

КЛАСИЧНИЙ ПРИВАТНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

ДОНБАСЬКА ДЕРЖАВНА МАШИНОБУДІВНА АКАДЕМІЯ
МІНІСТЕРСТВА ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

Кваліфікаційна наукова
праця на правах рукопису

ЯРОШЕВСЬКА ОКСАНА ВОЛОДИМИРІВНА

УДК 336.7: 334.7

ДИСЕРТАЦІЯ

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

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит
(072 Фінанси, банківська справа та страхування,
галузь знань 07 Управління та адміністрування)

Подається на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей,
результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело

_____ О.В. Ярошевська

Науковий консультант: Косова Т.Д., д-р екон. наук, професор

Краматорськ – 2018

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 (072 Фінанси, банківська справа та страхування). – Класичний приватний університет, Запоріжжя, Донбаська державна машинобудівна академія МОН України, м. Краматорськ, 2018.

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. Автором визначено закономірності еволюції економічних теорій фінансового ринку та кругообігу капіталу в таких формах: вулична, біржова, позабіржова, електронна. Узагальнено основні теоретико-методологічні підходи до дослідження ринків капіталу: предметно-функціональний, монетаристський (грошовий), соціально-економічний, інституціональний, технічний і фундаментальний аналіз, фрактальність фондових ринків. Уточнено трактування сутності поняття «цінні папери» в сучасних умовах. Встановлено, що дематеріалізація робить його другу частину атавізмом, оскільки «папери» існують у формі облікових записів на рахунках у системі депозитарного обліку. Формалізовано зміст фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання в умовах ринку, визначено переваги й ризики переходу до бездокументарних випусків цінних паперів в Україні.

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. Визначено діалектику 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). Доведено, що 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 по допомогу в здійсненні операцій і консультації до професійних учасників фондового ринку.

Запропоновано концептуальні засади узгодження фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання як сукупності форм і методів обігу цінних паперів у бездокументарній формі, збільшення капіталізації й прозорості фінансового ринку, упровадження 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 й компромісної моделі пруденційного регулювання. Показано, що реалізація зазначених засад на практиці дозволить досягти синергетичного ефекту, дасть ваговий поштовх розвитку фондового ринку й зміцнить конкурентні позиції корпоративного сектору на ньому.

Узагальнено проблеми розвитку ринку пайових, боргових, приватизаційних інструментів формування капіталу суб'єктів господарювання. Визначено 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 обґрунтовано необхідність розвитку конкурентного середовища фондового ринку; доцільність використання потенціалу зарубіжних біржових майданчиків, які передбачають доступ до торгів малих та середніх підприємств, створення їх вітчизняних аналогів; розвитку діяльності інститутів спільного інвестування, особливо венчурних, для фінансування діяльності малих інноваційно спрямованих підприємств.

Проведено комплексне оцінювання розвитку фондового ринку України в розрізі окремих фінансових інструментів формування капіталу суб'єктів господарювання. Виявлено негативи ринку цінних паперів: 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 і цінних паперів інститутів спільного інвестування, значна частина яких не допущена до торгів на фондовій біржі й має низьку ліквідність. Обґрунтовано доцільність використання податкових методів дестимулювання операцій із низькими рейтинговими оцінками шляхом заборони віднесення на фінансові результати підприємств витрат на придбання цінних паперів емітентів з ознаками фіктивності, оподаткування прибутку від проведення спекулятивних операцій за підвищеними ставками податку на прибуток.

Аргументовано перспективи активізації ролі похідних цінних паперів у системі управління ризиками формування капіталу суб'єктів господарювання в частині найбільш привабливих видів деривативів: ф'ючерсні контракти й 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. 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 наблизить поведінку учасників фондового ринку до раціональної.

Розроблено методичні рекомендації щодо оцінювання інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання на фондовому ринку загалом та в розрізі окремих фінансових інструментів формування капіталу. Обґрунтовано пропозиції щодо вдосконалення діяльності із залучення капіталу як внутрішніх менеджерів, так і професійних учасників фондового ринку, незалежних аудиторських та консалтингових фірм, рейтингових агенцій. Показано, що 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.

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, у яких є доступ до ресурсів фондового й кредитного ринків. Обґрунтовано перспективи розвитку діяльності великих акціонерних корпорацій шляхом їх виходу на зарубіжні торговельні майданчики.

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 й вартості, виплата доходу власникам капіталу. Показано, що наявність чіткої фінансової стратегії формування капіталу підприємства та її ув'язка з тактичними заходами дозволить зменшити негативний вплив несприятливих змін у внутрішньому й зовнішньому середовищі.

Застосування діагностичного інструментарію до дослідження капіталізації фондового ринку України дозволило встановити, що, з одного боку, 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. Передбачено, що зміцнення інституціонального середовища фондового ринку дозволить уникати розривів ліквідності, зменшуватиме обсяг непрацюючих фінансових ресурсів, сприятиме кумулятивному зростанню капіталізації фондового ринку й окремих суб'єктів господарювання.

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. Розроблено заходи зі сприяння реалізації принципу безперервності фінансового контролю, які підвищать його ефективність, зменшать ризики функціонування фінансових посередників, сприятимуть покращенню транспарентності їх діяльності.

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. Доведено, що активізація впливу рейтингової інфраструктури фондового ринку України на формування капіталу суб'єктів господарювання пов'язана з діяльністю рейтингових агентств, які сприятимуть формуванню рівноправних відносин із клієнтами; упровадженню поширеної у світі методології рейтингування; визначенню рейтингів на основі комплексної оцінки інвестиційної привабливості емітентів та цінних паперів з оприлюдненням звіту за результатами оцінки; проведенню постійного моніторингу привласнених рейтингів із можливістю їх відкликання, покращення чи погіршення. Передбачено, що зазначені заходи активізують конкурентне середовище на фондовому ринку, ліквідують адміністративну монополію уповноважених і визнаних рейтингових агентств.

Розроблено механізми державного регулювання й саморегулювання фондової біржової торгівлі цінними паперами суб'єктів господарювання в умовах розвитку фінансового ринку: приведення їх організаційно-правового статусу у відповідність до поширеного у світовій практиці; делегування функцій із контролю за дотриманням 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; урахування рейтингів незалежних агентств при оцінці інвестиційної привабливості цінних паперів та учасників торгів.

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

ABSTRACT

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

Dissertation for doctor degree in Economics on specialty 08.00.08 - Money, Finance and Credit (072 Finance, Banking and Insurance). – Classic Private University, Zaporizhzhya, Donbas State Engineering Academy of the Ministry of Education and Science of Ukraine, Kramatorsk, 2018.

The main result of the dissertation is to develop conceptual foundations and to deepen theoretical and methodological and scientific and methodological provisions regarding the improvement of stock mechanisms for capital formation of subjects of management. The author defines the regularities of the evolution of economic theories of the financial market and capital turnover in the following forms: street, exchange, over-the-counter, and electronic. The main theoretical and methodological approaches to the research of capital markets are generalized: subject-functional, monetarist (monetary), socio-economic, institutional, technical and fundamental analysis, fractality of stock markets. The interpretation of the essence of the concept of "securities" in the modern conditions is specified. It is established that dematerialization makes it the second part of atavism, since "paper" exists in the form of accounts on accounts in the system of depository records. The content of the stock mechanisms of capital formation of economic entities in the market conditions was formalized, the advantages and risks of transition to non-documentary issues of securities in Ukraine were determined.

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 dialectics of the relationship between the organizational and legal form of economic entities and the instruments of their capital formation (equity securities, debt securities, derivatives, loans) are defined. separate spheres (stock market, over-the-counter market, money market); levers (stimulating

compliance with the principles of corporate governance, prudential regulation of stock market participants, sanctions for violation of securities circulation and lending rules). It is proved that taking into account the revealed parameters will allow enterprises to choose the most dangerous channels of access to the stock market, to formulate rational terms of the securities issue prospectus and the terms of the investment memorandum, to seek assistance in conducting transactions and consultations to professional stock market participants.

The conceptual foundations of the coordination of stock mechanisms of formation of capital of subjects of management as a set of forms and methods of circulation of securities in non-documentary form, increase of capitalization and transparency of the financial market, introduction of best practices of corporate governance, strengthening of derivative securities potential, servicing of privatization processes, strategic assessment of investment the attractiveness of issuers and securities, the creation of appropriate tax provision, development of banking mediation institute, rating the formation of infrastructure and compromise model prudential regulation, creation of appropriate tax support, development of institutions of banking mediation, formation of rating infrastructure and a compromise model of prudential regulation. It is shown that realization of these principles in practice will allow to achieve synergy effect, will give a weight boost to the development of the stock market and strengthen the competitive position of the corporate sector on it.

The problems of the market development of equity, debt, and privatization instruments of capital formation of economic entities are generalized. The ways of their solution are determined by means of diversification of access to the stock market of economic entities of various types of economic activity, organizational and legal forms and size, strengthening of the financial state of the majority of enterprises with the state share, which requires changes in ownership and the formation of an effective system of corporate governance. To solve these problems the necessity of development of the competitive environment of the stock market is substantiated; expediency of using the potential of foreign exchange platforms, which provide access to the trades of small and medium-sized enterprises, the creation of their

domestic counterparts; development of activity of joint investment institutes, especially venture funds, to finance the activities of small innovative enterprises.

A complex evaluation of the development of the stock market of Ukraine was conducted in the context of separate financial instruments for capital formation of business entities. The negatives of the securities market are found: in the statics – a low share of shares and corporate bonds, in the dynamics – the reduction of the share of trading in high-quality financial instruments, represented, first of all, government bonds of Ukraine, which are in circulation in the stock segment, as well as the growth of the share of shares and securities of collective investment institutions, a significant part of which is not admitted to trading on a stock exchange and has low liquidity. The expediency of using tax methods to disable operations with low rating ratings is substantiated by prohibiting the classification of expenses for the acquisition of securities of issuers with signs of fictitiousness, taxation of profits from conducting speculative operations at higher rates of income tax on the financial results of enterprises. The prospects of activating the role of derivative securities in the risk management system for capital formation of business entities in terms of the most attractive types of derivatives: futures contracts and option certificates are argued. The currency indicators of the capital turnover and their respective determinants of the development of stock mechanisms for the formation of capital of business entities of Ukraine are determined.

In order to overcome the negative effects of currency volatility, it is proposed to conduct stress testing on various forecasting vectors of the exchange rate dynamics in order to identify potential losses of capital and take preventive measures. The methodical approaches to the organization of stock electronic trading with securities in the system of capital formation of business entities with the use of prudential regulation aimed at reducing the risks of stock exchanges activity are improved. In the framework of the theory of behaviorism, cognitive mechanisms for managing the activities of issuers and investors, as well as increasing their financial literacy, will bring the behavior of stock market participants to rational.

The methodical recommendations for estimating investment attractiveness of

the subjects of management on 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. It is shown that effective interaction will allow to objectively evaluate and reduce the uncertainty of the situation with investment in securities through modern quantitative methods of research, as well as the construction of a system of factors of capital formation in order to assess the rationality of the formation of sources.

Identified indicators of management of cash flows of economic entities in the financial and banking market, represented by the issue of equity and debt securities, attraction of loans and their timely repayment, provided that they maintain sufficient and efficient operational and prospective liquidity levels of the enterprise. The analysis of the activity of business entities of mechanical engineering made it possible to conclude that the best indicators of liquidity and structure of cash flows are large enterprises, created in the form of a public joint stock company, which have access to resources of the stock and credit markets. The prospects of development of activity of large joint-stock corporations by way of their access to foreign trading platforms are substantiated.

The strategic approach to assessing the investment attractiveness of business entities in the stock market is proposed based on the mechanisms of business planning of capital formation based on strategic alternative development priorities: growth, or reduction of capital, optimization of its structure and value, payment of income to owners of capital. It is shown that the availability of a clear financial strategy for capital formation and its linking with tactical measures will reduce the negative impact of adverse changes in the internal and external environment.

The application of diagnostic tools to the study of the capitalization of the Ukrainian stock market has made it possible to establish that it serves as an institutional environment for the functioning of economic entities and the formation of their capital through the accumulation of investment resources in the process 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. It is envisaged that the strengthening of the institutional environment of the stock market will prevent liquidity breaks, reduce the amount of non-working financial resources, facilitate cumulative growth of capital market capitalization and individual economic entities:

Improved banking and stock infrastructure maintenance of capital formation of business entities in the stock market on the basis of risk-oriented prudential supervision, calculation and control of prudential standards (adequacy of own funds, coverage of operational risk, absolute and total liquidity), strengthening the reporting requirements of banking institutions and stock exchanges to national regulators on a daily, monthly and annual basis. Measures have been developed to promote the implementation of the principle of continuity of financial control, which will increase its efficiency, reduce the risks of financial intermediaries, improve the transparency of their activities.

The principles of taxation of securities transactions in the context of stimulating the development of the stock market of Ukraine on the basis of refusal to establish excise taxes on securities and derivatives transactions are improved. It is proved that activation of the impact of the rating infrastructure of the Ukrainian stock market on the formation of the capital of business entities is related to the activity of rating agencies that will promote the formation of equal relations with clients; the introduction of widespread in the world ranking methodology; rating determination based on a comprehensive assessment of the investment attractiveness of issuers and securities with the publication of the report on the results of the evaluation; conducting constant monitoring of assigned ratings with the possibility of their recall, improvement or deterioration. It is envisaged that these measures will intensify the competitive environment in the stock market and liquidate an administrative monopoly of authorized and recognized rating agencies.

