (макро-, мезо-, мікро-) і реалізації таких функцій: комерційної, перерозподілу, ціноутворюючої, страхування ризиків, інформаційної, контрольної, інтегруючої, регуляторної, балансуєчої. Це дозволить у подальшому підвищити роль фондових механізмів у системі формування капіталу суб'єктів господарювання;

формалізовано зміст механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання в умовах розвитку фондового ринку, який супроводжується переходом до бездокументарних випусків цінних паперів в Україні, збільшенням обсягів торгів на організованому сегменті фондового ринку, прискоренням обігу цінних паперів і відповідним зростанням ліквідності вторинного ринку, забезпеченням гарантій безперешкодної реалізації прав власності на цінні папери, економією трансакційних витрат на обслуговування паперових сертифікатів, пов'язаних із їх перевіркою на достовірність, перевезенням, переоформленням при здійсненні корпоративних дій або операцій купівлі-продажу, спадкування

тощо. Це дозволить у подальшому гармонізувати процеси обігу капіталу у фінансовому і реальному секторах економіки;

запропоновано концепцію узгодженості механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання, методологічним підґрунтям якої є інституціоналізм, технічний і фундаментальний аналіз, біхевіоризм, фрактальність фондових ринків, через набуття нових властивостей об'єктами – цінними паперами в системі кругообігу капіталу, а також індикаторами розвитку фондового ринку, що дозволить розширити сценарії нарощення ресурсної складової суб'єктів господарювання за рахунок розвитку ринку похідних цінних паперів, фондових механізмів приватизації, стратегічних підходів до оцінки інвестиційної привабливості емітентів і цінних паперів, створення відповідного інфраструктурно - інституційного забезпечення;

запропоновано науковий підхід до розвитку механізмів державного регулювання фондової біржової торгівлі в умовах євроінтеграції: з одного боку, жорсткий стандартизований підхід до допуску цінних паперів до обігу на фондових біржах відповідно до директив ЄС, з іншого – ліберальний в умовах України, адекватний низькому рівню розвитку її фондового ринку. Обґрунтовано шляхи вирішення зазначеної дилеми шляхом поступової імплементації європейських вимог відповідно до ступеня зрілості вітчизняного фінансового ринку;

*удосконалено:*

методичний підхід до розрахунку резервів під операції банків із цінними паперами, в основу якого покладено оцінювання індивідуального ризику цінного папера та процедуру його внутрішнього рейтингування, результатом якої є визначення узагальненого показника, що має літерну або цифрову семантику. На відміну від існуючих підходів, пропонований дає змогу перейти від стандартних процедур оцінювання ризиків інвестування в цінні папери до застосування внутрішньої методології, яка враховує специфіку активів і пасивів банківської установи, а також інвестиційні пріоритети їх розвитку на фондовому ринку;

підходи до формування податкового навантаження суб'єктів господарювання із цінними паперами на фондовому ринку за рахунок відмови від встановлення акцизів з операцій відчуження цінних паперів та операцій з деривативами, здійснення окремого обліку фінансових результатів від торгівлі цінними паперами на біржовому й позабіржовому ринках для оподаткування їх за диференційованими ставками податку на прибуток на користь організованого ринку. Відмінністю пропонованого підходу є виникнення можливих фінансових резервів, сприяння покращенню якості цінних паперів та зростання інвестиційної привабливості фінансових інструментів фондового ринку України;

імперативні підходи до оцінки дотримання принципів корпоративного управління та міжнародних стандартів складання фінансової звітності з боку суб'єктів господарювання за рахунок обов'язкового їх моніторингу в процесі проходження лістингових процедур на фондовому ринку. На відміну від існуючих, пропонований підхід орієнтований на зміцнення конкурентних

позицій корпорацій реального й фінансового секторів національної економіки, забезпечення соціальної відповідальності учасників корпоративних відносин, гармонізацію інтересів зацікавлених осіб у процесі кругообігу капіталу (емітентів, інвесторів, фінансових менеджерів, найманих працівників, інших стейкхолдерів) через зміну параметрів розподілу фінансових потоків;

приватизаційні механізми формування капіталу суб'єктів господарювання на фондових біржах, які забезпечують змагальність покупців, прозорість угод і сприяють формуванню об'єктивної ціни державних корпоративних прав за допомогою таких методів: зниження ціни або без оголошення ціни (для малопривабливих в інвестиційному плані об'єктів); підвищення ціни (для інвестиційно привабливих підприємств), що забезпечує отримання максимальних обсягів надходжень до бюджету. Перевагою пропонованих механізмів є залучення до процесів торгів державних часток не лише дрібних і низькопривабливих для інвестицій акціонерних товариств, а й стратегічно важливих і великих підприємств, а також холдингових компаній та акціонерних корпорацій;

методичний підхід до оцінки розвитку інтегрального показника фондового ринку України та уточнення його динаміки на основі нормування середніх значень обсягів торгів на фондовому ринку України в розрізі окремих фінансових інструментів (акції, облігації (державні, муніципальні, корпоративні), деривативи, цінні папери інститутів спільного інвестування) за модулем. На відміну від існуючих підходів, пропонований дає змогу забезпечити структурний розвиток механізмів формування капіталу господарювання на основі використання сценарного підходу при виборі емісійних інструментів і об'єктів інвестування;

*дістало подальшого розвитку:*

методичний підхід до оцінювання якості захисту прав інвесторів, орієнтовані на подолання вад корпоративного управління (обмеженість прав міноритарних власників щодо управління акціонерним товариством унаслідок низької транспарентності їх діяльності, відсутності внутрішніх регламентів), а також зміцнення інфраструктурного розвитку фондового ринку в розрізі окремих суб'єктів (банківські установи, фондові біржі, учасники позабіржового ринку, інститути спільного інвестування, депозитарії, реєстратори). На відміну від існуючих підходів, пропонований орієнтований на впровадження міжнародних стандартів колективного інвестування і буде сприяти підвищенню рівня довіри ринкових суб'єктів до фондового ринку;

діагностичний інструментарій оцінки капіталізації фондового ринку України в середовищі розвитку суб'єктів господарювання як індикатора руху, акумуляції, взаємної трансформації реального й фінансового капіталу. Перевагою пропонованого підходу є розробка заходів, орієнтованих на її зростання та формування відповідної інфраструктури – банківського, біржового посередництва, впровадження сучасних моделей клірингу, депозитарного обліку, розрахунків за цінними паперами відповідно до вимог європейської інтеграції, запровадження найкращих практик корпоративного управління;



методичні підходи до активізації використання механізмів розвитку ринку деривативів, адаптовані до вітчизняних інституціональних умов з урахуванням поширення окремих похідних фінансових інструментів: ф'ючерсні контракти без поставки валюти (найбільш поширений), фондового індексу, процентної ставки) або з поставкою базового активу (товару); опціон на купівлю з поставкою базового активу (деривативів); на відміну від існуючих поглядів, зроблено висновок про необхідність зменшення рівня монополізації позабіржового ринку та збільшення параметрів капіталізації біржового ринку деривативів, що приведе до керованого позитивного перерозподілу структури капіталу за сегментами фондового ринку і видами фінансових інструментів;

рекомендації щодо трансформації організаційно-правових засад функціонування фондових бірж в Україні відповідно до світової практики за рахунок інституційного врегулювання можливості бірж змінити неприбутковий статус у формі акціонерних товариств на товариства з обмеженою відповідальністю за умови обмеження розподілу прибутку між їх власниками та спрямування його на розвиток організацій. Перевагою пропонованих засад є: обґрунтування необхідності переходу від адміністративних механізмів до пруденційних, орієнтованих на зменшення ризиків діяльності фондових бірж на основі розрахунку й контролю за пруденційними нормативами (достатність власних коштів, коефіцієнти покриття операційного ризику, абсолютної ліквідності, покриття зобов'язань учасників клірингу), а також системи звітування фондових бірж перед національним регулятором на щоденній, місячній та річній основі. Це дозволить адаптувати умови діяльності бірж до інституціональних умов вітчизняного фондового ринку і підвищити результативність нагляду за ними;

механізми усунення суперечностей між біржовим і позабіржовим ринками: перший є висококонцентрованим, оскільки переважний обсяг торгів припадає на обмежене коло торговців цінними паперами, другий характеризується помірним рівнем монополізації, оскільки найбільший обсяг торгів сконцентрований в одного торговця цінними паперами. На відміну від існуючих підходів, акцент зроблено на розвитку рейтингової інфраструктури фондового ринку, наближення національної рейтингової шкали до міжнародних шкал у частині необхідності виділення інвестиційного та спекулятивного рівнів цінних паперів, обґрунтування рейтингового звіту окремого суб'єкта господарювання. Це сприятиме вивільненню зайвих обсягів фінансових резервів та їх трансформації у джерела формування суб'єктів господарювання.

**Практичне значення одержаних результатів** полягає в тому, що теоретичні положення дисертаційної роботи доведено до рівня конкретних методик і рекомендацій щодо вдосконалення фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання України. До результатів, які мають найбільше практичне значення, належать такі: Комітет Верховної Ради України з питань податкової та митної політики схвалив пропозиції щодо підвищення фінансової грамотності громадян (довідка № 017/Д/18 від 01.02.2018); територіальне управління Рахункової палати України по Донецькій і Луганській областях

(м. Харків) схвально оцінило пропозиції щодо розрахунку інтегрального індексу фондового ринку, який має на меті визначення макроекономічної ситуації та тенденцій його розвитку (довідка № 24-20/8 від 02.02.2018); Запорізькою обласною радою схвалено пропозиції щодо розвитку фінансового ринку на регіональному рівні, які ґрунтуються на розбудові інфраструктури фондового ринку, створенні рейтингових агентств, проведенні рейтингової оцінки цінних паперів та їх емітентів (лист № 127/3 від 14.04.2017); рекомендації щодо комплексного оцінювання стану фондового ринку України використано Департаментом економічного розвитку і торгівлі Запорізької облдержадміністрації під час розробки стратегії регіонального розвитку на період до 2020 року (лист № 10-04/0720 від 09.10.2017); Запорізька торгово-промислова палата використовує пропозиції щодо створення інвестиційної платформи для популяризації фондових механізмів залучення іноземного капіталу в економіку області (довідка № 49/07-01 від 24.11.2017); спеціалісти Головного управління Державної фіскальної служби України в Запорізькій області схвально оцінили пропозиції щодо диференціації ставки податку на прибуток з операцій із цінними паперами на різних сегментах фондового ринку (довідка № 08-17/643 від 02.09.2016); фахівці Запорізького обласного управління АТ «Ошадбанк» розглянули й схвалили пропозиції щодо механізмів взаємодії банківських установ та інститутів спільного інвестування (ICI), орієнтовані на ефективний розвиток фондового ринку та формування капіталу суб'єктів господарювання (довідка № 1212 від 17.10.2017); Центр біржових технологій (м. Запоріжжя) у процесі інформаційно-консультаційної діяльності застосовує біржові механізми залучення іноземного капіталу вітчизняними корпораціями, а також пропозиції з міжнародного подвійного лістингу цінних паперів українських емітентів (довідка № 153-К від 18.08.2016); депозитарна установа ТОВ «Кремій Брок» використовує методичний підхід до поширення технологій електронної торгівлі цінними паперами на біржовому та позабіржовому ринках України (лист № 203/3 від 22.12.2016); керівництво компанії з управління активами ТОВ КУА «Дніпровський інвестор» підтримує й вважає значущими для практики науково-методичні рекомендації, які стосуються підвищення якості захисту прав інвесторів (довідка № 11/08 від 26.05.2017); науково-методичні рекомендації з удосконалення корпоративного управління в системі розвитку фондового ринку використовує ПАТ «Запорізький автомобілебудівний завод» (довідка № 32/ЗППО від 01.11.2017); керівництво ПАТ «Мотор-Січ» розглянуло і схвалило науково-практичні рекомендації щодо реформування дивідендної політики (довідка № ФД-29638 від 22.11.2017); страхова компанія ПрАТ «Аско ДС» керується пропозиціями щодо впровадження Глобальних стандартів результативності інвестицій (лист № 82 від 30.01.2018). Науково-методичні підходи до формалізації фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання, а також концептуальні засади їх удосконалення впроваджено в навчальний процес Класичного приватного університету (м. Запоріжжя) при викладанні дисциплін «Фінансовий ринок», «Фондовий ринок», «Управління капіталом підприємства», «Основи підприємницької діяльності» (довідка № 65 від 01.02.2018).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертаційна робота є результатом самостійних наукових досліджень здобувача, у ній викладено авторський підхід до вдосконалення фондових механізмів обігу фінансового та промислового капіталу. Внесок автора в праці, підготовлені в співавторстві, конкретизовано в списку публікацій.

**Апробація результатів дисертації.** Основні положення та результати дисертаційної роботи доповідалися та обговорювалися на 20 науково-практичних конференціях різних рівнів, зокрема 18 міжнародних: «Сучасні міжнародні економічні відносини: драйвери успіху та виклики розвитку» (м. Дніпро, 2018 р.); «Імплементация інновацій обліково-аналітичного забезпечення сталого розвитку сучасного бізнесу» (м. Харків, 2018 р.); «Science and civilization – 2018» (м. Шеффілд, 2018 р.); «Moderní vymoženosti vědy – 2018» (м. Прага, 2018 р.); «Настоящи изследвания и развитие – 2018» (м. Софія, 2018 р.); «Новини на научния прогрес – 2017» (м. Софія, 2017 р.); «Modern european science – 2017» (м. Шеффілд, 2017 р.); «Dynamika naukowych badań – 2017» (м. Пшемишль, 2017 р.); «Динамиката на съвременната наука – 2017» (м. Софія, 2017 р.); «Aktuální vymoženosti vědy – 2017» (м. Прага, 2017 р.); «Економічний розвиток держави, регіонів і підприємств» (м. Хмельницький, 2017 р.); «Інноваційна економіка» (м. Київ, 2017 р.); «Naukowa przestrzeń Europy-2017» (м. Пшемишль, 2017 р.); «Проблеми підвищення ефективності економіки та управління в сучасних умовах» (м. Одеса, 2016 р.); «Розвиток соціально-економічних систем в сучасних умовах» (м. Харків, 2016 р.); «Vědecký průmysl evropského kontinentu» (м. Прага, 2016 р.); «Економіка, підприємництво та бізнес-культура: трансформації в умовах розвитку інновацій» (м. Херсон, 2015 р.); «Соціально-економічний розвиток України і регіонів» (м. Запоріжжя, 2013 р.); всеукраїнська: «Модернізація фінансово-кредитної системи України: виклики глобалізації» (м. Кривий Ріг, 2018 р.); науково-практичний круглий стіл «Формування податкової свідомості в Україні» (м. Запоріжжя, 2017 р.).

**Публікації.** Отримані висновки та результати дослідження відображено в 53 наукових публікаціях загальним обсягом 40,94 *друк. арк.*, з яких особисто автору належить 37,72 *друк. арк.*, з них: 1 – одноосібна монографія (21,75 *друк. арк.*), 2 – розділи в колективних монографіях (особисто автору належить 1,11 *друк. арк.*), 30 – статті в наукових фахових виданнях і виданнях, включених до міжнародних наукометричних баз даних (15,31 *друк. арк.*, з яких особисто автору належить 12,22 *друк. арк.*), 20 – матеріали конференцій (2,77 *друк. арк.*, з яких особисто автору належить 2,64 *друк. арк.*).

**Структура й обсяг дисертації.** Дисертація складається зі вступу, п'яти розділів, висновків, списку використаних джерел за розділами (62 сторінки), чотирьох додатків на 97 сторінках. Повний обсяг дисертації становить 599 сторінок, з них основний текст – 444 сторінок. Робота містить 91 таблицю на 40 сторінках, 48 рисунків на 21 сторінці.

## ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У **вступі** розкрито суть і стан теми дослідження; обґрунтовано актуальність наукової проблеми; зазначено її зв'язок з науковими темами; сформульовано мету та завдання; розкрито предмет, об'єкт, наукову новизну та практичне значення одержаних результатів, особистий внесок здобувача; наведено дані про апробацію, публікації, структуру й обсяги роботи.

У першому розділі – **«Фінансові механізми формування капіталу суб'єктів господарювання: теоретико-методологічний базис»** – визначено закономірності еволюції економічних теорій фінансового ринку та формалізовано зміст фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання в умовах розвитку фінансового ринку; ідентифіковано взаємозв'язок організаційно-правової форми суб'єктів господарювання й вибору інструментів формування їх капіталу; обґрунтовано концептуальні засади узгодженості фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання.

Фінансовий ринок як економічна (фінансова) категорія є системою економічних відносин, предметом яких є грошовий капітал, з метою зробити можливим його рух у напрямі більшої норми прибутковості. Об'єктивність існування ринку зумовлена внутрішньо властивими суспільству потребами придбавати, продавати й здійснювати інші операції з грошовим капіталом, чому є багато прикладів. Необхідність придбавати грошовий капітал для залучення засобів виробництва, робочої сили, сировини і матеріалів має кожен виробник, при цьому він може використовувати різні інструменти фінансового ринку. Виникнення фондових механізмів кругообігу капіталу пов'язано з потрясіннями на ринках цінних паперів країн світу у XIX – початку XX ст., які стали основною ознакою настання економічних криз і підвищили значущість фіктивного капіталу для розвитку національних економік. У результаті тривалої історії ринків цінних паперів на початку XXI ст. сформувалася їх глобальна фінансова архітектура й визначилися основні тенденції розвитку.

У дисертації показано, що в умовах розвитку ринкових відносин на фінансовому ринку основного змісту і якісно нового значення набуває ціна капіталу як економічна категорія. У теорії походження цін та ціноутворення домінували такі концепти: теорія вартості (середина XVII – кінець XVIII ст.), теорія граничної корисності (кінець XVIII ст.), теорія попиту і пропозиції, теорія ринкової рівноваги (кінець XIX – початок XX ст.). Кожна теорія свого часу зробила великий внесок у розвиток ціноутворення та заклала підвалини щодо теоретичних основ походження цін на фінансовому ринку. Протягом тривалого історичного періоду, з XVII ст., теорія формування капіталу суб'єктів господарювання пройшла тривалий шлях еволюції, який відображається в діяльності таких наукових шкіл, як: меркантилізм, фізіократія, класична політична економія, теорія жертвовності, теорія граничної продуктивності капіталу, маржиналізм, марксизм, теорія коротких та довгих хвиль економічного розвитку, монетаризм, інституціоналізм.

Узагальнено основні підходи до розуміння капіталу економічною теорією: предметно-функціональний (ототожнення з накопиченою працею, виробничими факторами, пріоритетом обсягу продажів і отримання прибутку); монетаристський (трактування капіталу як похідної фінансових ресурсів, що дає дохід його власникові у вигляді відсотків); соціально-економічний (акцент на інвестування в реальні інвестиційні проекти й соціальний розвиток); інституціональний (продукт існування інститутів ринкової економіки та фіктивного капіталу). Визначено структуру та властивості взаємозв'язку організаційно-правової форми суб'єктів господарювання та інструментів формування їх капіталу (пайові цінні папери; боргові цінні папери; деривативи; кредити); окремих сфер (біржовий ринок; позабіржовий ринок; грошово-кредитний ринок); важелів (стимулювання дотримання принципів корпоративного управління; пруденційне регулювання діяльності учасників фондового ринку; санкції за порушення правил обігу цінних паперів та кредитування).

Запропоновано послідовність розробки концепції удосконалення фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання (рис. 1).

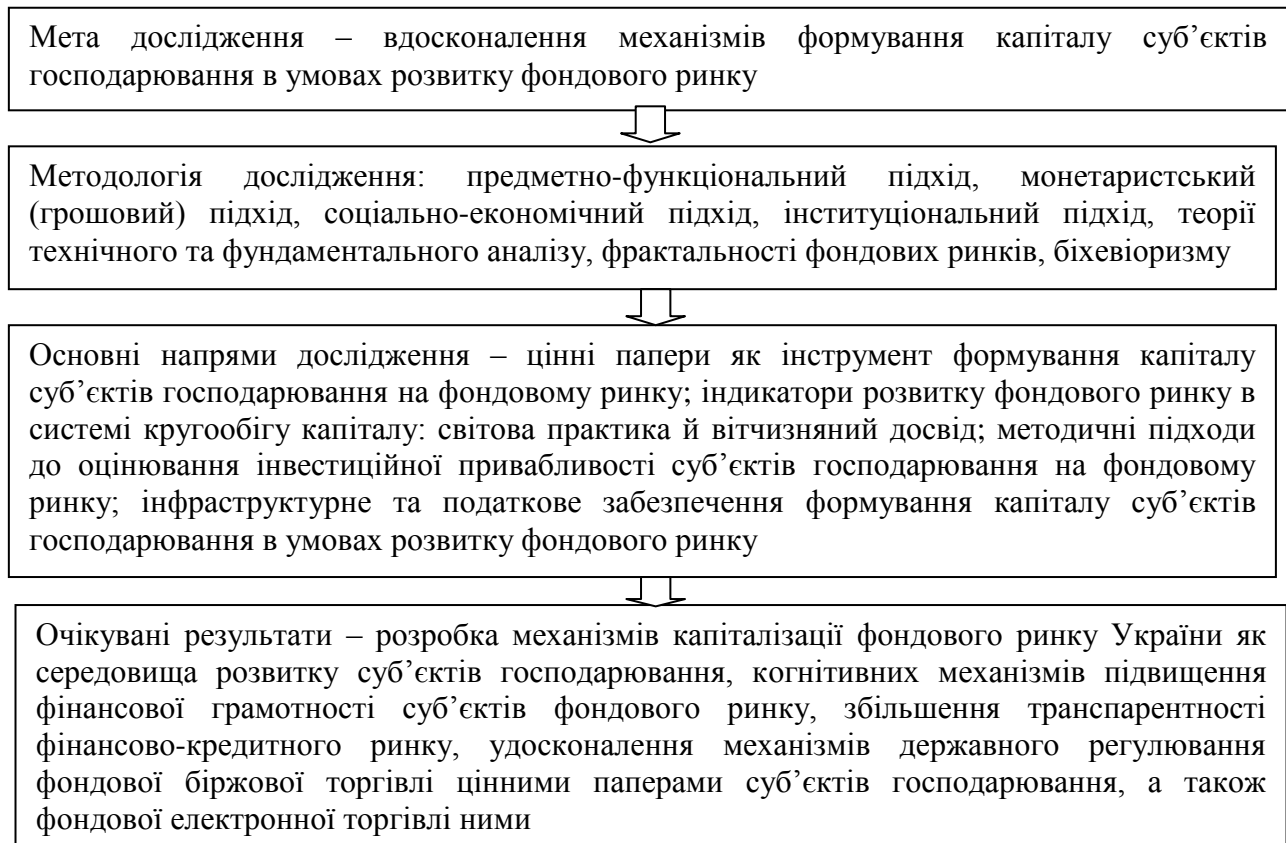


Рис. 1. Послідовність розробки концепції удосконалення механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання в умовах розвитку фондового ринку

Встановлено, що для сучасного фондового ринку характерний високий рівень невизначеності через недостатню відкритість інформації для суспільства, відрив обігу фінансових інструментів від руху грошового капіталу, виникнення фінансових «пухирів», фінансових криз. Це є додатковим чинником ризиків, які

класифікують на дві групи: по-перше, ризики, пов'язані зі зміною купівельної спроможності грошей (інфляційні, дефляційні, валютні, ризики ліквідності); по-друге, ризики, пов'язані з вкладенням капіталу (інвестиційні, процентні, кредитні, ризики упущеної вигоди, банкрутства, селективні й біржові). Розробка дієвих механізмів управління зазначеними ризиками позитивно вплине на розвиток вітчизняного фондового ринку, його наближення до європейських стандартів, зокрема завдяки покращенню корпоративного управління.

У дисертації акцент зроблено на основні парадигми фондового ринку: лінійну, яка намагалася детермінованими моделями описати стохастичність та ймовірність розвитку на основі нормальних розподілів; фрактальну, як альтернативу гіпотези ефективного фінансового ринку. В основі останньої лежить справедлива ціна фінансового активу, а також ліквідність ринку – можливість купити або продати цінні папери. Діалектичні процеси економічного розвитку призводять до того, що фіктивний капітал у сучасних умовах постійно трансформується й набуває нових ознак: опір на владу потужних транснаціональних і глобальних монополістичних корпорацій, що надає йому стійкості; набуття віртуальних ознак, які надають можливості переміщення з високою швидкістю та у величезних обсягах по всьому світу, що додає світовій фінансовій системі більшої хиткості; висока амплітуда мінливості, надзвичайна чутливість і еластичність ринку до зовнішньої та внутрішньої кон'юнктури; виникнення нових фінансових послуг (довірчі операції банків, іпотека, сертифікати інститутів спільного інвестування, деривативи).

Доведено, що в процесі розробки концептуальних засад розвитку фондових ринків необхідно враховувати дестабілізуючі фактори: брак інформації, унікальну спекулятивну природу, складність визначення справедливої вартості цінних паперів, значний вплив поведінкових факторів на прийняття інвестиційних рішень. Імовірність дестабілізації фондового ринку підвищується в момент зростання кількості інформаційних сигналів, які свідчать про позитивний чи негативний вплив на ринок, невідповідність частоти їх виникнення тенденціям динаміки ринку. За цих умов неокласична економічна парадигма потребує розвитку в частині більш повного врахування специфіки розвитку та функціонування сучасної економіки, не обмежуючись аналізом лише взаємодії попиту й пропозиції. Теорія поведінкових фінансів може стати підґрунтям для розробки альтернативного підходу до вирішення поставлених завдань.

На початку другого десятиліття XXI ст. на українському фінансовому ринку створено основні елементи інформаційної інфраструктури, проте вони перебувають на етапі становлення, тому їм бракує ефективності. Для її підвищення у систему розкриття інформації доцільно включити приватні компанії, які збільшують транспарентність у частині розкриття інформації про емітентів, інвесторів, курси цінних паперів тощо. Діюча інфраструктура фондового ринку, на якому превалує позабіржовий сегмент, недостатньо коректно відображає інформацію про стан фондового ринку.

У другому розділі – «**Фондові інструменти формування капіталу суб'єктів господарювання**» – узагальнено проблеми розвитку ринку пайових, боргових, приватизаційних інструментів формування капіталу суб'єктів господарювання та запропоновано шляхи їх вирішення; проведено комплексне оцінювання розвитку фондових інструментів формування капіталу суб'єктів господарювання.

Встановлено, що найбільші за обсягами випуски акцій на фондовому ринку мають підприємства природних монополій у залізничній сфері. Найвищий попит на акції на біржовому ринку за обсягом виконаних біржових контрактів припадає на енергетичні підприємства, за вартістю він диверсифікується між банківськими, енергетичними компаніями, машинобудівними підприємствами. На позабіржовому ринку найбільшим попитом користуються акції таких емітентів: фінансових, будівельних, хімічних, інноваційних підприємств, суб'єктів господарювання у сфері зв'язку.

На основі обробки статистичної інформації визначено, що суб'єкти господарювання реального сектору економіки є найбільшими емітентами облігацій на фондовому ринку України, але обсяги залучення капіталу за допомогою цього інструменту скорочуються. Серед емітентів, які реєструють найбільші випуски облігацій, переважають банківські установи, будівельні, енергетичні корпорації. Тенденцією розвитку сегмента облігацій фондового ринку є зростання частки позабіржового ринку завдяки скороченню питомої ваги біржового ринку. Найбільшим попитом на біржовому ринку за обсягом і кількістю виконаних біржових контрактів користувалися облігації емітентів, які належать до банківської, будівельної, фармацевтичної сфер. На позабіржовому ринку за обсягом торгів облігаціями підприємств переважають будівельні підприємства. Відсоток від загального обсягу виконаних договорів торговцями цінними паперами розподілений практично рівномірно на біржовому та позабіржовому ринках.