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: bringing their organizational-legal status in accordance with the widespread practice in the world; delegation of functions for controlling the observance of corporate governance principles, monitoring the transparency of the activities of issuers and investors; granting of rights to establish their own, more stringent requirements for listing of securities in comparison with those established by the legislation; taking into account the ratings of independent agencies when assessing the investment attractiveness of securities and bidders.

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

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА

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*¹. 2018. № 15. С. 222–226 (0,64 друк. арк.). *Особистий внесок: визначено шляхи підвищення дієвості стандартів корпоративного управління в системі транспарентності фінансово-кредитного ринку* (0,32 друк. арк.).

5. Ярошевська О. В. Технічний аналіз впливу кругообігу фінансового капіталу на валютну стабільність в Україні. *Бізнес Інформ*². 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*³. 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*⁴. 2018. № 3. С. 17–21 (0,56 друк. арк.).

8. Ярошевська О. В., Косова Т. Д. Фінансово-банківський механізм управління грошовими потоками суб'єктів господарювання. *Науковий вісник УжНУ. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство*⁵. 2017. Вип. 12. Ч. 2. С. 194–197 (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. 289–296 (0,53 друк. арк.).

10. Ярошевська О. В. Рейтингові оцінки емітентів та цінних паперів у системі розвитку фондового ринку. *Науковий вісник Міжнародного*

¹ Включено до міжнародної наукометричної бази *Index Copernicus International*.

² 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 і OpenAIREp, WorldCat, Serials Union Catalogue (SUNCAT), COPAC Union Catalogue, Open Access Library, J-Gate, Google Scholar, Research Bible*.

³ Включено до міжнародних наукометричних баз: *Scientific Indexing Services, Google Scholar*.

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

⁵ Включено до міжнародної наукометричної бази *Index Copernicus International*.

гуманітарного університету. Серія «Економіка і менеджмент»⁶. 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*⁷. 2017. Вип. 25. Ч. 2. С. 161–164 (0,42 друк. арк.).

12. Ярошевська О. Комплексне оцінювання розвитку фондового ринку України. *Схід*⁸. 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*⁹. 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*¹⁰. 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*¹¹. 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*¹². 2017. № 1. С. 19–22 (0,42 друк. арк.). *Особистий внесок: визначено специфічні функції та роль*

⁶ Включено до міжнародної наукометричної бази *Index Copernicus International*.

⁷ Включено до міжнародної наукометричної бази *Index Copernicus International*.

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

⁹ Включено до міжнародних наукометричних баз *ScholarGoogle, CiteFactor, Research Bible, Index Copernicus*.

¹⁰ Включено до міжнародної наукометричної бази *Index Copernicus International*.

¹¹ Включено до міжнародних наукометричних баз: *Scientific Indexing Services, Google Scholar*.

¹² Включено до міжнародної наукометричної бази *Index Copernicus International*.

фондових індексів на фінансовому ринку України (0,21 друк. арк.).

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*¹³. 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*¹⁴. 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*¹⁵. 2015. № 1. С. 45–53 (0,61 друк. арк.).

23. Ярошевська О. В. Капіталізація фондового ринку України: проблеми

¹³ Включено до міжнародної наукометричної бази *Index Copernicus International*.

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

¹⁵ Включено до міжнародної наукометричної бази *Index Copernicus International*.

оцінки і зростання. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія: Економіка і менеджмент*¹⁶. 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*¹⁷. 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* 2015. Вип. 2 (1). С. 84–90 (0,41 друк. арк.).

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, орієнтовані 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.).

¹⁶ Включено до міжнародної наукометричної бази *Index Copernicus International*.

¹⁷ Включено до міжнародної наукометричної бази *Index Copernicus International*.

¹⁸ Включено до міжнародних наукометричних баз: *Index Copernicus International, WorldCat*.

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, 2014. 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.)*.

ЗМІСТ

ВСТУП.....	24
РОЗДІЛ 1. ФІНАНСОВІ МЕХАНІЗМИ ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ: ТЕОРЕТИКО- МЕТОДОЛОГІЧНИЙ БАЗИС.....	38
1.1. Еволюція економічних теорій фінансового ринку та кругообігу капіталу.....	38
1.2. Формалізація змісту фондкових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання.....	60
1.3. Діалектика взаємозв'язку організаційно-правової форми суб'єктів господарювання та вибору інструментів формування їх капіталу	73
1.4. Концептуальні засади удосконалення фондкових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання.....	86
Висновки до розділу 1.....	100
Список використаних джерел до розділу 1.....	101
РОЗДІЛ 2. ФОНДОВІ ІНСТРУМЕНТИ ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ	114
2.1. Пайові цінні папери формування акціонерного капіталу.....	114
2.2. Боргові інструменти залучення капіталу суб'єктами господарювання.....	125
2.3. Приватизаційні інструменти формування капіталу суб'єктів господарювання через фондову біржову торгівлю	155
2.4. Комплексне оцінювання параметрів розвитку фондкових інструментів формування капіталу суб'єктів господарювання.....	166
Висновки до розділу 2.....	188
Список використаних джерел до розділу 2.....	189
РОЗДІЛ 3. ФУНКЦІОНУВАННЯ ІННОВАЦІЙНИХ МЕХАНІЗМІВ ФОНДОВОГО РИНКУ В СИСТЕМІ КРУГООБІГУ КАПІТАЛУ.....	198

3.1. Похідні цінні папери в системі управління ризиками формування капіталу суб'єктів господарювання.....	198
3.2. Механізми залучення капіталу суб'єктами господарювання на фондовому ринку в умовах валютної нестабільності.....	208
3.3. Фондова електронна торгівля цінними паперами як інструмент формування капіталу суб'єктів господарювання.....	228
3.4. Когнітивні механізми інвестування на фондовому ринку.....	244
Висновки до розділу 3.....	262
Список використаних джерел до розділу 3.....	263
РОЗДІЛ 4. МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ	274
4.1. Аналітичне забезпечення оцінки інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання на фондовому ринку.....	274
4.2. Інвестиційна привабливість фінансових інструментів формування капіталу суб'єктів господарювання на фондовому ринку України.....	292
4.3. Індикатори управління грошовими потоками суб'єктів господарювання на фінансово-банківському ринку.....	305
4.4. Стратегічні підходи до підвищення інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання на фондовому ринку.....	323
Висновки до розділу 4.....	351
Список використаних джерел до розділу 4.....	353
РОЗДІЛ 5. НАУКОВО-МЕТОДИЧНІ РЕКОМЕНДАЦІЇ ЩОДО УДОСКОНАЛЕННЯ ІНФРАСТРУКТУРНО-ІНСТИТУЦІЙНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФОНДОВИХ МЕХАНІЗМІВ ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ	364
5.1. Капіталізація фондового ринку України як середовище розвитку суб'єктів господарювання.....	364
5.2. Банківсько-біржове інфраструктурне забезпечення формування капіталу суб'єктів господарювання на фондовому ринку.....	391

5.3. Активізація стимулюючого впливу податково-рейтингових механізмів операцій суб'єктів господарювання із цінними паперами на фондовому ринку.....	424
5.4. Механізми державного регулювання фондової біржової торгівлі цінними паперами суб'єктів господарювання.....	454
Висновки до розділу 5.....	474
Список використаних джерел до розділу 5.....	479
ВИСНОВКИ.....	497
ДОДАТКИ.....	503

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

АТ – акціонерне товариство

ВВП – валовий внутрішній продукт

ВТС – біткоїн

ДТЕК – Донбаська паливно-енергетична компанія

ДХК – Державна холдингова компанія

ЕК – енергетична компанія

ЕСКРІН – електронна система комплексного розкриття інформації

ЄБРР – Європейський банк реконструкції та розвитку

ЄДРПОУ – Єдиний державний реєстр підприємств та організацій України

ЗНВКІФ – закритий недіверсифікований венчурний корпоративний інвестиційний фонд

ЗНВПФ – закритий недіверсифікований венчурний пайовий інвестиційний фонд

ЗНКІФ – закритий недіверсифікований корпоративний інвестиційний фонд

ЗНПФ – закритий недіверсифікований пайовий інвестиційний фонд

ІСІ – інститути спільного інвестування

КВЕД – класифікація видів економічної діяльності

КМФБ – Київська міжнародна фондова біржа

КО – корпоративні облігації

КОПФГ – класифікація організаційно-правових форм господарювання

КУА – компанія з управління активами

МБРР – Міжнародний банк реконструкції та розвитку

МВФ – Міжнародний валютний фонд

НКЦПФР – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку

ОМП – облігації місцевих позик

ПАТ – публічне акціонерне товариство

ПВІФ – пайовий венчурний інвестиційний фонд

ПКУ – Податковий кодекс України

ПрАТ – приватне акціонерне товариство

ПФТС – позабіржова фондова торговельна система

РА – рейтингові агентства

СЄФБ – Східноєвропейська фондова біржа

ТОВ (ТзОВ) – товариство з обмеженою відповідальністю

УБ – Українська біржа

УМВБ – Українська Міжбанківська валютна біржа

УМФБ – Українська Міжнародна Фондова Біржа

УФБ – Українська фондова біржа

ФБ – фондова біржа

ФДМУ – Фонд державного майна України

ФР – фондовий ринок

ЦП – цінні папери

ВСТУП

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. Деева, С. Іванов, Є. Іонін, І. Кобушко, О. Ковалюк, О. Колодізев, 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. Стеблянюк, 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, 2016–2021 рр.), у межах якої дисертантом розроблено пропозиції щодо зміцнення інвестиційної привабливості промислових підприємств на фондовому ринку; «Науково-методичне забезпечення фінансово-економічних процесів» (№ держреєстрації 0116U004350, 2016–2021 рр.), де внесок здобувача полягає в обґрунтуванні фондкових 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 фондкових 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 фондкових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання України.

Для досягнення зазначеної мети поставлено такі завдання:

визначити закономірності еволюції економічних теорій фінансового ринку та формалізувати зміст фондкових 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 фондкових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання. Основні положення, які відображають наукову новизну дослідження, такі:

вперше:

обґрунтовано системні засади фондкових 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 фондкових 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, запропонований 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, пропонується 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 прозорості 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, пропонується 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 (ІСІ), 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 «Кремінь 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 фондкових 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 vymozenosti vedy – 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 vymozenosti 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.*).

РОЗДІЛ 1 ФІНАНСОВІ МЕХАНІЗМИ ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ: ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНИЙ БАЗИС

1.1 Еволюція економічних теорій фінансового ринку та кругообігу капіталу

Нові явища, що спостерігаються на світових фінансових ринках, змушують науковців вдаватися до ревізії основних понять і гіпотез економічної науки. Розвиток ринків цінних паперів – це безперервний еволюційний процес, орієнтований на акумуляцію інвестиційних ресурсів для економічного зростання і сталості фінансових систем [1, с. 7].

Біля витоків теорій формування капіталу стоїть меркантилізм, який ототожнював поняття капіталу, багатства, золота, грошей. Акцент робили на активному торговельному балансі, який виникає при перевищенні експорту над імпортом. При цьому пріоритетними визнавали експорт готової продукції та імпорт дешевої сировини на потребу вирішення державних завдань. На думку фізіократів, багатство нації втілюється в споживчих благах суспільства. Так, у праці «Міркування про створення й розподіл багатств» Анн Робер Жак Тюрго (фр. *Anne Robert Jacques Turgot*, 1727–1781) асоціює капітал із рухомим майном («накопичені і не споживані річні продукти») і земельними фондами, які генерують чистий прибуток, пропорційний їх вартості [2]. Сільському господарству віддавали більший пріоритет порівняно з промисловістю й торгівлею, оскільки землю визнавали основним джерелом багатства.

Класична політекономія асоціювала вартість капіталу з трьома факторами виробництва (земля, праця та капітал). Класики політичної економії вважали капітал вічною й природною умовою будь-якої форми суспільного виробництва. У своїй книзі «Про природу і причини багатства народів» [3, с. 547] Адам Сміт (англ. *Adam Smith*, 1723–1790) зазначав, що кількість кожного

товару, що поставляється на ринок, природно узгоджується з існуючим попитом на нього. Мотивами інвестування нагромадженого капіталу приватними особами він визнавав природне прагнення його використання для створення робочих місць, матеріального забезпечення виробництва основними й оборотними засобами з метою отримання прибутку. А. Сміт не використовував поняття «фінансовий капітал», але аргументував, що два суб'єкти шляхом видачі один одному векселів і їхньому подальшому переобліку в банках можуть постійно використовувати позичкові кошти без їх зворотної виплати кредиторам. Він розглядав капітал як накопичену працю, призначену для подальшого виробництва, що дає додатковий дохід; як запас, поділяючи його на основний, оборотний, людський.

Виникнення ринків акціонерного і боргового капіталу мають різні історичні передумови. Так, емісія боргових цінних паперів сягає часів середньовіччя. Державний кредит у форми облігаційної позики оформився протягом XVII–XVIII ст. у Німеччині, Франції, Голландії та інших країнах шляхом емісії іменних, а згодом і звичайних відсоткових (купонних) облігацій, які дозволяли на стандартизованих умовах залучати через фінансовий ринок кошти великої кількості різних і територіально розосереджених власників капіталу [4, с. 23]. Емітуючи боргові цінні папери у національній валюті, міжнародні організації підтримують і прискорюють інтеграцію ізольованих локальних ринків у світовий фінансовий простір.

Давид Рікардо (англ. *David Ricardo*, 1772–1823) також зводив сутність капіталу до сукупності засобів виробництва і започаткував методи аналізу та прогнозування його вартості [5, с. 327]. Відповідно до теорії паритету купівельної спроможності, ціна товару в одній країні повинна відповідати ціні на такий самий товар в іншій країні, перерахованій за поточним курсом [6, с. 117]. Завдяки успішній роботі на Лондонській фондовій біржі Д. Рікардо став власником солідного капіталу. В кінці XVIII – початку XIX ст. на ній перебували в обігу переважно державні облігації Великобританії, а також іноземні облігації. Країна вела численні війни, тому уряд систематично

здійснював позики на внутрішньому ринку, що сприяло виникненню таких інститутів, як рантьє, фінансові посередники, акціонерні товариства, біржової торгівлі. Схема операцій збагачення полягала в такому: групи гравців на біржі купували в уряду облигації оптом за найвигіднішим курсом, а потім розпродавали їх у роздріб. У Д. Рікардо була репутація бездоганно чесного комерсанта, який завжди поважав біржову етику й ніколи не вступав в угоду, якщо вона могла завдати шкоди економіці країни.

Марк Блауг (англ. *Mark Blaug*, 1927–2011), аналізуючи трудову теорію вартості Д. Рікардо, називає його батьком австрійської теорії капіталу [7, с. 276], оскільки він обґрунтував однофакторну трудову модель вартості з акцентом на період виробництва та швидкість обороту капіталу.

У числі трактувань капіталу варто згадати теорію жертвовності, засновником якої став англійський економіст Насау Вільям Сеніор (англ. *Senior, Nassau William*, 1790–1864). Жертви приносять обидві сторони, що взаємодіють: робітник – своє здоров'я й час, що винагороджується заробітною платою; капіталіст – відмову від особистого споживання на користь перетворення грошей у капітал, за що він отримує винагороду у вигляді прибутку й відсотка.

Французький економіст Фредерик Клод Бастіа (фр. *Frederic Bastiat*, 1801–1850) вважав, що капітал складається з робочих інструментів, матеріалів і припасів, без яких неможливо розпочати виробництво [8, с. 756]. Австрійська теорія капіталу, засновником якої є Ейген фон Бем-Баверк (нім. *Eugen Böhm Ritter von Bawerk*, 1851–1914), базується на проведенні розходження між первинними й виробленими факторами виробництва [9]. Первинними факторами визначено землю і працю, а вторинними – капітал і сукупність вироблених людиною засобів виробництва як благ, що виникли внаслідок попереднього виробництва. Використання капіталу є платним, відсоток є платою за володіння факторами виробництва й визначається їх більшою поточною вартістю порівняно з майбутньою.

В історію економічної думки швед Юхан Густав Кнут Віксель (швед.

Johan Gustaf Knut Wicksell, 1851–1926) увійшов як автор теорії граничної продуктивності капіталу, який являє собою незавершене виробництво. Пріоритет віддається капіталу з коротким терміном служби – оборотному капіталу, стосовно якого формуються очікування економічних агентів, і приймається рішення про капіталовкладення. Гранична продуктивність капіталу визначається рентабельністю капіталу, індикаторами якої є «реальна віддача від капіталу», «поточна природна ставка відсотка», «нормальна ставка відсотка».

Представник американського маржиналізму Джон Бейтс Кларк (англ. *John Bates Clark*, 1847–1938) вважав, що капітал складається із засобів виробництва, які завжди конкретні й матеріальні та мають фізичну природу. Поняття капіталу й капітальних благ нетотожні. Їх розходження полягає в тому, що капітал «перманентний», а капітальні блага знищуються для його збереження. У рамках неокласичного підходу він обґрунтував теорію граничної продуктивності факторів виробництва й відсотка, джерелом якого виступає «здатність капіталу створювати продукт».

Як зазначено у «Капіталі» Карла Маркса (нім. *Karl Heinrich Marx*, 1818–1883), відносини між власниками капіталу та його споживачами виражено у ставці відсотка як грошової міри [10, с. 513]. Вчений не наводить завершеного визначення політико-економічної сутності категорії фіктивного капіталу, проте ним були розроблені концептуальні засади його теоретичного розуміння, що включає такі положення: щодо фіктивно-капітальної сутності акцій (цінних паперів) – капіталізація, титули власності, певна відірваність від обороту реального капіталу; щодо ролі кредиту у формуванні та функціонуванні фіктивного капіталу – борговий характер зобов'язань банку, які теоретично існують у готівці, але мають сумнівний характер виконання; щодо спекулятивного характеру фіктивного капіталу – залежність не тільки від дійсного, але й очікуваного доходу, який складно обчислити; залежність від фази ділового циклу, яка впливає на вартість котирувань і процентних ставок. Карл Маркс розглядав капітал як категорію соціального характеру, як

«самозростаючу» вартість у відносинах між різними верствами суспільства. Джерелом виникнення прибавочної вартості він вважав працю найманих робітників. Реальним капіталом він визнавав засоби виробництва як власність капіталіста й одночасно засіб експлуатації трудящих [11, с. 371].

Розвиток капіталістичних відносин привів до диференціації видів капіталу на промисловий, торговельний, позиковий. Торговельний капітал відокремився від промислового капіталу та функціонує у сфері товарного обігу в грошовій формі. Позиковий капітал виникає за рахунок акумуляції тимчасово вільних коштів і призначений для створення доходу власника у вигляді відсотка. Основними суб'єктами формування позикового капіталу є фінансово-кредитні установи: банки, інститути спільного інвестування, страхові компанії тощо.

М. І. Туган-Барановський (1865–1919) розвинув теорію К. Маркса про відтворення капіталу. Він не випадково предметом дослідження вибрав Англію, бо вона, на його думку, була країною класичного капіталізму [12, с. 296]. Промислові кризи вчений пов'язував зі швидкістю накопичення капіталу. Ідеї зазначеного вченого знайшли продовження в працях його учня Миколи Дмитровича Кондратьєва (1892–1938) – автора всесвітньо визнаної теорії коротких та довгих хвиль економічного розвитку [13, с. 178]. Він зазначав, що фондова криза і біржова депресія дуже часто є передвісниками загальної економічної кризи. Підвищувальну хвилю великого циклу зумовлює оновлення й розширення основних засобів, яке потребує значних витрат капіталу. Її передумовами є зростання капіталізації економіки, перевищення темпів накопичення капіталу над його поточним споживанням, об'єктивна оцінка його вартості, концентрація в суб'єктах фондового ринку. Важливим чинником, який впливає на великі цикли кон'юнктури, є інноваційна складова за рахунок періодичного оновлення основних фондів у результаті технологічних переворотів, освоєння значних технічних винаходів і відкриттів. Він зауважує, що напрями й інтенсивність науково-технічних відкриттів і винаходів є функцією запитів практичної дійсності та

попереднього розвитку науки й техніки, особливо перед початком підвищувальної хвилі великого циклу.

Вагомий вплив на розвиток класичної теорії капіталу мали погляди американця Ірвінга Фішера (англ. *Irving Fisher*, 1867–1947) за рахунок безпосереднього дослідження впливу інфляційних процесів на ринкову норму відсотка на макрорівні. Важлива роль відводиться періодичній зміні центральним банком процентної (дисконтної) ставки, за якою він здійснює рефінансування банків і визначає рівень плати банків за користування наданими кредитами для покриття тимчасової нестачі фінансових ресурсів. Облікова ставка є найнижчою серед ставок рефінансування і є орієнтиром ціни на гроші в економіці країни, індикатором політичних змін, відслідковуючи рух ринкових відсоткових ставок.

Згідно з класичною теорією вартості, кількість капіталу й норма прибутку визначаються балансом намірів домогосподарств до заощадження та інвестицій. Головною метою учасників фінансового ринку є: для реципієнтів – формування капіталу, для інвесторів – підвищення добробуту, яке називається доходом, а якщо воно виражається у відсотках до вартості інвестицій – ставкою доходу [14, с. 67]. Крім значення дохідності, фінансові аналітики мають справу також з невизначеністю одержання доходу, а саме з нею пов'язаний аналіз ризику.

Класична економічна теорія визнає інвестиції й заощадження основними чинниками, які впливають на норму відсотка, тобто за допомогою вартості. Неокласична теорія кругообігу капіталу, розроблена економістами стокгольмської й кембриджської шкіл, розширює поняття попиту та пропозиції на основі врахування приросту грошової маси. Вона передбачає, що формування ціни капіталу базується на пошуку оптимальної величини, яка наближається до рівноважної.

Відомий англійський економіст Альфред Маршалл (англ. *Alfred Marshall*, 1842–1924) вважав, що вартість капіталу є результатом ринкового ціноутворення на фінансових ринках [15, с. 631]. На його думку, гранична

корисність впливає на динаміку попиту на капітал, а витрати виробництва – на його пропозицію.

Він пов'язував зміну попиту з категорією, а пропозиції – з вирішальним впливом витрат виробництва. Визначення та сутність процента визнається результатом не еквівалентного обміну, а встановлення ринкової рівноваги. У теорії, розробленій Джоном Мейнардом Кейнсом (англ. *John Maynard Keynes*, 1883–1946), зазначено, що рівень норми відсотка є винагородою за фактичну втрату ліквідності інвестованих грошей [16, с. 57]. Найбільше значення мають такі аспекти його теорії, як формування макроекономічної рівноваги, дослідження асимптоматичних функцій попиту на фінансовий капітал, ефекти інвестиційних пасток.

Фінансові теорії часто базуються на явних або неявних припущеннях, які стосуються імовірнісної структури випадкових процесів, що лежать в основі динаміки цінових даних (прибутковість акцій, курси валют, процентні ставки тощо). Огляд класичних теорій фінансового ринку, які мають зв'язок з ціноутворенням, слід почати з гіпотези ефективного ринку (англ. *effective market hypotheses*), яка бере свій початок з праць французького математика Луї Жана-Батиста Альфонса Башельє (фр. *Louis Jean-Baptiste Alphonse Bachelier*, 1870–1946). Йому вдалося змодельовати броунівський рух для обґрунтування теорії фінансових спекуляцій (*The Theory of Speculation*), зокрема в частині розрахунку цін опціонів. Зазначений учений провів свої спостереження за цінами на Паризькій біржі на початку ХХ ст. і виявив певні тенденції, за якими запропонував розглядати процес зміни цін акцій як випадковий і вивів певну математичну залежність, яку в подальшому формалізував Метью Осборн (англ. *Matthew Fontaine Maury Osborne*, 1916–2003) [17, с. 102]. Він доводив, що не самі ціни, а їх логарифми підкоряються броунівському руху, а цінові зміни незалежні, тому варто очікувати їх нормального розподілу зі стійким середнім значенням і кінцевою дисперсією. Цей висновок виявився важливим із точки зору прогнозування фондових ринків на основі методів статистичного аналізу й використання моделей і методів, заснованих на ньому. Також на гіпотезі

дисперсійного підходу в рамках портфельної теорії ґрунтується модель ціноутворення капітальних активів *CAPM* (англ. *Capital Asset Pricing Model*). Її використовують для того, щоби визначити необхідний рівень прибутковості активу, який передбачається додати до вже існуючого добре диверсифікованого портфеля з урахуванням ринкового ризику цього активу.

У статті Л. Бадеа (*L. Badea*) на прикладі Франції, а саме її основних бірж і фондових індексів, показано виникнення і розвиток моделі *CAPM*, можливість її застосування, роль β у цій моделі, а також можливості її розвитку і недоліки. *CAPM* розрізняється за типами ризиків, яким суб'єкт піддається на ринку: ризики, специфічні для фірми (несистематичний ризик), і ризики, що впливають із загальної еволюції ринку (систематичний ризик). Будь-який інвестор зазнає певного ступеня ризику при інвестуванні в ринок, і результат його інвестиційної діяльності може виявитися вище або нижче від рівня очікувань [18, с. 176].

Дослідженням С. Дайцман (*S. Dajcman*) емпірично перевірено дієвість моделі *CAPM* для словенського фондового ринку, які показали її слабку дієвість, оскільки не дотримано такі умови: по-перше, акції з нульовою бетою не приносять такого ж доходу, як безризикові активи; по-друге, позитивну взаємозалежність ризику й прибутковості не підтверджено [19, с. 308]. Ринковий ризик робить доходи інвестора за інвестиційним портфелем невизначеним, і модель *CAPM* не враховує характеристик споживання, тоді як добробут є проміжною ланкою між фінансовими активами і споживанням.

Нобелівський лауреат Джеймс Тобін (англ. *James Tobin*, 1918–2002) запропонував для оцінки фінансового капіталу використовувати певний показник, названий коефіцієнтом Тобіна – це відношення ринкової вартості акцій до балансової вартості акцій компанії. Дж. Тобін запропонував ввести міжнародний податок на валютні операції з інструментами, номінованими в іноземній валюті, метою якого було зниження волатильності валютних курсів на міжнародному рівні. В сучасних умовах розуміння податку Дж. Тобіна відрізняється від базової ідеї, оскільки ним називають податки не лише на

валютні операції, а на будь-які операції з фінансовими інструментами [20, с. 41], тобто на фінансові транзакції [21, с. 48]. Його платниками є фінансово-кредитні організації, інвестиційні, брокерські і страхові компанії, пенсійні і хедж-фонди. Книгу Й. Швагера присвячено аналізу діяльності трейдерів хедж-фондів, узагальненню філософії успішної торгівлі цінними паперами на фінансовому ринку на основі диверсифікації вкладень [22, с. 107].