Ретроспективний аналіз дозволив встановити, що моделі корпоративного управління в Україні почали формуватися на початку 1990-х рр. і ввібрали в себе чимало негативних моментів перехідного періоду. Визначальну роль у корпоративізації економіки на початковому етапі її трансформації відігравали не економічні, а політичні й соціально-психологічні чинники. По суті, корпоративна власність як розвинена, досконала форма ринкового підприємництва була механічно перенесена (трансплантована) на неринкове середовище. Особливості корпоративного управління в сучасних умовах української економіки обумовлені траєкторією інституціонального розвитку у пострадянський період. Вона визначає незавершеність процесів роздержавлення, великий розмір державної акціонерної власності, імперативність у поведінці держави щодо інших учасників корпоративних відносин, повільність корпоративних трансформацій, слабкість інституту приватної власності, відсутність дієвих механізмів захисту прав міноритарних акціонерів.

У дисертації проаналізовано стан управління державними корпоративними правами у статутних капіталах підприємств, які підлягають

приватизації й перебувають у віданні Фонду державного майна України, та зроблено висновок про його неефективність. Національні регулятори затверджують порядок продажу об'єктів приватизації на аукціоні, за конкурсом та на фондових біржах. На жаль, фондові механізми у приватизаційних процесах мають другорядне значення, оскільки рішення про продаж об'єкта приватизації на фондовій біржі приймається у разі неефективності аукціону і конкурсу. Для стимулювання купівлі акцій, що знаходяться у державній власності, на фондовій біржі може відбуватися дроблення контрольного пакета, за виключенням об'єктів групи Г. При цьому застосовується метод зниження ціни на акції. У разі відсутності попиту на них за зазначеною схемою вдаються до біржової торгівлі без оголошення ціни, яку проводять до остаточного продажу об'єкта - акціонерного товариства з державною часткою, за умови, що воно протягом трьох років не провадить господарської діяльності.

У табл. 1 наведено середні значення обсягів торгів на фондовому ринку України та їх динаміку в розрізі фінансових інструментів протягом 2011–2017 рр.

Таблиця 1

**Середні значення обсягів торгів на фондовому ринку України  
в розрізі фінансових інструментів протягом 2011–2017 рр., млрд грн**

Фінансові інструменти	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Середнє за роками
Акції	636,1	591,9	571,1	415,5	462,3	482,5	126,9	469,5
Облігації								
- державні	855,6	1217,1	721,5	688,1	283,4	339,5	256,1	623,0
- муніципальні	1,67	7,48	3,6	4,11	2,43	2,97	2,93	3,6
- корпоративні	103,7	124,89	98,87	69,92	53,77	55,44	29,80	76,6
Деривативи	23,98	24,91	18,01	9,6	5,87	2,40	5,62	12,9
Цінні папери ІСІ	114,42	141,66	287,98	240,1	102,6	70,4	38,3	142,2
Середнє за інструментами	289,2	351,3	283,5	237,9	151,7	158,9	76,6	221,3

Аналіз свідчить про скорочення обсягів торгів за всіма фінансовими інструментами, окрім муніципальних облігацій.

Інтегральний показник оцінки розвитку фондового ринку розраховано таким чином:

$$I_{FR} = \frac{\sum_{i=1}^n I_i}{n}, \quad (1)$$

де  $I_{FR}$  – інтегральний показник фондового ринку, од.;

$I_i$  – нормований показник  $i$ -го фінансового інструменту, од.;

$n$  – кількість фінансових інструментів, од.

Нормування показників  $i$ -го фінансового інструменту здійснено за формулою:



$$I_i = \left| \frac{x_i}{\bar{x}} - 1 \right|, \quad (2)$$

де  $x_i$  - значення обсягів торгів на фондовому ринку України за  $i$ -им фінансовим інструментом, млрд. грн.;

$\bar{x}$  - середні значення обсягів торгів на фондовому ринку України всіма фінансовими інструментами, млрд. грн.

Нормалізовані значення середніх значень обсягів торгів на фондовому ринку України в розрізі фінансових інструментів в абсолютному значенні протягом 2011–2017 рр. становлять: акції – 1,122, державні облігації – 1,815. За іншими фінансовими інструментами значення від’ємні: муніципальні облігації (-0,984), деривативи (-0,942), корпоративні облігації (-0,654), цінні папери інститутів спільного інвестування (-0,357). Нормалізовані значення середніх значень обсягів торгів на фондовому ринку України в розрізі фінансових інструментів за модулем не менше одиниці у 2011, 2012, 2016, 2017 рр., а середнє – 0,982. Середнє значення за фінансовими інструментами за роками становить: 2011 р. – 289,2 млрд грн, протягом 2012–2017 рр. воно скоротилося із 351,3 млрд грн до 76,6 млрд грн., що свідчить про зниження ролі фондового ринку України в акумуляції і перерозподілі фінансових ресурсів.

Динаміку розрахованого в дисертації інтегрального показника оцінки розвитку фондового ринку України наведено на рис. 2, який описується поліноміальним трендом і демонструє високу волатильність ринку.

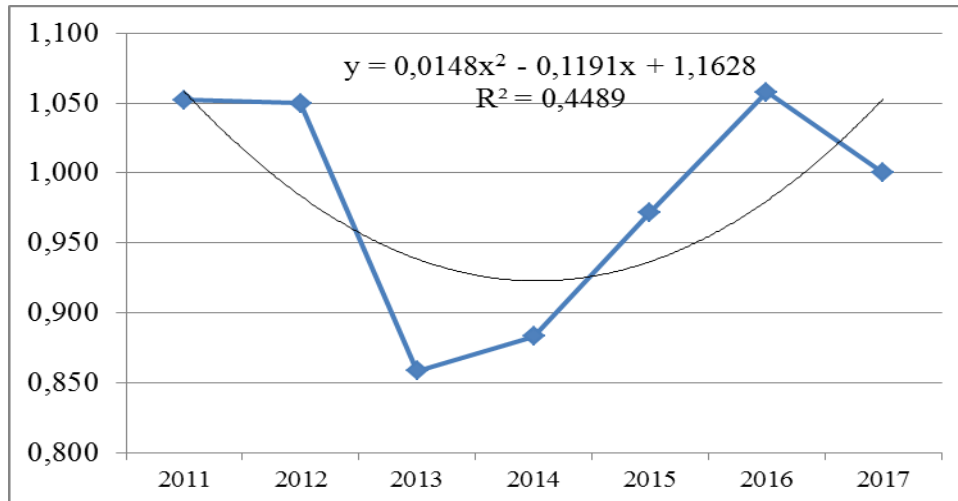


Рис. 2. Динаміка інтегрального показника оцінки розвитку фондового ринку України

У дисертації визначено інвестиційну привабливість фінансових інструментів фондового ринку України. Доведено, що суб’єкти господарювання, орієнтовані на зовнішньоекономічну діяльність, віддають перевагу первинному розміщенню акцій на зарубіжних ринках. Внутрішнє інституціональне середовище фондового ринку України також істотно впливає на пріоритети інвестування з точки зору доходності і ризиків. Приватне розміщення акцій є більш ризикованим порівняно з випуском корпоративних

облігацій унаслідок нерозвиненості ринкових механізмів їх котирувань, слабкості корпоративного управління, нестійкого фінансового стану акціонерних товариств, складності прогнозування їх фінансових результатів, відсутності чітких пріоритетів дивідендної політики. Перевагою боргових цінних паперів є фіксований характер основного зобов'язання, процентного доходу, або дисконту.

У третьому розділі – **«Функціонування інноваційних механізмів фондового ринку в системі кругообігу капіталу»** – обґрунтовано перспективи активізації ролі похідних цінних паперів у системі управління ризиками формування капіталу суб'єктів господарювання, а також механізми залучення ними капіталу на фондовому ринку в умовах валютної нестабільності; удосконалено інструменти фондової електронної торгівлі цінними паперами формування капіталу суб'єктів господарювання та когнітивні механізми інвестування на фондовому ринку.

На основі фрактального аналізу у дисертації визначено причинно-наслідкові зв'язки між зміною валютного курсу та параметрами кругообігу фінансового капіталу. Технічний аналіз курсу національної валюти проведено за даними 2012 р. – 10 міс. 2017 р. Встановлено, що системна криза на валютному ринку України виникла у 2012–2014 рр. із піком наприкінці зазначеного періоду. Критичним є зростання курсу гривні у лютому 2015 р. до рівня більше ніж 30 грн. за 1 дол. США. Зміцненню курсу гривні до кінця року сприяли такі фактори: кредити міжнародних фінансових організацій, приріст офіційних резервних активів України, жорстка монетарна політика НБУ, наявність адміністративних обмежень на валютному ринку, що дало змогу закласти стійкий дезінфляційний тренд. У 2016 р. негативно вплинули на нього, заважаючи стабілізації поточної ситуації, такі основні чинники: гібридна війна, високий рівень відсоткових ставок банків, регуляторні обмеження експорту та валютних операцій, податкові зміни тощо. У 2017 р. низхідний тренд курсу національної грошової одиниці змінився на висхідний, що робить високо імовірнішим подальше її знецінення, але меншими темпами.

Доведено, що валютна нестабільність негативно впливає на діяльність суб'єктів господарювання, оскільки вони відчують брак фінансових ресурсів для залучення капіталу на фондовому ринку. Уточнення прогнозів валютного курсу доцільно проводити на основі поєднання елементів фундаментального аналізу та стрес-тестування для ідентифікації подій, які можуть негативно вплинути на розмір економічного капіталу суб'єктів господарювання. Його стійкість до коливання вартості валют оцінюється з використанням кількісних (мають ідентифікувати ймовірнісні шоківі сценарії) і якісних критеріїв (визначають здатність суб'єктів господарювання абсорбувати втрати капіталу при коливанні валютних курсів). За результатами стрес-тестування уточнюється фінансова стратегія підприємства в частині управління структурою і вартістю капіталу.

Аргументовано, що зниженню валютних ризиків сприяє також використання деривативів. Вони є вторинними цінними паперами, які

базуються на інших (первинних) фінансових інструментах (акціях, облігаціях, інших боргових зобов'язаннях, банківських рахунках і депозитах, контрактах на товари), розширюють їх характеристики і сприяють включенню базових інструментів у нові процеси і технології фондового ринку. У системі інновацій і стимулювання розвитку фондового ринку деривативи посідають важливе місце, виконуючи такі функції: надання інформації про майбутній стан ринку; оптимізація ризиків і дохідності вкладень; забезпечення прав та обов'язків емітентів й інвесторів; підвищення якості фондових інструментів. Еволюційні ознаки деривативів пов'язані з поширенням їх обігу на різних сегментах фінансового ринку, зокрема, на банківському і страховому. Принципово новим є використання електронних технологій хеджування ризиків інвестицій у похідні цінні папери.

За результатами дослідження інноваційних технологій фондового ринку виявлено їх істотний вплив на трансформацію сутності останнього і стимулювання його розвитку. По-перше, електронна торгівля цінними паперами нівелює відмінності між біржовим та позабіржовим сегментами, по-друге, використання Інтернет-трейдингу та онлайн-брокериджу забезпечує віддалений доступ до торгів цінними паперами. Позитивами зазначених інновацій є: підвищення культури інвестування; зростання фінансової грамотності суб'єктів фондового ринку та їх мобільності; розширення переліку учасників торгів за рахунок малих, венчурних підприємств, фізичних осіб – суб'єктів підприємницької діяльності, населення.

Ефективність інвестування залежить від рівня інтелектуального капіталу суб'єктів фондового ринку та відповідного інформаційного забезпечення. Виходячи з теорії біхевіоризму, негативно впливають на інвестиційний процес такі фактори: отримання учасниками ринку запізнілої, спотвореної інформації; прийняття інвестиційних рішень на основі чуток, домислів, припущень; копіювання поведінки інших учасників ринку.

Під когнітивними механізмами формування капіталу суб'єктів господарювання на фондовому ринку розуміємо сукупність форм і методів здійснення фінансової діяльності, засновані на психічних процесах фізичних осіб (власників, інвесторів, позичальників, фінансових менеджерів і консультантів, усіх стейкхолдерів) у частині переконань, бажань і намірів, які ґрунтуються на обробці інформації фінансово-кредитного ринку, у т. ч. інсайдерської, отриманих ними «контекстних» знань щодо протікання фондових процесів і умінь застосовувати їх на практиці. Когнітивні механізми за рахунок додаткової інтелектуально-психологічної оцінки здатні упередити випадки нерациональної поведінки учасників ринку («когнітивного дисонансу», обумовлених низкою факторів як об'єктивного характеру (неоднозначність інтерпретації фундаментальних факторів або результатів технічного аналізу, складність оцінки ризиків, закладених у моделях), так і суб'єктивних («стадна поведінка», ефект «мільних бульбашок», надмірно оптимістичні очікування).

За отриманими результатами у процесі дослідження можна стверджувати, що в Україні розпочато роботу щодо підвищення рівня фінансової грамотності

громадян, але її рівень на сьогодні є досить низьким. Гармонізацію інтересів фізичних і юридичних осіб здатний забезпечити вихід на ринок криптовалют – віртуальних цифрових валют, які захищені криптографією, засновані на новітніх інформаційних технологіях і не контролювані жодним урядом. Незважаючи на те, що у світі існує велике різноманіття криптовалют, найпоширенішою є «Bitcoin» («Біткоїн»). На рис. 3 наведено динаміку ціни біткоїну.