Гаррі Макс Марковіц (англ. *Harry Max Markowitz*, 1927), Мертон Говард Міллер (англ. *Merton H. Miller*, 1923–2000), які здобули Нобелівську премію за свій науковий доробок, вважали ознакою розвиненості економіки стан її фінансового ринку, який є визначальним для інших галузей національного господарства. Пріоритетом неринкових економік є примат інвестицій у реальні активи, тоді як більшість грошового капіталу в інших умовах спрямовується у фінансовий сектор, що сприяє зростанню реальних інвестицій.

Оцінка руху цінних паперів часто демонструвала позитивні і негативні ексцеси, непостійність дисперсії, елімінування яких було запропоновано через заміну нормального розподілу на Вільфредо Парето на честь його автора (італ. *Wilfried Fritz Pareto*, 1848–1923). Критеріями оптимізації є такі: будь-яка зміна, яка не заподіює збитків одній стороні й при цьому приносить користь іншій, є поліпшенням; рішення, порівняно з яким будь-яке інше погіршує становище хоча б однієї з конфліктних сторін, є позитивним; різноманітність умов, у рамках яких формуються критерії оптимальності обох сторін [23, с. 62].

Нові виявлені закономірності привели до розвитку моделей динамічної волатильності. Було встановлено, що під час криз історичні кореляції між класами активів та її характеристики, як правило, кардинально змінюються. Нормальний характер активів зникає, натомість виникає висока кореляція окремих класів активів, а альтернативні інвестиції, які були обрані на основі їх здатності генерувати альфа без бета, раптово приносять високу бета з низькою альфа [24, с. 43].

Тим Петер Боллерслев (англ. *Tim Peter Bollerslev*, 1958) є відомим представником вимірювання і прогнозування волатильності фінансового ринку

на основі інтегрованої моделі GARCH (*Integrated Generalized Autoregressive Conditional heteroscedasticity*), призначеної для узагальнення аналізу часових рядів та авторегресії умовної гетероскедастичності. Під останньою у статистиці розуміють послідовність випадкових величин, якщо вони мають різну дисперсію. Термін означає «різна дисперсія» і походить від грецького слова «hetero» («інший») і «skedasis» («дисперсії»). Якщо послідовність випадкових величин має постійну дисперсію, то це явище має назву «гомоскедастичність» (від грецького *homos* – рівний, однаковий, взаємний, загальний).

Критиками гіпотези ефективного фондового ринку є біхевіористи (англ. *behaviorism, behaviourism*, від англ. *behavior* – «поведінка»), які стверджують, що вона не враховує специфіки людської поведінки, її раціональності. Проте, опоненти вважають, що ринки можуть бути ефективними навіть тоді, коли деякі групи інвесторів є ірраціональними і взаємопов'язаними. Їх аргументи зводяться до такого: фондові ринки мають аномалії, коли вони стають загальновідомими, інвестори починають їх послаблювати й усувати. Виникає парадокс: постійний пошук неефективних тенденцій робить ринок ефективнішим. Їх причинами є: відхилення ринкової ціни акцій від їх внутрішньої вартості (її переоцінка стимулює емісійний процес, тоді як недооцінка – ні), пріоритет форми над змістом, викривлення інформації про інвестиційну привабливість, спотворення результатів оцінки потрібної інвесторам прибутковості, що виходять з передумови ефективності ринку.

У теорії походження цін та ціноутворення на фондовому ринку слід виділити дві альтернативні концепції: перша – модель оцінки капітальних активів (англ. *Capital Asset Pricing Model, CAPM*), запропонована Уільямом Шарпом (англ. *William Forsyth Sharpe*, 1934); друга – теорія арбітражного ціноутворення (англ. *The Arbitrage Pricing Theory, APT*), розроблена Стівеном Аланом Росс (англ. *Stephen Alan Ross*, 1944–2017). Перший підхід робить акцент на зв'язок між дохідністю і ризиком за цінними паперами, другий – відстоює необхідність функціонування інформаційно ефективних ринків, які дозволяють

точно й об'єктивно визначити дохідність і рівень ризику цінного папера. У рамках другого підходу очікувана дохідність цінного папера розраховують як функцію безризикової процентної ставки, на неї впливають: динаміка ВВП та промислового розвитку, інфляційні очікування, дисперсія доходності за цінними паперами на фондовому ринку. Залежно від джерела виникнення ризику поділяються на систематичні і несистематичні, що дозволяє обрати стратегії їх диверсифікації, зокрема в галузевому розрізі.

У теорії випадкового блукання цін на акції також існують опоненти [25, с. 87]. Оскар Моргенштерн (нім. *Oskar Morgenstern*, 1902–1977) та Сер Клайв Уільям Джон Грейнджер (англ. *Sir Clive William John Granger*, 1934–2009) виявили незначну негативну автокореляцію прибутковості окремих акцій усупереч динаміці ринкових фондових індексів [26, с. 17]. Вони погоджуються, що короткострокові коливання цін підкоряються випадковому блуканню, проте довгострокові – ні.

Джон Ричард Хікс (англ. *Sir John Richard Hicks*, 1904–1989) ввів термін «неокласична теорія», який став загальноприйнятим. Вирішення проблем кругообігу капіталу розглядається ним у рамках теорії факторів виробництва (заробітна плата, відсоток, рента). Він відзначає важливість трактування природи капіталу для знаходження відповіді на питання, що визначає норму відсотка, без якого, на його думку, неможливо претендувати на всеохоплюючий аналіз економічної системи [27, с. 98]. Оцінюючі поширені на той час підходи до трактування капіталу як грошового, або реального, дослідник пов'язував його з грошовою вартістю з акцентом на процес виробництва й досліджував вплив на нього зміни цін і процентні ставки. Учений акцентував увагу на зміни ринкових процентних ставок, які можуть позначитися на господарських операціях торгово-промислових фірм, у першу чергу на розмірах їх товарно-матеріальних запасів, оскільки вони можуть впливати на вибір інвестиційних проектів, а отже, на вкладення в основний капітал.

Пол Ентоні Самуельсон (англ. *Paul Anthony Samuelson*, 1915–2009) є творцем синтетичної неокласичної економічної системи, який досліджував її

стійкість із позицій теорій лінійності і нелінійності. Він ввів термін «неокласичний синтез» для позначення концепції про те, що ціни є гнучкими і дуже швидко реагують на виникнення нерівноваги в економіці. Макроекономічні зв'язки побудовані на сукупності індивідуальних мікроекономічних рішень. Зрощення математики з мікро- і макроекономікою стало відмінною рисою нового напрямку в економічній думці – «кейнсіансько-неокласичний синтез». У міру накопичення знань про поведінку цін на фінансові активи на конкурентному ринку модель випадкового блукання поступово стали розглядати як сукупність відповідних ефективності ринку даних: на конкурентних ринках для кожного продавця є покупець, і якби можна було би бути упевненим у зростанні цін, то вони би вже вирости [28, с. 763].

Юджин Фама (англ. *Eugene F. Fama*, 1939) ввів у науковий оборот тріаду базових положень ефективного фондового ринку: повнота (комунікаційно-інформаційні зв'язки між суб'єктами ринку в процесі здійснення операцій), змагальність покупців і продавців капіталу, рівновага. Якщо порушується хоча би одна із зазначених умов, то відбувається неефективний перерозподіл капіталу і зниження його суспільної корисності.

Відомий американський економіст і професійний інвестор Бенджамін Грехем (англ. *Benjamin Graham*, 1894–1976) є автором теорії вартісного інвестування (англ. *value investing*). Заробляючи мільйони на фондовому ринку, він прагнув передати свої знання учням і випустив цілу плеяду геніальних фінансистів, особливе місце серед яких займає Воррен Едвард Баффет (англ. *Warren Edward Buffett*, 1930) – успішний американський інвестор, підприємець, філантроп [29, с. 401]. У 1949 р. вийшла книга Бенджаміна Грехема «Розумний інвестор», у якій викладено зміст раціонального підходу, що може підняти процес інвестування на професійний рівень за рахунок виявлення недооцінених акцій, передбачення поведінки ринку в майбутньому. Його висновки містять корисні поради для інвесторів в умовах непередбачуваності й хаотичності.

Інформаційний аспект у поведінці ринкових суб'єктів посідає важливе місце також у теорії раціональних сподівань, розробленій у 60–70-х рр. минулого століття Робертом Емерсоном Лукасом (англ. *Robert Emerson Lucas*, 1937). Цей американський економіст здобув Нобелівську премію в 1995 р. за розвиток і зміну гіпотези раціональних очікувань учасників фондового ринку. Головний постулат його теорії полягає в тому, що формування сподівань економічних суб'єктів ґрунтується на використанні наявної доступної інформації за принципами оптимальності й раціональності. На схожих вихідних позиціях ґрунтується теорія асиметричної інформації, започаткована американськими вченими Джорджем Акерлофом (англ. *George Akerlof*, 1940), Майклом Спенсом (англ. *Michael Spence*, 1943), Джозефом Стигліцем (англ. *Joseph Stiglitz*, 1943). Ці вчені виходили з неспроможності «ринків забезпечити автоматичне врівноваження попиту і пропозиції за допомогою швидкої зміни цін з причин відсутності повної чи надійної інформації та різних інституційних обмежень. Автори теорії асиметричної інформації зробили важливий внесок в обґрунтування завдань держави щодо зменшення цієї вади ринків, у тому числі фінансових» [30, с. 109].

Циклічність розвитку національної економіки, фінансових ринків, зокрема, зумовила виникнення «хвильової» теорії, розробленої Ральфом Нельсоном Еліоттом (англ. *Ralph Nelson Elliott*, 1871–1948). Вона відстоює ідею високої результативності прогнозування цін фондового ринку, оскільки повторювані цикли є типовими і проходять послідовні стадії зростання і спаду цін. Прихильники «теорії ходіння навмання», або «теорії випадкового кроку» (*Random Walk Theory*), відстоюють протилежну позицію, відповідно до якої ціни фінансового ринку не мають «пам'яті» і тому аналіз їх ретроспективних тенденцій не має сенсу. Вони також спростовували положення теорії арбітражного ціноутворення з огляду на «випадкове блукання цін» на фінансові інструменти.

Основоположником фрактальної теорії є Б. Мандельброт (фр. *Benoit B. Mandelbrot*, 1924–2010) [31, с. 11]. Досліджуючи економіку, він виявив, що

зовні довільні коливання ціни можуть слідувати прихованому математичному порядку в часі, що не описується стандартними гаусівськими кривими. Мандельброт простежив симетрію як тривалих, так і короткочасних коливань ціни, і показав, що за допомогою фрактальної теорії можна створювати правдоподібні цінові діаграми котирувань акцій або фондових індексів, оцінювати ризики вкладення в різні акції (фрактал – від лат. *fractus* – дроблений, розбитий – множина, що володіє властивістю самоподібності).

Серед багатьох методів фрактального аналізу фінансових ринків найбільший інтерес викликає *R/S*-аналіз (метод Херста – *Harold Edwin Hurst*, 1880–1978), що може бути застосований для вивчення часових рядів в економіці і на ринках капіталу та дозволяє з'ясувати, чи є ці ряди випадковими блуканнями.

Невід'ємною умовою розвитку фінансових ринків є використання гіпотетичних підходів до визначення ринкової капіталізації, норми дивідендів, ринкових коефіцієнтів тощо [32, с. 54]. Вагоме значення мають такі гіпотези: надреакцій (*Overreaction Hypothesis*) – відповідно до якої інвестори здійснюють швидко прийняття рішень про придбання цінних паперів у разі стрімкого зростання їх цін, гіпотеза недореакцій (*Underreaction Hypothesis*) – інвестори обережно підходять до здійснення фінансових інвестицій, ретельно відслідковуючи динаміку цін на фінансові активи. Якщо надреакція не є результатом досягнення нового справедливого рівня ціни, а лише комплексом психологічних, технічних та інших, не пов'язаних з раціональністю факторів, то слід очікувати корекцію ціни на ринкові активи до її справедливого фундаментального рівня. Зазначені гіпотези лежать в основі розвитку фондового ринку, а на їх реалізацію впливає біхевіористична поведінка інвесторів – оптимістична чи песимістична, що визначає оцінку відхилень ціни від фундаментальної вартості активу та підходи до її прогнозування.

Причиною контрреакцій на фондовому ринку можуть бути такі фактори: фіксація прибутків трейдерами, які прийняли не дуже виважене рішення у процесі здійснення фінансових інвестицій; технічні аспекти – аномально значні

зміни ціни можуть свідчити про невизначеність справедливої ціни базового активу; ринкові (раціональні) фактори усвідомлення трендів попереднього періоду. Теорія поведінкових фінансів ґрунтується на тому, що її основні положення пов'язані з відносними очікуваннями індивідуальної особи щодо таких параметрів, як корисність, прогнозування позитивних чи негативних фінансових результатів. Асиметричність інформації має негативний вплив на розвиток поведінкової макроекономічної теорії, яка би дозволила подолати відмінності між реальним функціонування економіки й традиційними моделями конкурентної, загальної рівноваги, викликаними впливом на реальну економіку низки поведінкових факторів.