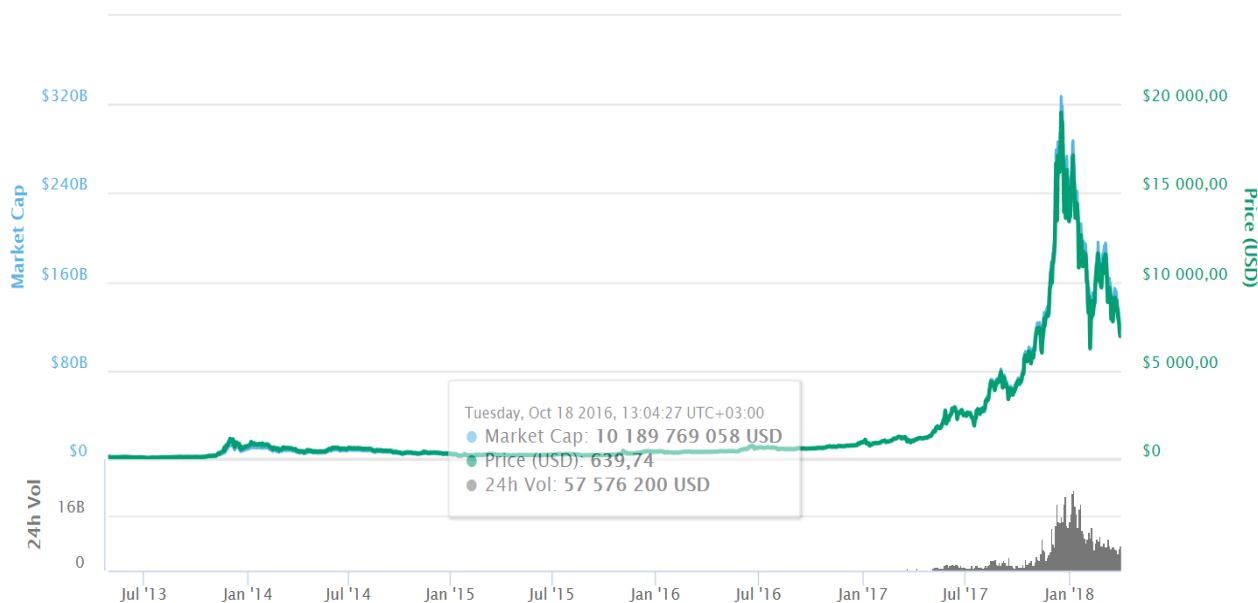


Рис. 3. Динаміка ціни біткоїну протягом 31.03.2013–31.03.2018

На початок аналізованого періоду капіталізація ринку криптовалют становила 1501657492 USD, а ціна – 135,3 USD, на кінець відповідно – 118204645926 USD і 6973,53 USD (зростання у 51,5 разу), тоді як станом на 18.07.2017 – відповідно 313829260651 USD і 18737 USD (зростання порівняно з початком періоду у 138,5 разу). Для динаміки ціни біткоїну характерна надзвичайна волатильність. На основі проведеного аналізу запропоновано алгоритм формування капіталу суб'єктів господарювання шляхом використання пакета криптовалют: перший – статистичний аналіз динаміки розвитку фінансового ринку, другий – аналіз інструментів та оцінка їх дохідності, третій – формування портфеля криптовалют на основі оптимізаційного моделювання. У згаданому аспекті віртуальні валюти розглядаються як альтернатива інвестування у цінні папери, а гіпотетично у майбутньому можна передбачати можливість обігу номінованих у криптовалютах цінних паперів, як гібридних інструментів капіталу.

У четвертому розділі – **«Методичні підходи до оцінки інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання на фондовому ринку»** – розроблено методичні рекомендації з оцінки інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання на фондовому ринку загалом та в розрізі окремих фінансових інструментів формування капіталу; ідентифіковано індикатори управління грошовими потоками суб'єктів господарювання на фінансово-банківському ринку; запропоновано підходи до прогнозування та планування в

системі підвищення інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання на фондовому ринку.

В основі методичних рекомендації з оцінки інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання на фондовому ринку за даними фінансової звітності лежить система коефіцієнтів ліквідності, фінансової стійкості, рентабельності інвестованого капіталу, середньозваженої вартості капіталу, фінансового важеля в майновій і фінансовій структурі капіталу, значення яких порівнюються з нормативними за абсолютними рівнями і відносними між собою. Діагностику інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання на фондовому ринку проведено на матеріалах промислових підприємств Запорізької області. На ПАТ «Запоріжсталь» коефіцієнт абсолютної ліквідності протягом 2010–2016 рр. має тенденцію до зменшення (з 0,303 до 0,06) і відповідає нормативу лише у 2010 р. Це пояснюється випереджальними темпами зростання поточних зобов'язань (із 1811960 тис. грн до 17284314 тис. грн, або у 9,54 разу) над активами в грошовій формі (із 549725 тис. грн до 1028554 тис. грн, або в 1,87 разу). Аналіз за розширеною факторною моделлю Дюпона («*DuPont*»), дав змогу встановити, що протягом 2013–2016 рр. рентабельність власного капіталу зросла з 0,13 % до 23,23 %, або на 23,1 %. Найбільший позитивний вплив на збільшення показника має зміна показника чистої рентабельності продажів на 30,52 %. Утім, зменшення показників ресурсовіддачі та коефіцієнта фінансової залежності позначилося на скороченні рівня рентабельності власного капіталу відповідно на 3,93 % і 3,49 %. Отримані результати свідчать про перспективну інвестиційну привабливість підприємства, оскільки зростання рентабельності власного капіталу відбувається за рахунок збільшення рентабельності операційної діяльності за умови зміцнення фінансової стійкості.

Показано, що індикаторами інвестиційної привабливості фондового ринку загалом та окремих фінансових інструментів формування капіталу суб'єктів господарювання є фондові індекси. В історичному аспекті першим в Україні, став індекс ПФТС (Позабіржової фондової торговельної системи) – ціновий індекс, зважений за обсягом емісії (*free float*), який розраховують із жовтня 1997 р. Пік індексу ПФТС припадає на середину 2011 р., де його значення перевищило відмітку 1100, а історичний мінімум спостерігався в липні 2016 р. (трохи більше ніж 200), що відповідає рівню початку 2010 р. (рис. 4). Найбільш ліквідні емітенти, що діяли на українському ринку до 2009 р. і були внесені до індексного кошика ПФТС, протягом 2009–2012 рр. перейшли на більш ліквідний, технічно зручний та технологічно досконаліший майданчик – «Українську біржу» (*UX.UA*). У березні 2009 р. вона почала розраховувати фондовий індекс (*UX*) у режимі реального часу, його значення публікують на сайті біржі кожні 15 секунд.

Він транслюється всім учасникам торгів «Української біржі» через біржову робочу станцію. Інвестори можуть отримувати значення індексу без затримки через сайт біржі, а також через інформаційні агентства (рис. 5).

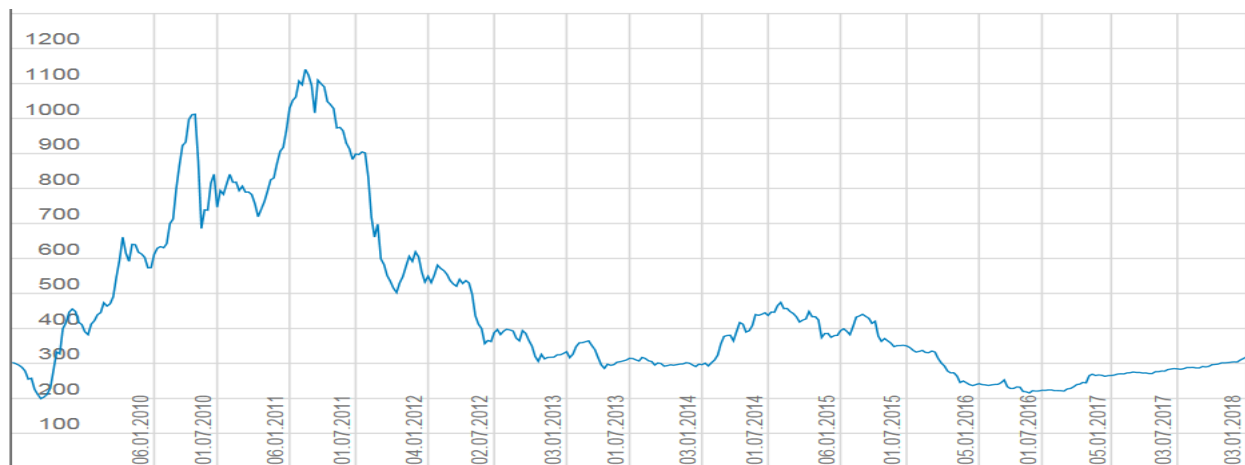


Рис. 4. Динаміка індексу ПФТС протягом 2010–2017 рр.



Рис. 5. Динаміка індексу UX (Україна) протягом 2012–2017 рр.

Ретроспективний аналіз дав змогу встановити, що історичний мінімум індексу UX (Україна) спостерігався в середині 2016 р. (трохи більше ніж 500), а максимум – на початок 2012 і 2018 рр. (більше ніж 1400). У результаті короткострокового аналізу за щоденними даними 2017 р. побудовано кореляційно-регресійну модель провідних фондових індексів України (рис. 6).

Отримана кореляційно-регресійна модель має вигляд:

$$UX = 11,20 * PFTS - 2113,44, \quad R^2 = 0,896, \quad (3)$$

де UX – індекс «Української біржі»; PFTS – індекс ПФТС.

Итоги регрессии для зависимой переменной: UX (Таблица)						
R= ,94681997 R2= ,89646806 Скорректир. R2= ,89603846						
F(1,241)=2086,8 p<0,0000 Станд. ошибка оценки: 45,877						
N=243	БЕТА	Стд. Ош. БЕТА	В	Стд. Ош. В	t(241)	p-уров.
Св.член			-2113,44	69,87248	-30,2471	0,000
PFTS	0,946820	0,020727	11,20	0,24526	45,6813	0,000

Рис. 6. Машинограма, яка формалізує кореляційно-регресійну модель провідних фондових індексів України

Отримана модель є достовірною, оскільки коефіцієнт детермінації (0,946) тяжіє до одиниці, а значення  $p$ -рівня (0,000) є нульовим, тоді як критичне значення становить 0,05. Вона свідчить про прямий кореляційний зв'язок індексів  $UX$  і  $PFTS$ , а множник 1,20 перед індексом  $PFTS$  свідчить про більший масштаб і розмірність індексу  $UX$ .

На рис. 7 наведено формалізацію трендів індексу  $UX$  (експоненціальна) та  $PFTS$  (поліноміальна).

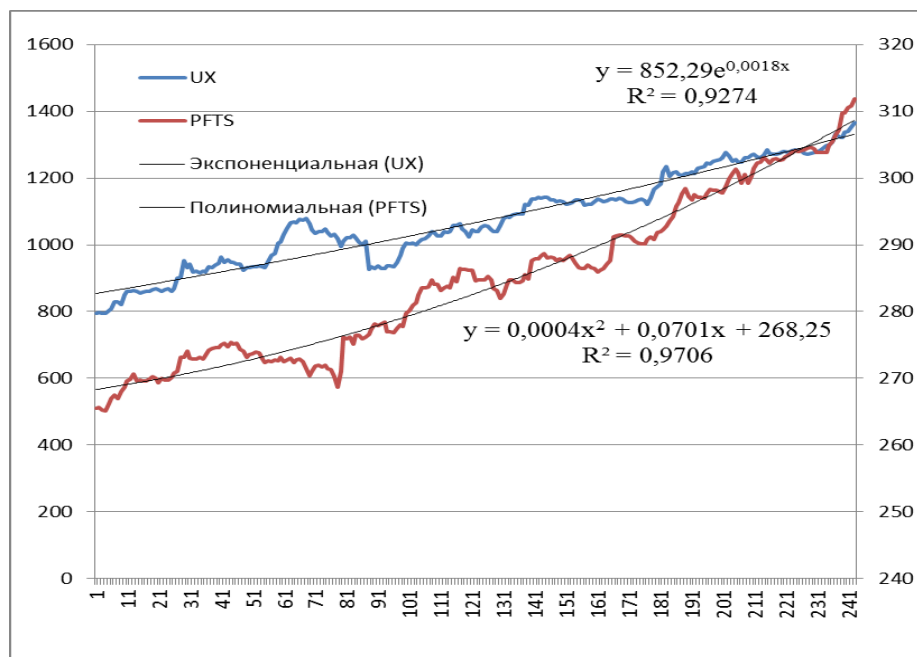


Рис. 7. Формалізація трендів індексу  $UX$  та  $PFTS$  за щоденними даними протягом 2017 р.

Незважаючи на відмінності в типі функцій, які описують динаміку найбільш популярних індексів, вони демонструють стійку тенденцію за зростання протягом 2017 р., що свідчить про позитиви розвитку фондового ринку і зростання його капіталізації. Вадодою фондових індексів України є низька репрезентативність, оскільки компанії, які входять до індексного кошика, недостатньою мірою відображають специфіку фондового ринку.

Одним з індикаторів ефективності формування капіталу суб'єктів господарювання є зміна параметрів руху грошових потоків. У дисертації як об'єкт дослідження обрано 13 суб'єктів господарювання, які репрезентативно представляють галузь машинобудування, зокрема такі гіганти, як ПАТ «Мотор-Січ», ПАТ «Запорізький автомобілебудівний завод». Вибірка включає також малі машинобудівні підприємства — приватні акціонерні товариства: «Бердянський машинобудівний завод», «Запоріжбудмаш», «Продмаш-Веселе», «Машторгінвест».

Аналіз даних фінансової звітності дозволив встановити, що найбільші залишки коштів мають такі підприємства: ПАТ «Мотор-Січ» — 1273420 тис. грн і 2352855 тис. грн відповідно на початок 2016 та 2017 рр., а також ПАТ «Запорізький автомобілебудівний завод» — 6985 тис. грн та 8731 тис. грн,

серед малих – ПрАТ «Машторгінвест» (2549,7 тис. грн і 3142,3 тис. грн). На початок аналізованого періоду коштів не було у ПрАТ «Бердянський машинобудівний завод», найменший залишок мало ПАТ «Завод Південгідромаш» (1 тис. грн), на кінець – ПАТ «Завод Південгідромаш» (2 тис. грн) і ПрАТ «Бердянський машинобудівний завод» (2,1 тис. грн). Найбільшу питому вагу коштів в оборотних активах мають ПрАТ «Машторгінвест» (більше ніж 80 %), яке здійснює діяльність посередників у торгівлі машинами, промисловим устаткуванням, суднами та літаками, ПАТ «Машинобудівний завод «ЕЛЕМ»» – відповідно 16,48 % і 21,51 % на початок 2016 і 2017 рр.

Проведений структурний і коефіцієнтний аналіз виявив, що частка коштів в оборотних активах менше ніж 1 % притаманна таким підприємствам: ПАТ «Мелітопольський завод холодильного машинобудування «РЕФМА»», ПрАТ «Азовський машинобудівний завод», ПАТ «Завод Південгідромаш», ПрАТ «Бердянський машинобудівний завод». Питома вага коштів в оборотних активах ПАТ «Мотор-Січ» протягом 2016 р. зросла з 8,67 % до 12,86 %. Надлишковий запас абсолютної ліквідності мають ПрАТ «Машбудконструкція» (значення коефіцієнта 0,72 і 2,00 відповідно на початок і кінець року), у межах норми коефіцієнт абсолютної ліквідності в ПАТ «Мотор-Січ» (0,24 і 0,41) і ПрАТ «Машторгінвест» (0,20 і 0,18). Значення коефіцієнта абсолютної ліквідності, близькі до нуля, мають ПАТ «Запорізький автомобілебудівний завод», ПАТ «Мелітопольський завод холодильного машинобудування «РЕФМА»», ПрАТ «Азовський машинобудівний завод», ПАТ «Завод Південгідромаш», ПрАТ «Завод будівельно-опоряджувальних машин», ПрАТ «Бердянський машинобудівний завод».

Отримані в дисертації висновки аналізу діяльності суб'єктів господарювання на мікрорівні доповнено результатами економічного моделювання на макрорівні (рис. 8), інформаційною основою якого слугували дані зведених балансів промислових підприємств.

		Корреляції (Таблиця) Отмеченные корреляции значимы на уровне $p < ,05000$ N=14 (Построчное удаление ПД)					
Переменная	НА	ОА	НАГВ	ВК	ДЗ	КЗ	
НА	1,00	0,96	-0,45	0,81	0,98	0,94	
ОА	0,96	1,00	-0,35	0,66	0,97	1,00	
НАГВ	-0,45	-0,35	1,00	-0,30	-0,42	-0,37	
ВК	0,81	0,66	-0,30	1,00	0,69	0,59	
ДЗ	0,98	0,97	-0,42	0,69	1,00	0,96	
КЗ	0,94	1,00	-0,37	0,59	0,96	1,00	

		Итоги регрессии для зависимой переменной: ВК (Таблиця) R= ,81067442 R2= ,65719301 Скорректир. R2= ,62862576 F(1,12)=23,005 $p < ,00044$ Станд. ошибка оценки: 88958,					
N=14	БЕТА	Стд. Ош. БЕТА	В	Стд. Ош. В	t(12)	p-уров.	
Св.член			218818,6	55130,78	3,969083	0,001863	
НА	0,810674	0,169018	0,3	0,07	4,796365	0,000436	

Рис. 8. Результати економічного моделювання кореляційно-регресійних зв'язків статей пасивів і активів зведених балансів підприємств промисловості



Щільний кореляційний зв'язок спостерігається між необоротними активами (НА) з такими показниками: оборотними активами (ОА) ( $r=0,96$ ), власним капіталом (ВК) ( $r=0,81$ ), довгостроковими зобов'язаннями (ДЗ) ( $r=0,98$ ), короткостроковими зобов'язаннями (КЗ) ( $r=0,98$ ). Динаміка оборотних активів прямо пропорційна динаміці власного капіталу ( $r=0,66$ ), довгострокових зобов'язань ( $r=0,97$ ), короткострокових зобов'язань ( $r=1,00$ ). Власний капітал має тісні кореляційно-регресійні зв'язки з довгостроковими ( $r=0,69$ ) і короткостроковими зобов'язаннями ( $r=0,59$ ). Довгострокові зобов'язання значно пов'язані з короткостроковими ( $r=0,96$ ).

Показник «необоротні активи та групи вибуття» (НАГВ) не має щільного зв'язку з іншими досліджуваними показниками. Показник власного капіталу має тісні кореляційно-регресійні зв'язки із чотирма факторами, які також корелюють між собою. Для усунення явища мультиколінеарності як фактор обрано необоротні активи, оскільки зв'язок між ними є найтіснішим:

$$BK=0,3*HA+218818,6, \quad R^2=0,657. \quad (4)$$

Отримана формула має важливу економічну інтерпретацію, оскільки різниця між результуючим показником і фактором являє собою величину власного оборотного капіталу. Множник 0,3 перед показником необоротних активів і велике абсолютне значення вільного члена свідчать про те, що розмір власного капіталу визначається не потребами фінансування необоротних активів, а наявними джерелами формування статей пасиву підприємства.

Тренди чинників-індикаторів розвитку промисловості України за 2004–2017 рр. у фінансовій сфері формалізовано у табл. 2.

Таблиця 2

### Тренди чинників-індикаторів розвитку промисловості України за 2004–2017 рр. у фінансовій сфері

Найменування показника	Тип лінії тренду	Рівняння	Величина достовірності апроксимації, $R^2$
Необоротні активи	Поліноміальна	$y = 1,3434x^2 + 65,534x + 146,26$	$R^2 = 0,9693$
Оборотні активи		$y = 4,5189x^2 + 25,998x + 188,53$	$R^2 = 0,9852$
Власний капітал		$y = -3,6834x^2 + 82,036x + 109,16$	$R^2 = 0,7319$
Дебіторська заборгованість	Лінійна	$y = 46,346x - 56,978$	$R^2 = 0,9541$
Поточні зобов'язання	Ступенева	$y = 161,51e0,1671x$	$R^2 = 0,9831$

Для формалізації динаміки показників необоротних активів, оборотних активів, власного капіталу обрано поліноміальну функцію, довгострокових зобов'язань – лінійну, поточних зобов'язань – ступеневу. Протягом 2004–2017 рр. питома вага власного капіталу промислових підприємств скоротилася з 49,4 % до 18,9 %, дефіцит власного оборотного капіталу збільшився з 24425,5 млн грн до 745914,9 млн грн, негативне значення коефіцієнт покриття оборотних активів власним оборотним капіталом – із 0,11 до 0,49. Упродовж

2004–2014 рр. значення коефіцієнта фінансового левериджу погіршилося з 0,18 до 0,82, але перебувало в нормативних межах. У наступних роках воно перевищило граничне значення – одиницю. Зазначене свідчить про незадовільний фінансовий стан промислових підприємств.

Зміцнення конкурентних позицій суб'єктів господарювання на фондовому ринку потребує запровадження стратегічних підходів до підвищення їх інвестиційної привабливості. В дисертації в основу розробки фінансових стратегій пропонується покласти ситуативний підхід залежно від загальноекономічної місії підприємства, індикаторів стану внутрішнього і зовнішнього середовища. Основні стратегії формування капіталу суб'єктів господарювання мають такі акценти: подолання збитковості, нарощування власного капіталу за рахунок внутрішніх джерел, нарощування власного капіталу за рахунок зовнішніх джерел шляхом емісії акцій та інших цінних паперів, що посвідчують корпоративні права; збільшення позикового капіталу (емісія облігацій, отримання кредитів) за умови контролю показника фінансової стійкості; зростання поточних зобов'язань (емісія векселів, залучення кредиторської заборгованості з нормальним терміном погашення).

Апробацію запропонованих підходів проведено на матеріалах ПАТ «Мотор Січ». В умовах значного запасу фінансової міцності та превалюючої ролі нерозподіленого прибутку у формуванні власного капіталу раціональним є використання комбінованого типу дивідендної політики. Політику стабільного дивіденду, яка засвідчує невисокий рівень ризику діяльності підприємства, доцільно використовувати за умови отримання чистого прибутку до 1 млрд. грн. Політика стабільного коефіцієнта дивідендного виходу поширюється на суми чистого прибутку понад зазначений розмір і забезпечує тісний зв'язок із фінансовими результатами діяльності підприємства. Поєднання зазначених підходів дозволить перейти від політики реінвестування прибутку до політики, орієнтованої на виплату дивідендів, позитивно вплине на очікування інвесторів щодо дивідендних виплат за рахунок їх прогнозованості. Економічний ефект від застосування зазначених науково-практичних рекомендацій полягатиме у підвищенні інвестиційної привабливості акцій підприємства і активізації торгівлі ними на фондовому ринку.

У п'ятому розділі – **«Науково-методичні рекомендації щодо вдосконалення інфраструктурно-інституційного забезпечення фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання»** – розвинуто тлумачення капіталізації фондового ринку України як середовища розвитку суб'єктів господарювання; удосконалено банківсько-біржове інфраструктурне забезпечення формування капіталу суб'єктів господарювання на фондовому ринку; обґрунтовано рекомендації з активізації стимулюючого впливу податково-рейтингових механізмів операцій суб'єктів господарювання із цінними паперами на фондовому ринку; розроблено механізми державного регулювання фондової біржової торгівлі цінними паперами суб'єктів господарювання в умовах розвитку фінансового ринку.

Доведено, що важливим показником рівня розвитку біржового ринку є

співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП. Протягом 2013–2014 рр. він зріс із 19,66 % до 29,21 %, а до кінця 2016 р. знизився до 0,82 %. Зазначена динаміка пояснюється процесами очищення фондового ринку й роботою з підвищення якості лістингованих цінних паперів. Кількісні показники вступили в суперечність з якісними, оскільки у 2016 р. торгівлю на біржах проводили лише з акціями тих емітентів, які є реальними підприємствами з базисних галузей економіки.

Встановлено, що протягом 2012–2017 рр. найбільший обсяг торгів сконцентровано на таких фондових біржах: «Перспектива» (зростання питомої ваги з 55,21 % до 61,91 %), ПФТС (скорочення із 33,93 % до 31,26 %), «Українська біржа» (скорочення з 9,11 % до 6,52 %). Найбільший обсяг торгів акціями зосереджено на ПФТС (62,52 %), «Українська біржа» (34,24 %), облігаціями підприємств – на ПФТС (52,16 %), «Перспектива» (34,01 %), «Українська біржа» (12,59 %), державними облігаціями – на ПФТС (30,59 %), «Перспектива» (65,34 %), інвестиційними сертифікатами – на «Перспектива» (33,98 %), «Українська біржа» (64,31 %), опціонними – на «Універсальна» (21,5 %), «Перспектива» (78,5 %), деривативами – на «Українська біржа» (100 %).

Аргументовано, що скорочення обсягу торгів на організованому ринку, поміж інших чинників, визначається змінами регулятора до системи депозитарного обігу, а також заборонаю торгівлі певними видами цінних паперів із метою захисту прав інвесторів. У 2017 р. на сегментах первинного ринку біржових контрактів із цінними паперами на організаторах торгівлі найбільшу питому вагу мають: на строковому ринку й на ринку приватизації – ПФТС (41,18 %), «Перспектива» (33,04 %), «Українська біржа» (18,99 %), спотовому – «Українська фондова біржа» (100,0 %). Обсяг торгів на первинному ринку становив 4026,5 млн грн, а на вторинному – 201761 млн грн, що більше ніж у 50 разів перевищує перший показник.

Визначено, що вторинний ринок має такі пріоритети: ринок РЕПО (ПФТС – 29,24 %, «Перспектива» – 68,90 %), строковий («Українська біржа» – 100 %), спотовий (ПФТС – 31,30 %, «Перспектива» – 62,00 %), приватизації (ПФТС – 95,12 %). ТОП фінансових інструментів, які користувалися найбільшим попитом на позабіржовому ринку, крім ОВДП, у 2017 р. формують переважно акції, серед них найбільший відсоток від загального обсягу приходиться на таких емітентів: ПрАТ «Фінансова компанія “ТРИЙКА ІНВЕСТ”» (7,77%), ПАТ «ІНЖБУДСЕРВІС» (3,00%), ПАТ «КОНКОРД ІНК.» (2,38%), ПАТ «ДніпроАЗОТ» (2,17%), ПрАТ «ПРОМЕТЕЙ-ТЕЛЕКОМ» (1,70%), що є аргументом на користь висновку про помірний рівень його монополізації.

Значний вплив на вибір фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання має режим оподаткування операцій із фінансовими інструментами та вимоги до забезпечення структури капіталу з позицій фінансового левериджу. Переваги використання акцій: зростання власного капіталу з зовнішніх джерел, що позитивно впливає на фінансову стійкість підприємства; недоліки – ефект подвійного об'єкта оподаткування (прибуток – для юридичної особи, дивіденди – для акціонера). Переваги боргових

зобов'язань - зменшення податкового навантаження за рахунок віднесення процентів і (або) дисконту на фінансові витрати; вади – зростання концентрації залученого капіталу і залежності від зовнішніх джерел фінансування.

У законодавстві України визначено, що з позицій оподаткування торгівля цінними паперами, у т. ч. похідними, іншими корпоративними правами належить до операцій особливого виду. Критична оцінка накопиченого вітчизняного досвіду стягнення податків із угод на фондовому ринку дозволила виявити позитиви (окреме визначення і облік фінансових результатів за операціями на фондових біржах і на позабіржовому ринку), а також негативи – спроба оподаткування акцизним податком операцій з цінними паперами та деривативами. Вважаємо, що остання суперечить як економічній сутності акцизів, які є непрямим податком на споживання окремих видів товарів (продукції); так і юридичній, оскільки цінні папери не включено до переліку підакцизних товарів, визначених Податковим Кодексом України.

Важливу роль у розвитку фондового ринку України відіграють інфраструктурні учасники - банківські установи, рейтингові агенції, інститути спільного інвестування, депозитарії. Депозитарний облік цінних паперів забезпечує охорону прав власності, прозорість і безпеку угод на фондовому ринку, можливість реалізації корпоративних прав інвестором. Розподіл номінальної вартості цінних паперів за депонентами подано в табл. 3.

Таблиця 3

**Вартість та структура цінних паперів суб'єктів господарювання  
у 2013–2017 рр., за даними депозитарних установ**

Вид депонента	2013	2014	2015	2016	2017
млрд грн					
Депоненти – юридичні особи-резиденти	293,19	258,30	246,41	667,55	651,29
Депоненти – юридичні особи-нерезиденти	158,22	174,41	242,14	307,00	158,98
Разом	451,41	432,71	488,55	974,55	810,27
Усього	751,45	852,71	887,69	1 676,25	1894,26
структура, %					
Депоненти – юридичні особи-резиденти	39,0	30,3	27,8	39,8	34,4
Депоненти – юридичні особи-нерезиденти	21,1	20,5	27,3	18,3	8,4
Разом	60,1	50,7	55,0	58,1	42,8
Усього	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Обсяг цінних паперів, емітованих суб'єктами господарювання, протягом 2013–2017 рр. збільшився з 451,41 млрд грн до 810,27 млрд грн., що створює перспективи зростання обсягу торгів ними на фондовому ринку. Питома вага в загальному обсязі емітентів депонентів – юридичних осіб скоротилася з 60,1 % до 42,8 %, зокрема за резидентами – із 39,0 % до 34,4 %, за нерезидентами – із 21,1 % до 8,4 %. Зазначену тенденцію слід визнати вкрай негативною, оскільки вона свідчить про зменшення конкурентоспроможності корпоративного сектора на фондовому ринку України порівняно з державним.