Неокласична економічна парадигма потребує розвитку в частині більш повного врахування специфіки розвитку та функціонування сучасної економіки, не обмежуючись аналізом лише взаємодії попиту та пропозиції. Теорія поведінкових фінансів може стати підґрунтям для розробки альтернативного підходу до вирішення поставлених завдань.

Дестабілізуючими факторами розвитку фондових ринків є брак інформації, унікальна спекулятивна природа, складність визначення справедливої вартості цінних паперів, значний вплив поведінкових факторів на прийняття інвестиційних рішень.

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

Основними кроками з удосконалення інформаційної інфраструктури фінансового ринку України є: створення реальної загальнодоступної бази інформації щодо емітентів цінних паперів у рамках Агентства з розвитку

інфраструктури фондового ринку, спеціалізованого агентства з відображення інформації щодо поточного стану та тенденцій розвитку неорганізованого фондового ринку в Україні [33].

Теорія фінансового резонансу є альтернативою теорії фінансів, що пояснює процеси дестабілізації фондових ринків під впливом інформаційних сигналів. Чинниками частоти коливань є значна амплітуда вартості цінних паперів, їх ринкова динаміка, кризові явища, паніка на фондових ринках тощо. Використання теорії фінансового резонансу на практиці потребує: визначення індикатора сталого розвитку ринку та меж його нормального коливання, проведення оперативного аналізу інформаційних сигналів, застосування превентивних заходів стабілізації фондового ринку як протидії факторами дестабілізації, якими є передбачуваність інформаційних повідомлень, їх нерегулярність, різна сила впливу на ринок.

Фінансові відносини за своїм економічним змістом є дефініцією складною й неоднорідною, котра визначається фахівцями по-різному. Існують три характерні риси фінансових відносин: це розподільні відносини, які виникають у відтворювальному циклі щодо ВВП; грошовий характер; використання централізованих і децентралізованих фондів грошових коштів для формування капіталу суб'єктів господарювання [34, с. 70].

Формування капіталу має слугувати досягненню основних завдань діяльності підприємства – забезпечення його ефективного кругообігу, зростання прибутку та рентабельності. Враховуючи, що базовою ознакою капіталу в процесу руху є постійна зміна його речової форми, в економічній науці виділився напрям, який досліджує взаємозв'язки між реальним і фіктивним (фінансовим капіталом). Він представлений такими відомими вченими, як: Бродель (фр. *Fernand Braudel*, 1902–1985), І. Валерстайн (англ. *Immanuel Maurice Wallerstein*, 1930), А. Гершенкрон (англ. *Alexander Gerschenkron*, 1904–1978), Вернер Зомбарт (нім. *Werner Sombart*, 1863–1941). Передумовами виникнення фіктивного капіталу є капіталізація природних ресурсів, створення додаткової вартості у сфері обігу, існування титулів

власності (довірчої зокрема). Реальний капітал, як зазначає Ю. Сапачук, «існує у продуктивній і товарній формі». Результатом його функціонування «є власне створення товару, в тому числі його абстрактної вартості. Спочатку анонсована вартість виступає в ході кругообігу промислового капіталу у вигляді ціни виробництва, котра формується на основі витрат виробництва та прибутку» [35, с. 96]. Вартість реального капіталу через оцінку факторів виробництва перетворюється на товарний капітал, ціна якого може відрізнятись залежно від попиту на фінансові інструменти – пайові та боргові цінні папери.

Хайман Філіп Мінські (англ. *Human Philip Minsky*, 1919–1996), американський економіст, є представником монетарного посткейнсіанства, автором гіпотези фінансової нестабільності, або фінансової крихкості, в основі якої лежить упевненість у нераціональній поведінці інвесторів. У 50-х рр. минулого століття відбулася інтеграція теорій фінансових ринків із поділом на теорії економічного мейнстріму (*mainstream economies*) і неортодоксальні теорії (*heterodox economics*). Перша група теорій відповідає консенсусу, що переважає в галузі економічних досліджень і має такі ознаки: акцент на розподілі ресурсів у заданому часовому інтервалі; утилітаризм; базування на маржинальних величинах; припущення про перспективну раціональність суб'єктів; методологічний індивідуалізм; гіпотеза загальної рівноваги як цільового стану ринкової системи в цілому та її складових; використання математичної логіки для опису економічних процесів. Друга група теорій, порівняно з першою, є менше формалізованою. Ключовими є такі концепції: грошової економіки, активів тривалого користування, ендогенності грошей, фінансової крихкості, які обґрунтовують взаємодію реальних і фінансових ринків з позицій макроекономічного аналізу.

На рис. 1.1 наведено узагальнення положень економічних теорій, які стосуються формування капіталу суб'єктів господарювання. Теорія катастроф узгоджує думки двох груп її прихильників: фундаменталістів, які приймають свої рішення про інвестування виключно на основі фундаментального аналізу,

та чартистів, які стежать за графіками поведінки ринку з метою вироблення прогнозів на основі технічного аналізу [36; 37].



Рис. 1.1. Узагальнення положень економічних теорій, які стосуються формування капіталу суб'єктів господарювання

Джерело: власна розробка

Таким чином, різноманіття поглядів учених-економістів на зміст фінансового інвестування на фондових ринках визначається їх припущеннями щодо прогнозованості та раціональності поведінки інвесторів (повна, обмежена, відсутня). Основні підходи до розуміння капіталу економічною теорією подано на рис. 1.2.

В Україні до професійної діяльності на фондовому ринку належать: діяльність брокерів, дилерів, андерайтинг, управління цінними паперами, активами, управління іпотечним покриттям, зберігання активів інститутів спільного інвестування, зберігання активів пенсійних фондів, депозитарна

діяльність і діяльність торговців (фондової біржі).

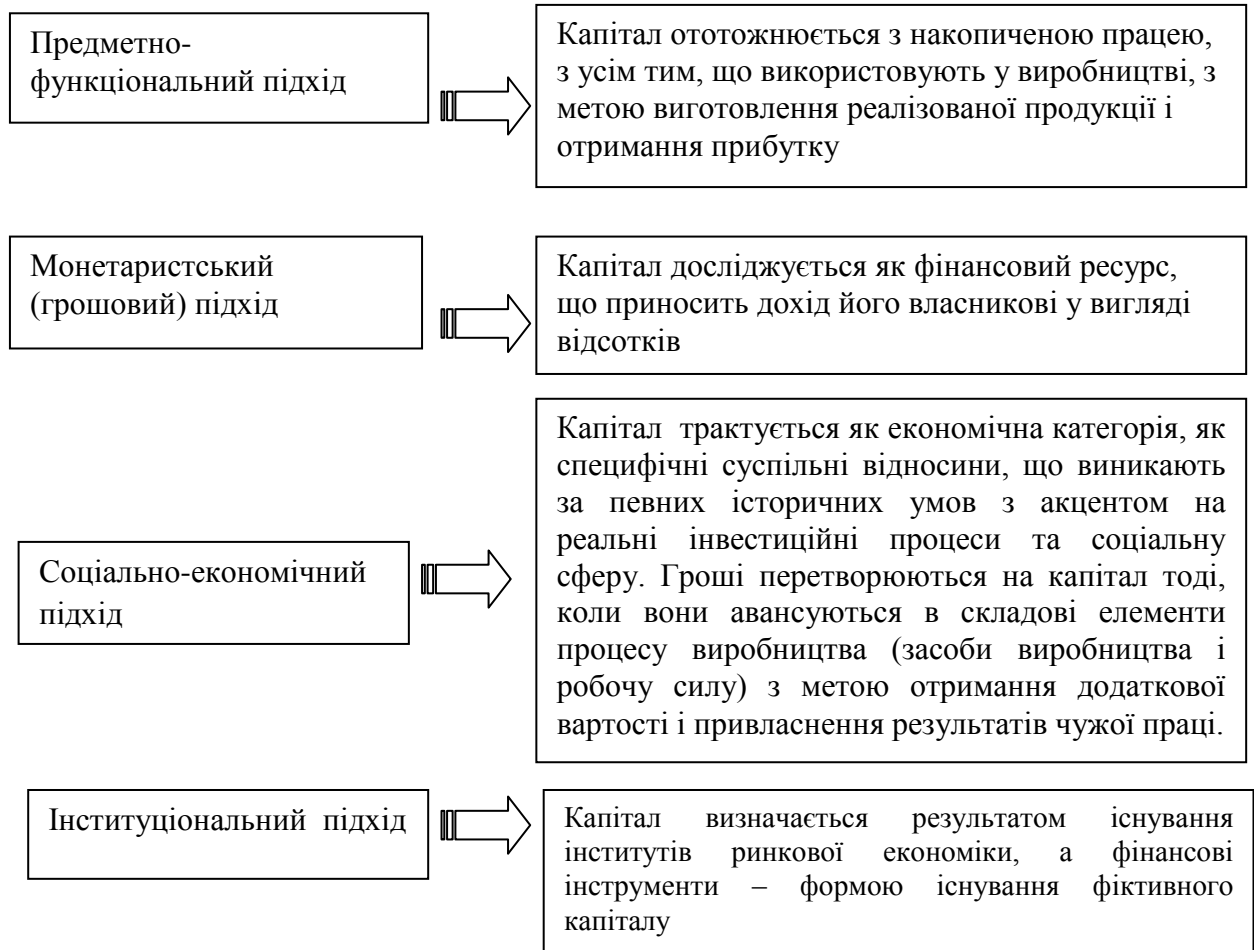


Рис. 1.2. Основні підходи до розуміння капіталу економічною теорією

Джерело: власна розробка

Державні фінанси й фінансовий ринок мають тісне переплетіння економічних відносин. Держава на фондовому ринку виконує багато функцій: регулювання, кредитування, гарантування, оподаткування операцій із метою формування бюджетних доходів. Спільною множиною сфер державних фінансів та фінансового ринку є: формування корпораціями власного і боргового капіталу, їх подальше розміщення у формі різних фінансових активів. Важливими гравцями фондового ринку виступають банки, біржі, інститути спільного інвестування, страхові компанії, корпорації реального сектора національної економіки [38, с. 19].

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 класифікуються 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 і біржові).

На думку одного з відомих практиків-експертів сучасного ринку Джорджа Сороса (англ. *George Soros*, угорськ. *Soros György*, 1930), це в першу чергу торкається похідних фінансових інструментів [39, с. 115]. У книзі «Алхімія фінансів» Дж. Сорос надає теоретичний та практичний опис поточних фінансових тенденцій і нову парадигму розвитку фондового ринку на основі «теорії рефлексивності», яка висвітлила сучасну інноваційну інвестиційну практику формування капіталу суб'єктів господарювання.

Поняття інвестиції (від лат. *investio* – одягаю) означає вкладення капіталу в галузі економіки як у самій країні, так і за її межами. Воно надзвичайно складне та багатоаспектне, тому серед дослідників немає єдиної думки щодо визначення його сутності [40, с. 263]. В українській практиці поштовх розвитку інвестиційній діяльності дали процеси приватизації, корпоратизації, які розпочалися на початку 1990-х рр. Тоді в суб'єктів господарювання у процесі формування акціонерних відносин виникла можливість брати участь у створенні інших підприємств, формуванні їх статутного капіталу. Результатом стало введення в систему бухгалтерського обліку такого поняття, як «фінансові вкладення».

Фінансові інновації – це створення й популяризація нових фінансових інструментів, технологій, інститутів та ринків. Інституційні інновації пов'язані зі створенням нових типів фінансових компаній, продуктів і процесів, засобів вимірювання фондових індексів тощо [41, с. 63]. Якісний стрибок у роботі фінансового сектора приводить до виникання нових, революційних технологій, до розширення сфери строкових контрактів на торгівлю товарами й

фінансовими інструментами, до об'єднання існуючих технологій чи процесів для створення фінансового інструмента [42, с.116]. Сучасні технології фондового ринку мають такі імперативні особливості: продаж нових фінансових продуктів; реалізація фінансової операції суб'єктами господарювання; контроль за життєвим циклом фінансової інновації; моніторинг масового й одиничного попиту, лімітованого та нелімітованого продукту; представлення капіталу майновими правами й цінними паперами. Фінансовий продукт представлений цінними фондовими паперами, монетами з дорогоцінних металів, платіжними картками, договорами банківського рахунку, пенсійними полісами, об'єктами нерухомості тощо.

Фінансові послуги фондового ринку представлені Інтернет-торгівлею фінансовими інструментами та валютними індексами, Інтернет-банкінгом. Фінансові технології забезпечують електронний облік і обіг цінних паперів, комп'ютеризовану рейтингову оцінку інвестиційної привабливості цінних паперів, функціонування біржових електронних систем. Система Інтернет-трейдингу (англ., *Internet trading*) забезпечує доступ до торгів на валютній, фондовій і товарній біржах. Цей інноваційний продукт уперше з'явився на фінансовому ринку США в середині 1990-х рр., коли інвестори почали працювати через онлайн-брокерів (англ., *on-line brokers*), а потім поширився на весь світ, що сприяло виникненню процесів сек'юритизації фінансових ринків і фондових активів.

Біржові індекси є показниками біржової активності, які узагальнюють динаміку курсів цінних паперів і засвідчують тимчасову їх зміну. Найбільш відомими є такі: індекс Доу-Джонса (англ., *Dow Jones Industrial Average*) в США, індекс Нікей (англ., *Nikkei 225*) в Японії, ДАКС (нім., *DAX, Deutscher Aktienindex*) у Німеччині, індикатор волатильності Чиказької біржі (англ. *Chicago Board Options Exchange Volatility Index*) у США, які втілюються в дохідності опціонів цінних паперів і входять до індексу S&P-500.

Зазначені індекси використовують для прогнозування руху цін фінансових інструментів, що перебувають в обігу на фінансовому ринку,

обсягів їх продажу і дозволяють учасникам ринку оцінювати прибутковість інвестицій у різні фінансові інструменти та приймати правильні інвестиційні рішення [43, с. 32]. Інформаційна функція фондового ринку полягає в тому, що економічні відносини на ньому віддзеркалюють рух грошового капіталу, але її вадою є асиметрія і неповнота. Первинною є інформація про економічні відносини учасників, вторинною – така, що їх віддзеркалює. Розрив між первинною і вторинною фінансовою інформацією приховує значні ризики для функціонування національної економіки, що потребує підвищення прозорості фондового ринку.

Економічні теорії, які намагалися розв'язати проблему ефективності економічних систем в умовах обмежених ресурсів, не гарантують довгострокового й остаточного вирішення проблеми. Наслідком цієї боротьби є руйнування політичних систем і поява нових систем, контури яких до кінця не визначені й сьогодні, та, звичайно, винятковим зростанням значення інформації й знань у відтворювальному процесі. Повертаючись до історичної еволюції трактувань капіталу, розглянутої вище, варто підкреслити, що в кожному із трактувань є характеристика якої-небудь сторони капіталу.

Кожний підхід не розкриває природу капіталу повністю, що одночасно підтверджує складний зміст категорії й непростий процес розвитку самої економічної науки, що найчастіше ставилася на службу існуючим соціально-економічним системам. Водночас розвиток розуміння капіталу характеризує одночасно й розвиток форм, функцій, принципів формування, умов і методів нагромадження капіталу, що відбивається на зміні внутрішнього змісту й структури капіталу.

Дослідження процесу фінансіалізації (англ. *financialization*) базується на посткейнсіанській інвестиційній теорії, основним напрямом якої є дослідження шляхів максимізації доходів, мінімізації витрат для «економічної людини» (споживача, підприємця, найманого працівника). Згідно з кейнсіанською інвестиційною теорією, для розвитку підприємництва повинні виконуватися дві умови: очікування прибутків та достатні ресурси для реалізації проектів.

Фінансіалізація прийшла на зміну фордизму (англ. *fordism*). Абстрагуючись від фінансової сфери, слід визнати, що виникнення терміна пов'язано з американською технологією виробництва (конвеєр, стандартизація продукції), в основі якої стояв Генрі Форд (англ. *Henry Ford*, 1863–1947). Остання концепція у фінансовій сфері мала за мету визначення оптимального рівня доходності та зростання можливостей для генерації прибутку. Перший підхід орієнтований на підвищення доходності операційної діяльності для розширення виробництва (реальний сектор), а також акціонерів, що відповідає можливості залучення додаткових інвесторів (фінансовий сектор).

Значні розміри і висока ділова активність на банківському і фондовому ринках позитивно впливають на конкурентоспроможність фінансової системи й перспективи зростання національної економіки.

1.2. Формалізація змісту фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання

Фінансова система забезпечує виконання важливих функцій економіки, зокрема, опосередковує процес переміщення фінансового капіталу між секторами економіки та регіонами країни, процес розрахунків між суб'єктами господарювання, дає можливість зберегти та примножити вартість вкладеного капіталу, страхує населення і бізнес від різних ризиків, а також виконує безліч інших важливих функцій, що створюють для економіки регіонів нові можливості динамічного розвитку та підвищують якість життя населення [44, с. 321]. У сучасній економічній літературі є багато визначень капіталу. Так, капітал розглядається як об'єкт управління, накопичена цінність, виробничий фактор, інвестиційний ресурс, джерело прибутку, об'єкт власності тощо. Визначення зазвичай наводяться без роз'яснення й обґрунтування, припускаючи, що йдеться про категорію, сутність якої встановлена й зрозуміла в тому вигляді, як вона подана. Суттєвий внесок у розбіжності поняття вносить

той факт, що вільне визначення капіталу переходить у нормативні документи, положення яких визначають стандарти економічної поведінки суб'єктів ринку. В економічній теорії також існують різноманітні підходи до визначення змісту капіталу. Капітал як економічну категорію вивчали представники багатьох шкіл, і при розробці економічних теорій у більшості випадків трактування капіталу було основою їх положень.

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 існує в кожного виробника для залучення засобів виробництва, робочої сили, сировини та матеріалів, при цьому він може використовувати різні інструменти фінансового ринку.

Виникнення фондкових механізмів кругообігу капіталу пов'язуємо з потрясіннями на ринках цінних паперів країн світу у XIX – на 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. Незважаючи на значні наукові здобутки, сформовані економічні теорії не здатні запобігти виникненню сучасних глобальних і локальних економічних криз, в основі яких лежать вади фінансових ринків: низька транспарентність, збільшення обсягів емісійно-грошових ресурсів, подальше масштабне нарощування обсягів державних боргових запозичень, відсутність стратегічних підходів до формування фондкових механізмів обігу капіталу [45, с. 8].

Основного змісту і якісно нового значення в умовах розвитку ринкових відносин на фінансовому ринку набуває ціна капіталу як економічна категорія. Домінуючими концепціями в теорії походження цін та ціноутворення стали

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 теоретичних основ походження цін на фінансовому ринку.

Фіктивна частина фінансового капіталу є похідною від тріади промислового, торговельного і банківського капіталів. Найбільшою мірою вона виявляється на фондовому ринку і віддзеркалюється в обігу цінних паперів, передусім похідних, або деривативів [46, с. 268]. Вона відіграє значну роль у розвитку фінансових систем світу, але за умови опортуністичної поведінки суб'єктів створює ризики утворення принципово нової економіки – *bubbleconomics* (від англ. *bubble* – пазир), яка спрямована на ірраціональне виробництво та споживання. Біржова спекуляція на фондовому ринку, призводить до перерозподілу фіктивного капіталу між його суб'єктами. Незважаючи на це, ідея фіктивного капіталу застосовувалася ранніми економістами для заперечення необхідності використання кредиту. Вважалося, що кредитні відносини є загрозою для сталого економічного життя людей, оскільки вони не мають прозорого і чітко виявленого зв'язку з реальним сектором економіки, ринком праці тощо.

Поштовх поширенню фіктивного капіталу надав розвиток кредитних установ та фінансових посередників. Формою руху позикового капіталу є кредит, а фіктивний капітал тісно пов'язаний із ним. При цьому останній не слід ототожнювати з «несправжнім», «надуманим», таким, що створює видимість. Але слід визнати, що між реальним і фіктивним капіталом існує певний розрив.

Якісні зміни в глобальному інформаційному просторі дозволили оперативно одержувати інформацію про зміну макроекономічних показників окремих країн і глобальної економіки в цілому, а також аналізувати інформацію кон'юнктурного характеру про становище на світовому й внутрішньому ринках окремих країн і товарів, про транскордонний рух капіталу, про положення на

світових товарно-сировинних, фондових ринках, валютних і фінансових ринках тощо [47]. Система саморегулювання на мікроекономічному рівні в країнах з розвинутою ринковою економікою склалася досить давно й охоплює багато сфер підприємницької, комерційної й професійної діяльності.

Поняття фіктивності поширюється на інші види капіталу, зокрема на людський. «Стрімкий розвиток концепції людського капіталу в ХХ ст., визнання його провідної ролі в економічному зростанні, адекватна оцінка його частки в структурі національного багатства провідних країн світу сприяли не тільки їх економічному розвитку, а й зумовили дедалі більше посилення уваги до соціальних питань» [48, с. 99]. Фіктивна форма людського капіталу є непродуктивною, оскільки вона не генерує дохід, а лише опосередковує його перерозподіл. Вадами його існування є зниження продуктивності праці, посилення соціальної напруги в суспільстві тощо.

Фіктивний людський капітал О. Грішнова, О. Брінцева визначають як «сформований і накопичений людиною в результаті непродуктивних та протиправних інвестицій (або деформований у результаті тривалого невикористання) певний запас фіктивних характеристик здоров'я, знань, навичок, здібностей, який цілеспрямовано використовується цією людиною в соціально-трудовах відносинах і не сприяє зростанню продуктивності праці» [49, с. 31]. Використання прикметника «фіктивний» до різних видів капіталу має нерівнозначне навантаження, оскільки щодо людського капіталу він асоціюється з протиправністю, а фіктивний фінансовий капітал – це об'єктивна фінансова категорія, яка перебуває в правовій площині.

Найбільш поширеним напрямом сучасної економічної науки є інституціоналізм, відомим представником якого є Даглас Норт (англ. *Douglass Cecil North*, 1920–2015). Інститут розглядається як певна організаційна структура, що функціонує на засадах певних інституційних правил і норм, з метою задоволення економічно-соціальних потреб суспільства. У сфері фондових механізмів зазначена теорія робить акцент на фінансово-промислові групи як координовану мережу банків, промислових і комерційних

підприємств, пов'язаних між собою системою взаємної участі у власності і/або перехресною участю в управлінні [50, с. 268].

Фінансовий ринок відіграє надзвичайно важливу роль у сучасній економіці, оскільки предметом його діяльності є специфічний максимально ліквідний товар – грошовий капітал, вирішальний у ціновому механізмі обмінно-розподільних процесів в економіці [51, с. 303]. Капіталізація ринку – показник, що характеризує обсяг цього ринку, а взятий у динаміці, цей показник дозволяє оцінити якісну сторону функціонування ринку. Капіталізація фондового ринку може визначатися в абсолютній величині й у відносній (%). У першому випадку капіталізація ринку дорівнює сумі ринкових цін фінансових інструментів, що торгуються на цьому ринку. У другому – співвідношенню між сумою ринкових цін фінансових інструментів, що торгуються на цьому ринку, і номінальним обсягом валового національного продукту (ВНП) або валового внутрішнього продукту.

Серед економічних функцій фондового ринку однією з найбільш важливих є продуктивна, яка реалізується шляхом переміщення фінансових ресурсів від осіб із надлишковою ліквідністю до тих, хто відчуває її брак. На фінансовому ринку відбуваються угоди між покупцями і продавцями капіталу, формується ціна на капітальні активи, що позитивно впливає на ефективність функціонування не лише фінансового сектора, а й усієї економіки загалом. Діяльність фінансових посередників (фондових бірж, реєстраторів, депозитаріїв) зменшує видатки на пошук продавця (покупця) капіталу, сприяє формуванню позитивного іміджу емітента (інвестора), забезпечує довіру до фондового ринку, його сигналів та індикаторів.

Оцінюючи роль страхових компаній у розвитку фондового ринку, О. Воронкова зауважує, що «власні та залучені кошти вони використовують для придбання фінансових інструментів з метою отримання додаткових доходів. Обсяги вкладень у боргові цінні папери залишаються невисокими, що зумовлено нерозвиненістю фондового ринку та невисокою інвестиційною привабливістю корпоративних облігацій» [52, с. 291]. Основною складовою

активів страховиків залишаються кошти, розміщені на банківських рахунках та вкладені в акції. Розміщення коштів на банківських вкладах сприяє високій здатності страховиків розраховуватись за прийнятими зобов'язаннями, проте водночас підвищує їх залежність від процентного ризику та від фінансового стану банківських установ, в яких розміщені кошти, а також від кон'юнктури банківського ринку в цілому.

Організаційно-правова форма товариств взаємного страхування добре підходить для страхування нових, погано вивчених ризиків, оскільки за відсутності достатньої інформації про ризик важко розрахувати ймовірність його реалізації [53, с. 85]. Їх конкурентними перевагами в зазначеній ніші є можливість компенсації нестачі коштів для страхових виплат за рахунок додаткових внесків.

Обґрунтування дефініції фондкових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання має базуватися на системному підході, який передбачає врахування дії факторів внутрішнього та зовнішнього середовища, відносин різних суб'єктів управління, визначення принципів і засад, дотримання яких сприятиме розвитку фінансового ринку [54, с. 51]. При застосуванні системного підходу доцільно врахувати такі принципи: цілі підсистем не вступають у конфлікт з основною метою системи, рух здійснюється від абстрактного до конкретного; забезпечується єдність аналізу й синтезу, логічного та історичного; виявляються всі зв'язки між елементами системи. Методологічною базою реалізації системного підходу слугують інституціонально-регуляторні й економічні методи в їх різноманітності, взаємозв'язку та комбінації.

Фінансова сфера в сучасному ринковому середовищі є однією з пріоритетних в управлінській діяльності [55, с. 325]. Грамотні фінансові управлінські рішення допомагають описати й «програти» наслідки управлінських дій для різних аспектів фінансової діяльності організації, дозволяють заглянути в усі куточки фінансового господарства й вирішити, як краще розпорядитися наявними активами, вибрати найкращі механізми

фінансування оборотного капіталу й інвестицій, визначитися з дивідендною політикою тощо. Тому важливо враховувати вплив на розробку та реалізацію фінансових управлінських рішень усіх взаємопов'язаних елементів, залежностей від усіх учасників цього процесу: розробників, керівників, виконавців.