У рейтингу юридичних осіб-власників, які володіють значними пакетами

акцій (10 % і більше статутного капіталу) перші позиції посідають банківські установи з участю іноземного капіталу: Державна корпорація «Внешэкономбанк» (Російська Федерація) (50803,10 млрд грн), ПАТ ВТБ Банк (34214,33 млрд грн), АВН HOLDINGS S.A. (16531,55 млрд грн), ПАТ «Сбербанк» (12465,46 млрд грн), АВН Ukraine Limited (10973,96 млрд грн). Серед підприємств реального сектору економіки найбільшу загальну номінальну вартість цінних паперів мають: Національна акціонерна компанія «Нафтогаз України» (6494,61 млрд грн), ТОВ «ЕСУ» («ESU» - *EPIC Services Ukraine*) (4344,05 млрд грн), які належать до енергетичної галузі.

Банківська діяльність на ринку цінних паперів представлена інвестиційною та емісійною діяльністю, андеррайтинговими, депозитарними, консалтинговими послугами, а також послугами з довірчого управління портфелем цінних паперів юридичних та фізичних осіб. У структурі операцій банків із цінними паперами превалює сектор загального державного управління, корпоративні цінні папери представлені борговими інструментами. Розширення їх обсягів передбачає створення відповідних стимулів розвитку фондового ринку: збільшення пропозиції фінансових інструментів високої інвестиційної якості; зростання капіталізації фінансово-кредитного ринку; забезпечення його системної прозорості, під якою розуміють синтез прозорості фондового ринку, банківської системи, корпоративного управління.

Прозорість передбачає регулярне оприлюднення національними регуляторами індикаторів стану ринку і офіційних коментарів до них, безперешкодний доступ споживачів фінансових послуг до інформації про економічну політику учасника фондового ринку, використовуваним ним процедури і інструменти управління операційною діяльністю, а також про його поточний і фінансовий стан. В Україні започатковано процес кодифікації корпоративного управління, але потреби зростання прозорості фінансово-кредитного ринку потребують зміни його статусу із рекомендованого на імперативний. Провідні зарубіжні біржи здійснюють постійний моніторинг Кодексів корпоративного управління тих емітентів, які мають високу капіталізацію й для яких характерний вільний обіг акцій. Більше того, вони використовують власні регуляторні правила як конкурентний параметр лістингу й делістингу цінних паперів.

У дисертації доведено, що формування рейтингової інфраструктури є запорукою ефективного розвитку фондового ринку в Україні. Її об'єктами є рейтинги емітентів і цінних паперів, суб'єктами – вітчизняні і міжнародні рейтингові агентства. Національний регулятор визнає діяльність трьох міжнародних рейтингових агентств (*Fitch Ratings, Moody's i Standard & Poor's*), які мають власні шкали і використовують різні технології присвоєння рейтингу. Для позначення класу об'єкта оцінки агентство *Moody's* використовує літери від А до D та додаткові градації. Рейтингові шкали *Fitch ma Standard & Poor's* мають схожу побудову і виділяють такі рівні: інвестиційний (найвища, гарна й середня кредитна якість об'єкта рейтингування), спекулятивний, високих ризиків дефолту, дефолтовий. Уповноваженими національним регулятором є

п'ять рейтингових агентств, - *IBI-Рейтинг*, Рюрік, Експерт-Рейтинг, Кредит-Рейтинг, Стандарт-Рейтинг, які встановлюють більш лояльний характер вимог до суб'єктів, які працюють на фондовому ринку України, порівняно з міжнародними агентствами. Градації вітчизняної рейтингової шкали позначаються літерами, як у рейтингах агентства *Moody's*, проте за формою представлення вона більше відповідає підходам міжнародних рейтингових агентств *Fitch Ratings* і *Standard&Poor's*. В умовах інтеграції України до світових фондових ринків та для забезпечення можливості порівнювання рейтингів у національній рейтинговій шкалі доцільно виділити рівні, нижчий за спекулятивний, а також із високими ризиками.

Напрями вдосконалення правового статусу рейтингових агентств пов'язані з прийняттям окремого законодавчого акта, який би докладно визначав їх організаційно-правову форму, функції, методологічні засади діяльності, права, обов'язки, відповідальність за достовірність рейтингових оцінок. Розвитку фондового ринку сприятиме: розширення підстав для виключення рейтингового агентства з переліку уповноважених, встановлення додаткових вимог до змісту методології агентства, зокрема в частині проведення аналізу емітента на предмет його відповідності ознакам фіктивності. Покращення якості оцінювання сприятиме зростанню довіри інвесторів до рейтингових оцінок цінних паперів і фондового ринку в цілому.

## ВИСНОВКИ

Основний результат дисертації полягає в розробці концептуальних засад і поглибленні теоретико-методологічних та науково-методичних положень щодо вдосконалення фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання. Зміст основних висновків і рекомендацій полягає в такому.

1. Визначено закономірності еволюції економічних теорій фінансового ринку та кругообігу капіталу в таких формах: вулична, біржова, позабіржова, електронна. Уточнено трактування сутності поняття «цінні папери» у сучасних умовах. Встановлено, що дематеріалізація робить його другу частину атавізмом, оскільки «папери» існують у формі облікових записів на рахунках у системі депозитарного обліку. Обґрунтовано дефініцію фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання як сукупності форм і методів фінансового управління, що сприятимуть підвищенню ефективності їх діяльності, забезпечать захист прав власників акцій, менеджерів та найманих працівників.

2. Доведено, що параметри взаємозв'язку організаційно-правової форми суб'єктів господарювання та інструментів формування їх капіталу опосередковуються ринком цінних паперів, грошово-кредитним ринком і мають свою специфіку для публічних і приватних акціонерних товариств, державних акціонерних компаній (товариств), товариств з обмеженою й додатковою відповідальністю, повних і командитних товариств. Врахування виявлених параметрів дозволить підприємствам обирати найбільш

небезпечні канали виходу на фондовий ринок, формулювати раціональні умови проспекту емісії цінних паперів та положення інвестиційного меморандуму, звертатися за допомогою у здійсненні операцій і консультаціями до професійних учасників фондового ринку.

3. Обґрунтовано концептуальні засади узгодження фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання як сукупності форм і методів обігу цінних паперів у бездокументарній формі, збільшення капіталізації і транспарентності фінансового ринку, впровадження найкращих практик корпоративного управління, зміцнення потенціалу похідних цінних паперів, обслуговування приватизаційних процесів, стратегічної оцінки інвестиційної привабливості емітентів і цінних паперів, створення відповідного податкового забезпечення, розвитку інститутів банківського посередництва, формування рейтингової інфраструктури і компромісної моделі пруденційного регулювання. Реалізація зазначених засад на практиці дозволить досягти синергетичного ефекту, дасть ваговий поштовх розвитку фондового ринку і зміцнить конкурентні позиції корпоративного сектора на ньому.

4. Узагальнено проблеми розвитку ринку пайових, боргових, приватизаційних інструментів формування капіталу суб'єктів господарювання та запропоновано шляхи їх вирішення за допомогою диверсифікації доступу до фондового ринку суб'єктів господарювання різних видів економічної діяльності, організаційно-правових форм і розміру, зміцнення фінансового стану більшості підприємств із державною часткою, що потребує зміни власника й формування дієвої системи корпоративного управління. Для вирішення зазначених проблем запропоновано використовувати потенціал зарубіжних біржових майданчиків, які передбачають доступ до торгів малих та середніх підприємств, створювати їх вітчизняні аналоги; розвивати діяльність інститутів спільного інвестування, особливо венчурних, для фінансування діяльності малих інноваційно спрямованих підприємств. Це у подальшому позитивно вплине на розвиток конкурентного середовища фондового ринку.

5. Проведено комплексне оцінювання розвитку фондового ринку України в розрізі окремих фінансових інструментів формування капіталу суб'єктів господарювання, яке дозволило виявити такі негативи: у статичі – низька питома вага акцій і корпоративних облігацій, у динаміці – скорочення частки торгів високоякісними фінансовими інструментами, представленими, передусім, державними облігаціями України, які перебувають в обігу на біржовому сегменті, а також зростання питомої ваги акцій та цінних паперів інститутів спільного інвестування, значна частина яких не допущена до торгів на фондовій біржі й має низьку ліквідність. Для подолання зазначених негативів доцільно використовувати податкові методи дестимулювання операцій із низькими рейтинговими оцінками.

6. Обґрунтовано перспективи активізації ролі похідних цінних паперів у системі управління ризиками формування капіталу суб'єктів господарювання в частині найбільш привабливих видів деривативів: ф'ючерсні контракти та опціонні сертифікати. Визначено валютні індикатори стану кругообігу капіталу

та відповідні їм детермінанти розвитку фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання України. Для подолання негативного впливу валютної волатильності запропоновано проводити стрес-тестування за різними прогнозованими векторами динаміки валютного курсу з метою визначення потенційних втрат капіталу і вжиття запобіжних заходів.

7. Удосконалено методичні підходи до організації фондової електронної торгівлі цінними паперами в системі формування капіталу суб'єктів господарювання з використанням пруденційного регулювання, орієнтованого на зменшення ризиків діяльності фондових бірж. У рамках теорії біхевіоризму запропоновано когнітивні механізми управління діяльністю емітентів і інвесторів, а також підвищення їх фінансової грамотності, що приблизить поведінку учасників фондового ринку до раціональної.

8. Розроблено методичні рекомендації щодо оцінювання інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання на фондовому ринку загалом та в розрізі окремих фінансових інструментів формування капіталу. Обґрунтовано пропозиції з удосконалення діяльності по залученню капіталу як внутрішніх менеджерів, так і професійних учасників фондового ринку, незалежних аудиторських та консалтингових фірм, рейтингових агенцій. Їх ефективна взаємодія дасть змогу об'єктивно оцінити та знизити невизначеність ситуації з інвестуванням у цінні папери за допомогою сучасних кількісних методів дослідження, а також побудови системи факторів формування капіталу з метою оцінки раціональності формування джерел.

9. Ідентифіковано індикатори управління грошовими потоками суб'єктів господарювання на фінансово-банківському ринку, представлені емісією пайових і боргових цінних паперів, залученням кредитів та їх своєчасним погашенням за умови підтримання на достатньому рівні оперативної й перспективної ліквідності підприємства. Проведений аналіз діяльності суб'єктів господарювання машинобудування дав змогу зробити висновок, що кращі показники ліквідності та структури грошових потоків мають великі підприємства, створені у формі публічного акціонерного товариства, які мають доступ до ресурсів фондового й кредитного ринків. Перспективами розвитку їх діяльності є вихід на зарубіжні торговельні майданчики.

10. Запропоновано стратегічний підхід до оцінки інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання на фондовому ринку на основі механізмів бізнес-планування формування капіталу, виходячи зі стратегічних альтернативних пріоритетів розвитку: зростання, або скорочення капіталу, оптимізація його структури і вартості, виплата доходу власникам капіталу. Наявність чіткої фінансової стратегії формування капіталу підприємства та її ув'язка з тактичними заходами дозволить зменшити негативний вплив несприятливих змін у внутрішньому і зовнішньому середовищі.

11. Застосування діагностичного інструментарію до дослідження капіталізації фондового ринку України дозволило встановити, що вона виступає інституціональним середовищем функціонування суб'єктів господарювання та формування ними капіталу за рахунок акумуляції



інвестиційних ресурсів у процесі проведення активних операцій учасників ринку; з іншого – інвестиційна привабливість емітованих цінних паперів позитивно позначається на капіталізації ринку за результатами пасивних операцій його учасників. Зазначений висновок дозволить уникати розривів ліквідності, зменшуватиме обсяг непрацюючих фінансових ресурсів, сприятиме кумулятивному зростанню капіталізації фондового ринку і окремих суб'єктів господарювання.

12. Удосконалено банківсько-біржове інфраструктурне забезпечення формування капіталу суб'єктів господарювання на фондовому ринку на основі ризик-орієнтованого пруденційного нагляду, розрахунку й контролю за пруденційними нормативами (достатності власних коштів, покриття операційного ризику, абсолютної й загальної ліквідності), посилення вимог до системи звітування банківських установ і фондових бірж перед національними регуляторами на щоденній, місячній та річній основі. Зазначені заходи сприятимуть реалізації принципу безперервності фінансового контролю, підвищать його ефективність, зменшать ризики функціонування фінансових посередників, підвищать транспарентність їх діяльності.

13. Удосконалено принципи оподаткування операцій із цінними паперами в контексті стимулювання розвитку фондового ринку України на основі відмови від встановлення акцизів з операцій відчуження цінних паперів та операцій з деривативами. Активізацію впливу рейтингової інфраструктури фондового ринку України на формування капіталу суб'єктів господарювання пов'язуємо з діяльністю рейтингових агентств, які сприятимуть формуванню рівноправних відносин із клієнтами; впровадженню поширеної у світі методології рейтингування; визначенню рейтингів на основі комплексної оцінки інвестиційної привабливості емітентів та цінних паперів із оприлюдненням звіту за результатами оцінки; проведенню постійного моніторингу привласнених рейтингів із можливістю їх відкриття, покращення чи погіршення. Зазначені заходи активізують конкурентне середовище на фондовому ринку, ліквідують адміністративну монополію уповноважених і визнаних рейтингових агентств.

14. Розроблено механізми державного регулювання і саморегулювання фондової біржової торгівлі цінними паперами суб'єктів господарювання в умовах розвитку фінансового ринку: приведення їх організаційно-правового статусу відповідно до поширеного у світовій практиці; делегування функцій із контролю дотримання принципів корпоративного управління, моніторингу транспарентності діяльності емітентів і інвесторів; надання прав на встановлення власних, більш жорстких вимог до лістингу цінних паперів порівняно з тими, що встановлено законодавством; врахування рейтингів незалежних агентств при оцінці інвестиційної привабливості цінних паперів та учасників торгів.

## СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

### Монографії

1. Ярошевська О. В. Механізми формування капіталу суб'єктів господарювання в умовах розвитку фондового ринку України : монографія. Краматорськ : Донбаська державна машинобудівна академія, 2018. 516 с. (21,75 друк. арк.).
2. Yaroshevskaya O. Financial literacy development program in Ukraine. *Sustainable Development Goals of Ukraine* : collective monograph. London, United Kingdom : Sciemcee Publishing, 2017. Vol. 1. P. 171–188 (0,56 друк. арк.).
3. Yaroshevskaya O. Capital formation through optimization modeling of financial market electronic instruments. *Mechanisms of interaction between competitiveness and innovation in modern international economic relations* : collective monograph : in 4 vol. Riga : «Landmark» SIA, ISMA University, 2017. Vol. 3. P. 144–153 (0,55 друк. арк.).

### Публікації у наукових фахових виданнях та виданнях, що включені до міжнародних наукометричних баз даних

4. Ярошевська О. В., Косова Т. Д. Стандарти корпоративного управління як інструмент підвищення прозорості фінансово-кредитного ринку. *Інфраструктура ринку*<sup>1</sup>. 2018. № 15. С. 222–226 (0,64 друк. арк.). *Особистий внесок: визначено шляхи підвищення дієвості стандартів корпоративного управління в системі прозорості фінансово-кредитного ринку* (0,32 друк. арк.).
5. Ярошевська О. В. Технічний аналіз впливу кругообігу фінансового капіталу на валютну стабільність в Україні. *Бізнес Інформ*<sup>2</sup>. 2018. № 1. С. 273–279 (0,57 друк. арк.).
6. Ярошевська О. В. Паритет валют як віддзеркалення стану фондових ринків світу і руху капіталу. *Економіка та держава*<sup>3</sup>. 2018. № 2. С. 56–61 (0,49 друк. арк.).
7. Ярошевська О. В. Формування капіталу суб'єктів господарювання засобами електронних інструментів фінансових ринків. *Інвестиції: практика та досвід*<sup>4</sup>. 2018. № 3. С. 17–21 (0,56 друк. арк.).
8. Ярошевська О. В., Косова Т. Д. Фінансово-банківський механізм

<sup>1</sup> Включено до міжнародної наукометричної бази *Index Copernicus International*.

<sup>2</sup> Включено до міжнародних наукометричних баз: *Ulrichsweb, Research Papers in Economics, Index Copernicus International, Directory of Open Access Journals (DOAJ), CiteFactor, Academic Journals Database, Scientific Indexing Services, Advanced Science Index, Open Academic Journals Index (OAJI), GetInfo, Bielefeld Academic Search Engine (BASE), InfoBase Index, OpenAire i OpenAIREp, WorldCat, Serials Union Catalogue (SUNCAT), COPAC Union Catalogue, Open Access Library, J-Gate, Google Scholar, Research Bible*.

<sup>3</sup> Включено до міжнародних наукометричних баз: *Scientific Indexing Services, Google Scholar*.

<sup>4</sup> Включено до міжнародних наукометричних баз: *Index Copernicus International, Scientific Indexing Services, Google Scholar*.

управління грошовими потоками суб'єктів господарювання. *Науковий вісник УжНУ. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство*<sup>5</sup>. 2017. Вип. 12. Ч. 2. С. 408–411 (0,44 друк. арк.). *Особистий внесок: удосконалено фінансово-банківські механізми управління грошовими потоками суб'єктів господарювання на фондовому ринку* (0,22 друк. арк.).

9. Ярошевська О. В. Державне регулювання рейтингової інфраструктури фондового ринку України. *Вісник Волинського інституту економіки та менеджменту*. 2017. № 18. С. 133–134 (0,53 друк. арк.).

10. Ярошевська О. В. Рейтингові оцінки емітентів та цінних паперів у системі розвитку фондового ринку. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія «Економіка і менеджмент»*<sup>6</sup>. 2017. Вип. 25. Ч. 2. С. 140–143 (0,47 друк. арк.).

11. Ярошевська О. В. Рейтингові агентства на фондовому ринку: світовий досвід та вітчизняна практика. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія: Економічні науки*<sup>7</sup>. 2017. Вип. 25. Ч. 2. С. 161–164 (0,42 друк. арк.).

12. Ярошевська О. Комплексне оцінювання розвитку фондового ринку України. *Схід*<sup>8</sup>. 2017. № 3. С. 21–27 (0,78 друк. арк.).

13. Ярошевська О. В., Дєєва Н. Е. Фондові механізми управління державними корпоративними правами в економіці України. *Молодий вчений*<sup>9</sup>. 2017. № 3. С. 641–645 (0,46 друк. арк.). *Особистий внесок: запропоновано шляхи підвищення ефективності фондових механізмів управління державними корпоративними правами* (0,23 друк. арк.).

14. Ярошевська О. В. Формування капіталу суб'єктів підприємництва в процесі приватизації через фондову біржову торгівлю. *Причорноморські економічні студії*<sup>10</sup>. 2017. № 15. С. 207–211 (0,48 друк. арк.).

15. Ярошевська О. В., Косова Т. Д. Фондова електронна торгівля цінними паперами: вплив на розвиток фінансового ринку України. *Економіка та держава*<sup>11</sup>. 2017. № 2. С. 7–10 (0,74 друк. арк.). *Особистий внесок: обґрунтовано механізми впливу фондової електронної торгівлі цінними паперами на розвиток фінансового ринку України* (0,37 друк. арк.).

16. Ярошевська О. В., Косова Т. Д. Функції та роль фондових індексів на фінансовому ринку України. *Економіка. Фінанси. Право*<sup>12</sup>. 2017. № 1. С. 19–22 (0,42 друк. арк.). *Особистий внесок: визначено специфічні функції та роль фондових індексів на фінансовому ринку України* (0,21 друк. арк.).

<sup>5</sup> Включено до міжнародної наукометричної бази *Index Copernicus International*.

<sup>6</sup> Включено до міжнародної наукометричної бази *Index Copernicus International*.

<sup>7</sup> Включено до міжнародної наукометричної бази *Index Copernicus International*.

<sup>8</sup> Включено до міжнародних наукометричних баз *Ulrich's Periodicals Directory, BASE, EBSCO, Index Copernicus International International, WorldCat*.

<sup>9</sup> Включено до міжнародних наукометричних баз *ScholarGoogle, CiteFactor, Research Bible, Index Copernicus*.

<sup>10</sup> Включено до міжнародної наукометричної бази *Index Copernicus International*.

<sup>11</sup> Включено до міжнародних наукометричних баз: *Scientific Indexing Services, Google Scholar*.

<sup>12</sup> Включено до міжнародної наукометричної бази *Index Copernicus International*.

17. Ярошевська О. В., Косова Т. Д. Механізми державного регулювання фондової біржової торгівлі. *Вісник ДонНУЕТ*. 2017. № 1(66). С. 144–154 (0,56 друк. арк.). *Особистий внесок: запропоновано механізми вдосконалення державного регулювання фондової біржової торгівлі на основі світових практик* (0,28 друк. арк.).

18. Ярошевська О. В. Інвестиційна привабливість фінансових інструментів формування капіталу суб'єктів господарювання на фондовому ринку України. *Причорноморські економічні студії*<sup>13</sup>. 2016. Вип. 6. С. 239–243 (0,52 друк. арк.).

19. Ярошевська О. В. Цінові тенденції промисловості України. *Економічний вісник Запорізької державної інженерної академії*. 2016. Вип. 1. С. 78–84 (0,44 друк. арк.).

20. Ярошевська О. В., Косова Т. Д. Біржові механізми залучення іноземного капіталу вітчизняними корпораціями. *Інвестиції: практика та досвід*<sup>14</sup>. 2016. № 22. С. 9–12 (0,62 друк. арк.). *Особистий внесок: обґрунтовано специфіку залучення іноземного капіталу вітчизняними корпораціями на основі біржових механізмів* (0,31 друк. арк.).

21. Ярошевська О. В., Слободянюк Н. О. Якість захисту прав інвесторів у системі корпоративного управління. *Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво*. 2016. № 4–5. С. 16–19 (0,52 друк. арк.). *Особистий внесок: запропоновано шляхи вдосконалення механізмів залучення капіталу суб'єктами господарювання на фінансовому ринку* (0,26 друк. арк.).

22. Ярошевська О. В. Аспекти розвитку промисловості України в умовах системної кризи. *Часопис економічних реформ*<sup>15</sup>. 2015. № 1. С. 45–53 (0,61 друк. арк.).

23. Ярошевська О. В. Капіталізація фондового ринку України: проблеми оцінки і зростання. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія: Економіка і менеджмент*<sup>16</sup>. 2015. Вип. 12. С. 271–273 (0,39 друк. арк.).

24. Ярошевська О. В. Оподаткування операцій із цінними паперами у контексті стимулювання розвитку фондового ринку України. *Науковий вісник УжНУ. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство*<sup>17</sup>. 2015. Вип. 5. С. 227–230 (0,56 друк. арк.).

25. Ярошевська О. В. Прогнозування розвитку промисловості України. *Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності*<sup>18</sup>. 2015. Вип. 2 (1). С. 84–90 (0,41 друк. арк.).

<sup>13</sup> Включено до міжнародної наукометричної бази *Index Copernicus International*.

<sup>14</sup> Включено до міжнародних наукометричних баз: *Index Copernicus International, Scientific Indexing Services, Google Scholar*.

<sup>15</sup> Включено до міжнародної наукометричної бази *Index Copernicus International*.

<sup>16</sup> Включено до міжнародної наукометричної бази *Index Copernicus International*.

<sup>17</sup> Включено до міжнародної наукометричної бази *Index Copernicus International*.

<sup>18</sup> Включено до міжнародних наукометричних баз: *Index Copernicus International, WorldCat*.

26. Ярошевська О. В., Семенов А. Г., Семенова Г. А. Методи розробки бізнес-плану для акціонерного товариства. *Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво*. 2015. № 1. С. 118–125 (0,51 друк. арк.). *Особистий внесок: обґрунтовано методи бізнес-планування акціонерних товариств, орієновані на залучення капіталу (0,17 друк. арк.).*

27. Ярошевська О. В., Семенов А. Г. Механізми фінансового менеджменту для проведення аналізу. *Вісник економічної науки України*. Донецьк : ТОВ Юго-Восток, Лтд., 2014. № 2 (26). С. 127–131 (0,50 друк. арк.). *Особистий внесок: запропоновано механізми оцінки фінансової конкурентоспроможності суб'єктів господарювання (0,25 друк. арк.).*

28. Ярошевська О. В., Семенов А. Г. Роль фінансового аналізу у формуванні фінансової стратегії підприємства. *Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво*. 2014. № 1. С. 106–110 (0,46 друк. арк.). *Особистий внесок: обґрунтовано стратегічні механізми формування капіталу суб'єктами господарювання (0,23 друк. арк.).*

29. Ярошевська О. В. Роль фондових бірж у розбудові стандартів корпоративного управління: світовий досвід і вітчизняна практика. *Вісник ОНУ імені І. І. Мечникова*. 2014. Т. 19. Вип. 3/3. С. 259–263 (0,48 друк. арк.).

30. Ярошевська О. В. Операції банків із цінними паперами: вплив на розвиток фондового ринку України. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія: Економічні науки*. 2014. Вип. 4. С. 89–92 (0,42 друк. арк.).

31. Ярошевська О. В., Семенов А. Г. Оптимізація структури капіталу підприємства за критерієм максимізації його рентабельності. *Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво*. 2014. № 5. С. 117–128 (0,52 друк. арк.). *Особистий внесок: визначено критерії раціоналізації структури та рентабельності суб'єктів господарювання (0,26 друк. арк.).*

32. Ярошевська О. В. Методи оцінки ліквідності, платоспроможності та фінансової стійкості підприємства. *Стратегія і механізми регулювання промислового розвитку* : зб. наук. пр. Донецьк : ІЕП НАН України, 2013. С. 175–193 (0,41 друк. арк.).

33. Ярошевська О. В., Світла А. О. Особливості аналізу фінансового стану акціонерного товариства. *Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво*. 2013. № 2. С. 232–242 (0,38 друк. арк.). *Особистий внесок: визначено специфіку оцінки фінансового стану акціонерного товариства (0,19 друк. арк.).*

### **Матеріали конференцій**

34. Ярошевська О. В., Косова Т. Д. Адаптація фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання до умов співробітництва з Європейським Союзом. *Сучасні міжнародні економічні відносини: драйвери успіху та виклики розвитку* : матер. XVIII Міжн. наук.-практ. конф. (м. Дніпро, 22–23 бер. 2018 р.). Дніпро : ДНУ імені Олеся Гончара, 2018. С. 74–77 (0,14 друк. арк.). *Особистий внесок: визначено критерії адаптації фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання в умовах*

євроінтеграції (0,07 друк. арк.).

35. Ярошевська О. В., Косова Т. Д. Інформаційні системи суб'єктів господарювання на фондовому ринку. *Імплементация інновацій обліково-аналітичного забезпечення сталого розвитку сучасного бізнесу*: матер. І Міжнар. наук.-практ. Інтернет-конф. (м. Харків, 22 бер. 2018 р.). Харків : ХДУХТ, 2018. С. 350–351 (0,12 друк. арк.). *Особистий внесок: розроблено пропозиції з подолання проблеми інформаційної асиметрії на фондовому ринку* (0,06 друк. арк.).

36. Ярошевська О. В. Дискусійні аспекти впровадження криптовалют: світовий досвід та вітчизняна практика. *Модернізація фінансово-кредитної системи України: виклики глобалізації*: матер. Всеукр. наук.-практ. Інтернет-конф. (м. Кривий Ріг, 20 бер. 2018 р.). Кривий Ріг : ДонНУЕТ імені Михайла Туган-Барановського, 2018. С. 607–612 (0,16 друк. арк.).

37. Ярошевська О. В. Формування капіталу суб'єктів господарювання: фрактальні аспекти фондового ринку. *Science and civilization – 2018: materials of the XIV International scientific and practical Conference* (Sheffield, January 30 – February 7 2018). Sheffield : Science and education LTD, 2018. Economic science. P. 50–52 (0,14 друк. арк.).

38. Ярошевська О. В. Особливості валютно-фінансових криз в умовах віртуалізації фондового ринку. *Moderní vymoženosti vědy – 2018: materiály XIV Mezinárodní vědecko-praktická konference* (Praha, 22–30 ledna 2018). Praha : Publishing House «Education and Science», 2018. P. 30–32 (0,13 друк. арк.).