Шляхом узагальнення значень категорій фінансового ринку формалізовано системні засади обґрунтування фондкових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання (рис. 1.3).



Рис. 1.3. Системні засади обґрунтування фондкових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання

Джерело: власна розробка

До інструментів ринку цінних паперів належать: акції, облігації, вексель, депозитні й ощадні сертифікати, державні цінні папери тощо [56, с. 121]. Фінансово-адміністративними важелями впливу на розвиток фондового ринку є податки, обов'язкові платежі, мінімальні вимоги до розміру статутного й регулятивного капіталу професійних учасників ринку, фінансові санкції, адміністративні штрафи тощо.

Проблеми обігу цінних паперів як інструментів формування капіталу суб'єктів господарювання досліджуються багатьма вченими. У полі зору Н. Деєвої перебувають проблеми корпоративного управління в умовах розвитку фінансового ринку, а також генезис акціонерного підприємництва [57; 58]. К. Павленко, О. Сущенко досліджують сучасний стан та перспективи розвитку похідних цінних паперів світового ринку капіталів [59, с. 58]. С. Москвін робить акцент на пруденційні нормативи достатності капіталу торговців цінними паперами [60, с. 83], М. Миколишин – на емісію боргових цінних паперів банками України як чинник активації внутрішнього ринку залучення капіталу [61, с. 159].

Історія ринків цінних паперів пов'язана з розвитком фінансових послуг, що виникали в різних регіонах світу разом з розвитком торгівлі. Ще в XXIII–XX ст. до н. е. в Месопотамії (зокрема, в Шумері та Вавилоні) сформувалися найпростіші ринки кредитних послуг і виникли прототипи банків. Прообразом перших цінних паперів вважають боргові розписки Римської імперії, Стародавнього Китаю та інших країнах Стародавнього світу, де була досить чітка система документального оформлення боргових зобов'язань.

Ринок цінних паперів у сучасному розумінні почав формуватися в середньовічній Італії в торгових містах-державах: Венеції, Генуї, Флоренції. До початку XVII ст. в Європі набули поширення різноманітні види цінних паперів, серед яких переважали державні й муніципальні облігації, а також акції приватних міжнародних компаній, які займалися торгівлею.

Фондовий ринок пройшов тривалий шлях еволюції й функціонував у таких формах: «вуличний» (торги цінними паперами відбувалися з голосу на

вулицях); організований (на ньому працюють фондові біржі); неорганізований (представлений позабіржовими торговельними системами); електронний. При цьому у другій половині XIX ст. відбулося взаємне проникнення інститутів кредитного і фондового ринків. Активними учасниками ринку цінних паперів стали банківські установи, які виступають потужними емітентами й фінансовими посередниками в торговельних процесах.

Цінні папери (англ. *securities*) – це документи, які: по-перше, засвідчують виникнення та існування певного права; по-друге, оформлюють зобов'язальні правовідносини між особами, що впливають із корпоративних прав, або відносин позики; по-третє, гарантують реалізацію існуючих законних прав за умови наявності права власності на цінний папір; по-четверте, передбачають можливість передачі їх іншим особам.

Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», «цінним папером є документ установленної форми з відповідними реквізитами, що посвідчує грошове або інше майнове право, визначає взаємовідносини емітента цінного папера (особи, яка видала цінний папір) і особи, що має права на цінний папір, та передбачає виконання зобов'язань за таким цінним папером, а також можливість передачі прав на цінний папір та прав за цінним папером іншим особам» [62].

Термін «цінні папери» має дві складові. Перша – прикметник «цінні» означає, що існування певного права, яке впливає з документа, має грошове вираження, або ціну. Друга – іменник – засвідчувала паперову форму документа, яка на цей час зжила себе через те, що в умовах електронного обігу цінних паперів вони існують у формі записів на рахунках, представлених комп'ютерними файлами та електронними реєстрами.

Закон України «Про депозитарну систему України» «визначає правові засади її функціонування, встановлює порядок реєстрації та підтвердження прав на емісійні цінні папери та прав за ними у системі депозитарного обліку цінних паперів, а також порядок проведення розрахунків за правочинами щодо емісійних цінних паперів» [63].

Цінні папери класифікують за такими ознаками:

1. За формою існування:

1.1.Бездокументарні – облікові записи на рахунку в цінних паперах у системі депозитарного обліку.

1.2.Документарні – паперові або електронні документи, оформлені у визначеній законодавством формі, обов'язковими елементами якої є найменування виду цінного папера і реквізити.

2. За вимогою реєстрації випуску:

2.1.Емісійні – розміщуються випусками з указівкою обсягу цінних паперів і термінів їх дії за умови обов'язкової державної реєстрації.

2.2. Неемісійні – підтверджують зобов'язання емітента перед конкретною особою без реєстрації емісії виключно в документарній формі і за формою випуску можуть бути лише ордерними або на пред'явника. Неемісійні цінні папери можуть видаватися та існувати виключно в документарній формі як паперові або як електронні документи. Перелік цінних паперів, що можуть видаватися як електронні документи, визначається Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку за погодженням з Національним банком України.

3. За статусом суб'єкта, який має право на погашення документарних цінних паперів, – пред'явник; конкретна особа, ім'я якої зазначено в документі; уповноважена особа – у випадку ордерного цінного папера.

Закон України «Про акціонерні товариства» передбачає «забезпечення існування акцій виключно у бездокументарній формі» [64]. Процес перетворення документарної форми цінного папера в бездокументарну відбувається за рішенням наглядової ради. У ході дематеріалізації цінних паперів передбачається розкриття інформації й доведення її до суспільства – шляхом оприлюднення в офіційних виданнях; а також до кожного акціонера – передбаченими умовами випуску індивідуальними каналами зв'язку. Після завершення процесу дематеріалізації наглядова рада обирає депозитарія і зберігача, із якими укладаються відповідні угоди про відкриття рахунків у

цінних паперах та їх подальше обслуговування. Емітенту відкриваються рахунки в депозитарії, власникам – у зберігача.

Розподіл вартості капіталу відбувається між суб'єктами економічної системи, які формують його залежно від ролі у суспільному відтворенні. У фінансових відносинах одним із суб'єктів завжди є держава або уповноважений нею орган державної влади. Тому фондові механізми формування капіталу деякою мірою мають імперативний, державно-владний характер. Фінансовим відносинам притаманна планомірність, яка пов'язана з дією закону планомірного розвитку.

Однією з головних позитивних змін Закону України «Про акціонерні товариства» є докладний опис прав акціонерів (ст. 25), зокрема на отримання інформації про його діяльність; викуп належних йому акцій за умови реєстрації для участі в загальних зборах акціонерів і голосування проти прийняття ними рішень про злиття, виділення зі складу товариства будь-яких підрозділів, дочірніх підприємств та тощо. У ст. 38 Закону України «Про акціонерні товариства» зазначено: «Кожен акціонер має право внести пропозиції щодо питань, включених до порядку денного загальних зборів акціонерного товариства, а також щодо нових кандидатів до складу органів товариства. Пропозиції акціонерів, які сукупно є власниками 5% або більше простих акцій, підлягають обов'язковому включенню до порядку денного загальних зборів» [64]. Незважаючи на деяке покращення статусу міноритарних акціонерів, слід визнати його не зовсім задовільним, оскільки мажоритарні власники, які володіють контрольним пакетом акцій, без огляду на них можуть приймати будь-які рішення (про додаткову емісію, про відчуження власності, про невиконання дивідендів тощо) [65, с. 101].

Позитивами прийняття Закону України «Про акціонерні товариства» є посилення захисту прав міноритарних акціонерів, ускладнення процедур викупу належних їм пакетів акцій, використання ринкової ціни акцій у розрахунках, розкриття інформації акціонерними товариствами, що позитивно впливає на їх інвестиційну привабливість для потенційних інвесторів. Обіг

акцій у бездокументарній формі ставить на порядок денний розбудову депозитарної системи й зростання ролі фондових бірж в обслуговуванні кругообігу капіталу. Акціонерне товариство є товариством корпоративного типу, що утворилось шляхом купівлі-продажу акцій та інших цінних паперів, усі учасники якого мають приватно-спільний інтерес, які справляють значний вплив на розвиток фінансових ринків та інші важливі економічні процеси в державі. У сфері фондових механізмів для різних суб'єктів існують відмінні критерії: для підприємств – приріст ринкової вартості капіталу; для фінансово-кредитних установ – підвищення показників рентабельності, приріст ринкової вартості установи, зниження рівня проблемних активів, збільшення частки установ на ринку; для домогосподарств – зростання активів та доходів, обсягу соціальних виплат, витрат на придбання товарів, послуг і фінансових активів.

Основною засадою ефективності використання фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання є боротьба за одержання конкурентних переваг, а основною стратегічною метою – зниження трансакційних витрат на основі впровадження інноваційних технологій за умов глобалізації, інформатизації, інтенсифікації виробництва фінансових послуг тощо [66, с. 13].

У концепції побудови механізму забезпечення економічної безпеки важливим елементом виступає використання індикативного аналізу як методу економічних досліджень. Його метою є виявлення тенденцій і закономірностей зміни показників економічної безпеки, ступеня їх інтегрованості в оцінці рівня стійкості траєкторії соціально-економічного зростання та забезпечення національних інтересів [67, с. 80].

Фондові механізми формування капіталу суб'єктів господарювання суттєво впливають на стан конкурентоспроможності національної економіки. «Фінансова безпека – це такий стан бюджетної, грошово-кредитної, банківської, валютної системи та фінансових ринків, який характеризується збалансованістю, стійкістю до внутрішніх і зовнішніх негативних загроз, здатністю забезпечити ефективне функціонування національної економічної

системи та економічне зростання» [68, с. 8]. Вагове значення фондової складової у системі оцінки фінансової безпеки становить 0,0953 відповідно до Методики розрахунку рівня економічної безпеки України (табл. 1.1).

Якщо розглядати фондову безпеку як систему, то тоді найбільш вагомими значеннями є такі коефіцієнти: № 1 – 0,34, № 2 – 0,33, № 3 – 0,33. Отже, у трактуванні капіталу важко віддати перевагу якому-небудь одному підходу, тому що кожний з них доповнює загальну характеристику капіталу новою якістю, виявленою на відповідному етапі досліджень, незважаючи навіть на спроби обґрунтувати положення, які іноді ігнорують значущі фактори.

Таблиця 1.1

**Характеристичні значення показників безпеки фондового ринку
та їх вагові коефіцієнти**

№ з/п	Показники (i)	Інтервали (j)						Вагові коефіцієнти (ij)
		Нижній			Верхній			
		міні-мальний	середній	оптимальний	міні-мальний	середній	оптимальний	
1	Питома вага капіталізації ринку пайових цінних паперів у номінальних цінах у ВВП, %	30	40	50	60	90	95	0,34
2	Дохідність облігацій внутрішньої державної позики, %	1	2	3	4	7	15	0,33
3	Частка покриття державними цінними паперами внутрішнього державного боргу, %	10	20	25	30	40	50	0,33

Джерело: побудовано за даними [69].

Разом з тим, видається, що при визначенні капіталу варто виділити його незмінні дві якості: по-перше, капітал – це вартість, інакше він би не виконав жодної зі своїх функцій, зокрема основної – відтворювальної; по-друге, капіталом стає тільки та вартість, що здатна забезпечити приріст цієї вартості. Без цієї якості будь-яка вартість перетворюється на простий товар, засіб обігу або платежу.

1.3. Діалектика взаємозв'язку організаційно-правової форми суб'єктів господарювання та вибору інструментів формування їх капіталу

Адаптація інститутів фінансового ринку до складного, динамічного та конкурентного ринкового середовища потребує творчого, науково обґрунтованого, нестандартного підходу до визначення реалій та потенціалу їх розвитку [70, с. 150]. Формування інституційного середовища фондового ринку має бути орієнтовано на акумулювання фінансових ресурсів суб'єктів господарювання, призначених для досягнення визначених завдань із позицій стратегії й тактики. Це потребує синтезу потенціалів інститутів фінансового ринку та суб'єктів реального сектора економіки, системними елементами якого виступають можливості, ресурси, засоби й здатності. При цьому на вході в цю систему знаходяться можливості, що формують потенціал, а на виході – кінцевий результат використання потенціалу. Застосування потенційних особливостей окремих інститутів фондового ринку сприятиме виникненню синергетичного ефекту щодо формування капіталу суб'єктів господарювання.

Формування капіталу суб'єктів господарювання, передусім статутного, опосередковується рухом грошей і залежить від його типу [71, с. 135]. У табл. 1.2 наведено класифікацію організаційно-правових форм господарювання. Статутний капітал акціонерного товариства складається із часток однакової номінальної вартості й засвідчує корпоративні права власників акцій.