39. Ярошевська О. В. Обіг криптовалюти на фінансовому ринку: дискусійні аспекти. *Настоящи изследвания и развитие – 2018*: матер. за XIV Межд. науч. практ. конф. (Софія 15–22 януари 2018 г.). Софія : «Бял ГРАД-БГ», 2018. Vol. 3. С. 32–35 (0,14 друк. арк.).

40. Ярошевська О. В. Інфраструктура ринку як основа для розвитку фінансової грамотності в Україні. *Формування податкової свідомості в Україні*: матер. наук.-практ. круглого столу (м. Запоріжжя, 19 трав. 2017). Запоріжжя : КПУ, 2017. С. 101–103 (0,11 друк. арк.).

41. Ярошевська О. В. Структурна оцінка капіталу підприємств за видами економічної діяльності. *Новини на научния прогрес – 2017*: матер. за XIII Межд. науч. практ. конф. (Софія, 15–22 авг. 2017 г.). Софія : «Бял ГРАД-БГ», 2017. Vol. 2. С. 17–19 (0,15 друк. арк.).

42. Ярошевська О. В. Проблеми підвищення достовірності кредитних рейтингів на фінансовому ринку України. *Modern european science – 2017: materials of the XIII International scientific and practical conference* (Sheffield, June 30 – July 7, 2017). Sheffield : Science and education LTD, 2017. Economic science. P. 3–5 (0,14 друк. арк.).

43. Ярошевська О. В. Міжнародні рейтингові агентства на фінансовому ринку України. *Dynamika naukowych badań – 2017: materiały XIII Międzynarodowej naukowo-praktycznej konferencji* (Przemysl, 07–15 lipka 2017 roku). Przemysl : Nauka i studia, 2017. T. 2. Ekonomiczne nauki. С. 11–13

(0,14 друк. арк.).

44. Ярошевська О. В. Уповноважені рейтингові агентства національного регулятора фондового ринку: регламенти діяльності. *Динаміката на съвременната наука – 2017*: матер. за XIII Межд. науч. практ. конф. (Софія, 15–22 юли 2017 г.). Софія: «Бял ГРАД-БГ», 2017. Vol. 2. С. 7–10 (0,15 друк. арк.).

45. Ярошевська О. В. Методичний підхід до визначення кредитоспроможності суб'єктів фондового ринку. *Aktuální vymoženosti vědy - 2017*: XIII Mezinárodní vědecko-praktická konference (Praha, 22–30 cervna 2017). Praha: Publishing House «Education and Science», 2017. P. 14–16 (0,13 друк. арк.).

46. Ярошевська О. В. Порівняльна оцінка національної та міжнародних шкал кредитних рейтингів. *Економічний розвиток держави, регіонів і підприємств*: матер. Міжн. наук.-практ. конф. (м. Хмельницький, 29–30 вер. 2017). Херсон: Гельветика, 2017. С. 82–84 (0,14 друк. арк.).

47. Ярошевська О. В. Деривативи як інноваційний інструмент фондового ринку. *Інноваційна економіка*: матер. III Міжн. наук.-практ. конф. (м. Київ, 28–29 квіт. 2017 р.). Херсон: Гельветика, 2017. С. 91–94 (0,15 друк. арк.).

48. Ярошевська О. В. Приватизаційні інструменти формування капіталу суб'єктів підприємництва на фондовому ринку. *Naukowa przestrzeń Europy-2017*: materiały XIII Międzynarodowej naukowo-praktycznej konferencji (Przemysl, 07–15 kwietnia 2017 roku). Przemysl: Nauka i studia, 2017. T. 1. Zarządzanie. Ekonomiczne nauki. С. 39–42 (0,13 друк. арк.).

49. Ярошевська О. В. Проблеми репрезентативності суб'єктів підприємництва у фондових індексах України. *Проблеми підвищення ефективності економіки та управління в сучасних умовах*: матер. Міжн. наук.-практ. конф. (м. Одеса, 19 груд. 2016). Одеса: МГУ, 2016. С. 161–164 (0,15 друк. арк.).

50. Ярошевська О. В. Механізм формування капіталу суб'єктів підприємництва на основі Інтернет-трейдингу. *Розвиток соціально-економічних систем в сучасних умовах*: матер. Міжн. наук.-практ. конф. (м. Харків, 16–17 груд. 2016 р.). Херсон: Гельветика, 2016. С. 152–154 (0,15 друк. арк.).

51. Ярошевська О. В. Первинне публічне розміщення акцій як механізм формування капіталу суб'єктів підприємництва. *Vědecký průmysl evropského kontinentu*: XII sběrné nádobě obsahují materiály mezinárodní vědecko-praktická konference (Praha, 27 listopadu – 05 prosinců 2016). Praha: Publishing House «Education and Science», 2016. P. 73–77 (0,14 друк. арк.).

52. Ярошевська О. В. Транспарентність фондового ринку України: проблеми і перспективи. *Економіка, підприємництво та бізнес-культура: трансформації в умовах розвитку інновацій*: матер. Міжн. наук.-практ. конф. (м. Херсон, 13–14 бер. 2015). Херсон: Гельветика, 2014. С. 184–187 (0,15 друк. арк.).

53. Ярошевська О. В. Капітал підприємства й характеристики його формування. *Соціально-економічний розвиток України і регіонів*: матер. III Міжн. наук.-практ. конф. (м. Запоріжжя, 22–23 листоп. 2013). Запоріжжя: КПУ, 2013. С. 267–269 (0,11 друк. арк.).

## АНОТАЦІЯ

**Ярошевська О. В. Фондові механізми формування капіталу суб'єктів господарювання. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.**

Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. – Донбаська державна машинобудівна академія Міністерства освіти і науки України, Краматорськ, 2018.

Визначено закономірності еволюції економічних теорій фінансового ринку та формалізовано зміст фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання. Ідентифіковано взаємозв'язок організаційно-правової форми суб'єктів господарювання та інструментів формування їх капіталу. Обґрунтовано концептуальні засади фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання в умовах розвитку фінансового ринку. Узагальнено проблеми розвитку ринку пайових, боргових, приватизаційних інструментів формування капіталу суб'єктів господарювання та запропоновано шляхи їх вирішення. Проведено комплексне оцінювання розвитку фондових інструментів формування капіталу суб'єктів господарювання. Обґрунтовано перспективи активізації ролі похідних цінних паперів у системі управління ризиками формування капіталу суб'єктів господарювання, а також механізми залучення ними капіталу на фондовому ринку в умовах валютної нестабільності. Удосконалено інструменти фондової електронної торгівлі цінними паперами у системі формування капіталу суб'єктів господарювання та когнітивні механізми інвестування на фондовому ринку. Розроблено методичні рекомендації з оцінки інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання на фондовому ринку загалом та в розрізі окремих фінансових інструментів формування капіталу. Ідентифіковано індикатори управління грошовими потоками суб'єктів господарювання на фінансово-банківському ринку. Запропоновано підходи до прогнозування та планування в системі підвищення інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання на фондовому ринку. Розвинуто трактування капіталізації фондового ринку України як середовища розвитку суб'єктів господарювання. Удосконалено банківсько-біржове інфраструктурне забезпечення формування капіталу суб'єктів господарювання на фондовому ринку. Обґрунтовано рекомендації з активізації стимулюючого впливу податково-рейтингових механізмів операцій суб'єктів господарювання із цінними паперами на фондовому ринку. Розроблено механізми державного регулювання фондової біржової торгівлі цінними паперами суб'єктів господарювання в умовах розвитку фінансового ринку.

*Ключові слова: фондові механізми, фінансовий ринок, цінні папери, капітал, формування, суб'єкти господарювання, інституціональне середовище.*

## АННОТАЦИЯ

**Ярошевская О. В. Фондовые механизмы формирования капитала субъектов хозяйствования. – Квалификационный научный труд на правах рукописи.**



Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук по специальности 08.00.08 – деньги, финансы и кредит. – Донбасская государственная машиностроительная академия Министерства образования и науки Украины, Краматорск, 2018.

Определены закономерности эволюции экономических теорий рынка и формализовано содержание фондовых механизмов формирования капитала субъектов хозяйствования. Идентифицирована взаимосвязь организационно-правовой формы хозяйствующих субъектов и инструментов формирования их капитала. Обоснованы концептуальные основы фондовых механизмов формирования капитала субъектов хозяйствования в условиях развития рынка. Обобщены проблемы развития рынка паевых, долговых, приватизационных инструментов формирования капитала субъектов хозяйствования и предложены пути их решения. Проведено комплексное оценивание развития фондовых инструментов формирования капитала субъектов хозяйствования. Обоснованы перспективы активизации роли производных ценных бумаг в системе управления рисками формирования капитала субъектов хозяйствования, а также механизмы привлечения ими капитала на фондовом рынке в условиях валютной нестабильности. Усовершенствованы инструменты фондовой электронной торговли ценными бумагами в системе формирования капитала субъектов хозяйствования и когнитивные механизмы инвестирования на фондовом рынке. Разработаны методические рекомендации по оценке инвестиционной привлекательности субъектов хозяйствования на фондовом рынке в целом и в разрезе отдельных финансовых инструментов формирования капитала. Идентифицированы индикаторы управления денежными потоками субъектов хозяйствования на финансово-банковском рынке. Предложены подходы к прогнозированию и планированию в системе повышения инвестиционной привлекательности субъектов хозяйствования на фондовом рынке. Получила развитие трактовка капитализации фондового рынка Украины как среды развития субъектов хозяйствования. Усовершенствовано банковско-биржевое инфраструктурное обеспечение формирования капитала субъектов хозяйствования на фондовом рынке. Обоснованы рекомендации по активизации стимулирующего влияния налогово-рейтинговых механизмов операций субъектов хозяйствования с ценными бумагами на фондовом рынке. Разработаны механизмы государственного регулирования фондовой биржевой торговли ценными бумагами субъектов хозяйствования в условиях развития рынка. Обоснованы рекомендации по активизации стимулирующего влияния налогово-рейтинговых механизмов операций субъектов хозяйствования с ценными бумагами на фондовом рынке. Разработаны механизмы государственного регулирования фондовой биржевой торговли ценными бумагами субъектов хозяйствования в условиях развития рынка.

**Ключевые слова:** фондовые механизмы, финансовый рынок, ценные бумаги, капитал, формирование, субъекты хозяйствования, институциональная среда.

**ABSTRACT****Yaroshevskaya O. V. Stock mechanisms of business entities' capital formation. – Qualification scientific work as the manuscript.**

Thesis for a Doctor of Economics degree by specialty 08.00.08 – money, finance and credit. – Donbas State Engineering Academy of the Ministry of Education and Science of Ukraine, Kramatorsk, 2018.

The regularities of the evolution of economic theories of the financial market and capital circulation in the following forms are determined: street, exchange, over-the-counter, and electronic. The definition of stock mechanism of formation of capital of economic entities as a set of forms and methods of financial management, which will promote increase of efficiency of their activity, will provide protection of the rights of stockholders, managers and hired employees. The relationship between the organizational and legal form of economic entities and their capital formation tools has been identified, which is mediated by the securities market, the money market and has its own specifics for public and private joint-stock companies, state-owned joint-stock companies, limited liability companies, and full and limited partnerships. The conceptual foundations of stock mechanisms of formation of capital of economic entities in the conditions of financial market development are substantiated, which are based on the following methodology of research: subject-functional approach, monetarist approach, socio-economic approach, institutional approach, theory of technical and fundamental analysis, fractality of stock markets.

The problems of the market development of equity, debt, and privatization instruments of capital formation of economic entities are generalized, and ways of their solution are proposed. Complex assessment of the development of stock capital formation tools of business entities was conducted on the following grounds: the share of shares and corporate bonds, their liquidity; the share of trades in high-quality financial instruments, including government bonds of Ukraine that are in circulation on the stock segment; the share of shares and securities of collective investment institutions admitted to trading on a stock exchange.

The prospects of activating the role of derivative securities in the system of risk management of capital formation of economic entities, as well as mechanisms of attracting them capital in the stock market in the conditions of currency instability, are substantiated. The currency indicators of the status of capital turnover in the world stock markets and their respective determinants of the development of stock mechanisms for the formation of the capital of the subjects of management of Ukraine are determined. The tools of stock e-commerce securities creation of capital of business entities with the use of prudential regulation aimed at reducing the risks of stock exchanges activity are improved. Cognitive mechanisms of increasing financial literacy of the population as subjects of investment in the system of development of the stock market of Ukraine are proposed.

The methodical recommendations for assessing the investment attractiveness of the subjects of management in the stock market in general and in the context of separate financial instruments of capital formation have been developed. The proposals on improvement of activity on attraction of capital as internal managers

and professional participants of the stock market, independent auditing and consulting firms, rating agencies are substantiated. The indicators of management of cash flows of economic entities in the financial and banking market have been identified, represented by issue of equity and debt securities, attraction of loans and their timely repayment, provided that they maintain a sufficient level of operational and prospective liquidity of the enterprise. The approaches to forecasting and planning in the system of raising the investment attractiveness of business entities in the stock market are proposed on the basis of business planning mechanisms of capital formation, based on strategic alternative development priorities.

The dialectical connection of financial mechanisms of capital formation of the subjects of management and capitalization of the stock market of Ukraine, which, on the one hand, acts as an institutional environment for their functioning, where the investment resources are accumulated in the course of conducting active operations of market participants; on the other - the investment attractiveness of securities issued positively affects the capitalization of the market by the results of passive operations of its participants. Improved banking and stock infrastructure support for capital formation of business entities in the stock market. The recommendations on activating the stimulating influence of tax – rating mechanisms of transactions of subjects of management with securities in the stock market are substantiated. The mechanisms of state regulation and self-regulation of stock exchange trading by securities of economic entities are developed in the conditions of development of the financial market.

**Key words:** *stock mechanisms, financial market, securities, capital, formation, business entities, institutional environment.*

Підписано до друку 26.10.2018. Формат 60x84/16. Ум. друк. арк. 1,9.  
Обл.-вид. 1,9. Друк лазерний. Зам. № 834. Накл. 100 пр.

Видавець і виготівник  
Донбаська державна машинобудівна академія  
84313, м. Краматорськ, вул. Академічна, 72.  
Свідоцтво суб'єкта видавничої справи  
ДК № 1633 від 24.12.2003