Класифікація організаційно-правових форм господарювання

Повна назва	Класифікація організаційно-правових форм господарювання
Коротка назва	ДК 002:2004; КОПФГ
Нормативний акт, яким затверджений класифікатор	Наказ Держспоживстандарту України від 28.05.2004 № 97 зі змінами: № 1 – наказ Держспоживстандарту України від 30.05.2005 № 133; № 2 – наказ Держспоживстандарту України від 05.11.2007 № 297; № 3 – наказ Держспоживстандарту України від 27.04.2009 № 167; поправка – наказ Держспоживстандарту України від 25.09.2009 № 342; № 4 – наказ Мінекономрозвитку України від 19.06.2015 № 615
Набуття чинності	Класифікатор – з 01.06.2004, останні зміни – з 01.10.2015
Організація з ведення	Державна служба статистики (департамент статистичної інфраструктури)
Історія класифікатора	Державний класифікатор ДК 002-94 «Класифікація організаційно-правових форм господарювання», затверджений наказом Держстандарту України від 22.11.1994 № 288
Об'єкт класифікації	Визначені чинним законодавством організаційно-правові форми юридичних осіб, їх відокремлених підрозділів: філій, представництв, а також фізичних осіб-підприємців, які не мають статусу юридичної особи
Короткий опис; сфера застосування	КОПФГ призначений для використання органами державного управління та іншими користувачами для обліку, збирання й оброблення статистичної та адміністративної інформації, аналізу та узагальнення результатів економічної діяльності суб'єктів господарської (зокрема підприємницької) діяльності, ведення державних реєстрів: ЄДРПОУ та Єдиного державного реєстру юридичних осіб та фізичних осіб-підприємців (ЄДР) тощо

Джерело: побудовано за даними [72].

Законодавство визначає існування двох організаційно-правових форм акціонерних товариств (публічних та приватних), що передбачено в їх статутах. Публічне акціонерне товариство конституює ознака виключного здійснення публічної пропозиції власних акцій. Правовий статус приватного акціонерного товариства захищає їх акціонерів від розмиття власності в разі передбаченого

законодавством внесення відповідних положень до статуту. Акціонер має переважне право на придбання акцій товариства й цінові пріоритети в разі продажу акцій іншим акціонером.

Історично акціонерні товариства створювалися як об'єднання значної кількості осіб та їх капіталів для фінансування потужних інвестиційних проектів. Чинне законодавство України створює правове поле для деформації інституту акціонерного товариства, оскільки воно може бути засновано одним власником або мати одного акціонера у разі скуповування ним усіх акцій. Це призводить до виникнення найбільш жорсткої форми мажоритарної власності.

Державний класифікатор «Класифікація організаційно-правових форм господарювання» (КОПФГ) розроблено на виконання Постанови Кабінету Міністрів України від 4 травня 1993 р. № 326 «Про Концепцію побудови національної статистики України та Державну програму переходу на міжнародну систему обліку і статистики». «Організаційно-правова форма господарювання визначає характер відносин між засновниками (учасниками), режим майнової відповідальності по зобов'язаннях підприємства (організації), порядок створення, реорганізації, ліквідації, управління, розподілу одержаних прибутків, можливі джерела фінансування діяльності тощо» [73].

У процесі участі в господарських відносинах суб'єкти господарювання реалізують компетентнісний підхід, мають пучок господарських прав та обов'язків, володіють відокремленим майном і несуть відповідальність перед іншими суб'єктами в межах його вартості. Вони представлені господарськими організаціями – юридичними особами (зокрема державними, комунальними), а також фізичними особами – суб'єктами підприємницької діяльності.

До суб'єктів господарювання не належать «держава, органи державної влади та органи місцевого самоврядування» [73]. Інституційна структура фіскальної децентралізації має бути заснована на засадах подолання опортуністичної поведінки провладних сил, посилення відповідальності органів місцевої влади за результати територіального розвитку, виконання повноважень щодо доходів та видатків відповідних регіонів, прозорого функціонування

фіскальних інститутів, які будуть забезпечувати макроекономічну стабілізацію, що реалізуються через встановлення законодавчих норм та прав, контроль і нагляд за акумулюванням та витрачанням державних коштів і коштів місцевих бюджетів [74, с. 169].

«Господарські товариства – підприємства або інші суб'єкти господарювання, створені юридичними особами та (або) громадянами шляхом об'єднання їх майна і участі в підприємницькій діяльності товариства з метою одержання прибутку. До господарських товариств належать акціонерні товариства, товариства з обмеженою відповідальністю, товариства з додатковою відповідальністю, повні товариства, командитні товариства» [73] (табл. 1.3).

Таблиця 1.3

Характеристики видів господарських товариств

Вид господарського товариства	Характерні ознаки
1	2
Публічне акціонерне (раніше відкрите)	<ul style="list-style-type: none"> - купівля-продаж акцій на фондовій біржі; - відчуження акцій без згоди інших акціонерів та товариства; - можливість публічного і приватного розміщення акцій; - відсутність переважного права на придбання акцій, що додатково розміщуються під час публічного розміщення акцій; - обов'язкова перевірка річної фінансової звітності незалежним аудитором, а також оприлюднення звіту і аудиторського висновку
Приватне акціонерне товариства (раніше закрите)	<ul style="list-style-type: none"> - обмеження максимальної кількості акціонерів 100 особами; - виключне приватне розміщення акцій; - переважне право на придбання акцій товариства; - неможливість укладання угод на фондовій біржі, крім проведення аукціонних торгів; - добровільність розкриття інформації про фінансовий стан і оприлюднення фінансової звітності

Закінчення табл. 1.3

1	2
Державна акціонерна компанія (товариство)	- державна частка у статутному капіталі перевищує п'ятдесят відсотків або забезпечує державі право вирішального впливу на господарську діяльність
Товариство з обмеженою відповідальністю	- поділ статутного капіталу на частки відповідно до установчих документів; - відповідальність за зобов'язаннями лише наявним майном; - обов'язок повної оплати внесків учасників; - обмеження ризику збитків діяльності розміром внесків учасників
Товариство з додатковою відповідальністю	- поділ статутного капіталу на частки і визначення граничного розміру відповідальності учасників відповідно до установчих документів; - відповідальність за зобов'язаннями не лише наявним, але і додатково належним учасникам майном у розмірі, пропорційному їх внеску
Повне товариство	- спільна підприємницька діяльність учасників; - солідарна відповідальність за зобов'язаннями усім майном
Командитне товариство	- змішаний підхід до відповідальності за зобов'язаннями: наявність учасників, які несуть повну й обмежену відповідальність

Джерело: побудовано за даними [73].

Публічні акціонерні товариства є локомотивом розвитку фондового ринку внаслідок: більш жорсткої системи контролю за їх фінансовим станом і систем корпоративного управління в процесі прийняття рішення про внесення їх у біржовий список; більшої прозорості угод, що укладаються на біржах; забезпечення захисту прав власності депозитарними установами.

Позитивами прийняття Закону України «Про акціонерні товариства» є таке: посилення захисту прав міноритарних акціонерів, ускладнення процедур викупу належних їм пакетів акцій, використання ринкової ціни акцій у розрахунках, розкриття інформації акціонерними товариствами, що позитивно впливає на їх інвестиційну привабливість для потенційних інвесторів. Обіг акцій у бездокументарній формі ставить на порядок денний розбудову

депозитарної системи й зростання ролі фондових бірж у обслуговуванні кругообігу капіталу.

Відмінності між державною акціонерною компанією та державним підприємством зводяться до процедур створення, режиму майна/господарської діяльності й питань корпоративного управління, наявності ефективного керівництва та усунення ризиків у діяльності організації шляхом формування виваженої й збалансованої системи корпоративного управління. Схожістю є обмеження, які стосуються можливостей укладення правочинів і здійснення інших операцій із майном цих суб'єктів [75].

Форма державної акціонерної компанії є більш конкурентною порівняно з державним підприємством, оскільки для останньої не встановлено правил щодо збереження чистих активів, її виконавчі органи діють без урахування правил здійснення значних правочинів і правочинів із зацікавленістю. Процедура трансформації державного підприємства в акціонерні товариства та інші організаційні форми має бути поступовою й завершитися з виконанням програми приватизації державного майна.

Крім суб'єктів господарювання, існують організаційно-правові форми, представлені громадськими організаціями, творчими спілками, профспілковими організаціями, політичними партіями [76, с. 58]. Істотними їх ознаками є відсутність чіткого законодавчого визначення об'єктів права власності їх учасників, прав на майно, а також відсутність відповідальності за зобов'язаннями зазначених непідприємницьких товариств. Учасники мають обов'язок сплачувати членські внески, за невиконання якого вони можуть бути виключені з товариства.

Демократичність акціонерного товариства як форми ведення бізнесу визначається можливістю залучення коштів не лише юридичних, але і заощаджень фізичних осіб, що створює для них додаткові джерела доходу, формує психологію власника й підвищує фінансову культуру [77, с. 203].

Перевагами акціонерних товариств є таке: можливість мобілізації великих сум грошей через реалізацію акцій, що збільшує можливості

розширення капіталу порівняно з одноосібними володіннями та партнерствами й зменшує вартість його залучення; широке коло суб'єктів – власників: держава, суб'єкти господарювання, окремі громадяни; різноманітність характеристик акцій, яка зміцнює конкурентоспроможність корпоративних структур; обмежена відповідальність акціонерів за зобов'язаннями, що є стимулом і гарантією інвестування в акціонерні товариства; ліквідність акцій, яка дозволяє їх власникам легко позбутися своєї частини капіталу шляхом продажу відповідних цінних паперів, забезпечити передачу прав власності; безперервність існування, оскільки акціонерне товариство існує незалежно від зміни складу акціонерів; чіткий порядок розподілу доходів – податки (на користь держави), дивіденди (на користь акціонерів), збільшення нерозподіленого прибутку (на користь зростання капіталізації корпорації); стимулювання персоналу шляхом продажу акцій на пільгових умовах, надання премій, які підвищують зацікавленість у поліпшенні фінансових результатів корпорації; можливість ефективного узгодження інтересів менеджменту та акціонерів.

Недоліками акціонерної форми власності є таке: складніший і довший порівняно з одноосібним володінням та партнерством порядок створення; дорожнеча за рахунок виникнення додаткових накладних витрат: на проведення загальних зборів акціонерів, складання спеціальної звітності на вимогу державних регулювальних органів, ведення реєстру акціонерів, організацію виплати дивідендів тощо; можливість виникнення конфліктних ситуацій між власниками-акціонерами та найманими керівниками, між окремими акціонерами (або групами акціонерів) і керівними органами товариства, між мажоритарними та міноритарними власниками, між акціонерами-інсайдерами та аутсайдерами; подвійний характер оподаткування: прибуток юридичної особи та дивіденди фізичних осіб – акціонерів; можливість зростання спекулятивних операцій на фінансових ринках, що збільшує фіктивний капітал й обумовлює його відрив від вартості реальних активів. Зазначене є суттєвим

чинником виникнення фінансових криз на національному та наднаціональному рівнях.

Під фінансовою послугою, згідно із Законом України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг», розуміють «операції з фінансовими активами, що здійснюються в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, – і за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів, з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів» [78]. Зазначена дефініція є дискусійною, оскільки операції (процес) і результат (фінансова послуга) не є тотожними та мають спільні й відмітні риси. Схожими ознаками є таке: об'єкт – фінансові активи; метою отримання прибутку, наявність мінімум двох сторін у проведенні цієї угоди; обидва поняття підлягають державному регулюванню та регламентовані законодавством (табл. 1.4).

Таблиця 1.4

Порівняння змісту фінансової послуги та фінансової операції

Схожість	Відмінності
об'єкт – фінансові активи; суб'єкти – юридичні та фізичні особи; обов'язкова вимога до ліцензування та дозвільної діяльності	неконкретність і неподільність фінансової операції; підсистемність фінансової операції фінансовій послугі; множинність фінансових, допоміжних, супутніх операцій у процесі надання фінансових послуг; споживча вартість фінансової послуги, яка має свою тарифікацію і ознаки товару (продукту)

Джерело: власна розробка.

Проте, на відміну від фінансової операції, «фінансова послуга – ширше поняття, оскільки є комплексом необхідних фінансових операцій; володіє ознаками товару і, як результат, має ринкову вартість» [79, с. 234]. Оцінюючи стан інформаційної ємності фондового ринку, слід виділити три його форми: слабку, за якої вартість фінансового активу відображає ретроспективу; середню

– публічна інформація віддзеркалює поточний стан; сильну – оприлюднюються прогнози та закрита (інсайдерська) інформація.

Існують декілька парадигм фондового ринку: лінійна, яка намагалася детермінованими моделями описати стохастичність та ймовірність розвитку на основі нормальних розподілів; фрактальна, як альтернатива 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, що надають можливість 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 і внутрішньої кон'юнктури; виникнення нових фінансових послуг: довірчі операції банків, іпотека, сертифікати інститутів спільного інвестування, деривативи.

В основі виникнення кризових явищ у економіках світу в сучасних умовах лежить подальший відрив вартості реального і фінансового капіталу, основними чинниками якого є діяльність біржових спекулянтів, не досить об'єктивна оцінка діяльності суб'єктів фондового ринку незалежними аудиторськими компаніями, валютна нестабільність, поширення форвардних та ф'ючерсних контрактів.

Фондовий ринок можна розглядати як ринок пайових і боргових цінних паперів, на якому взаємодіють суб'єкти фондового ринку з приводу їх емісії, розміщення, здійснення угод купівлі-продажу, комісійного обслуговування, обліку прав власності тощо. Основними суб'єктами фондового ринку є:

емітенти – особи, які здійснюють випуск цінних паперів відповідно до умов законодавства;

інвестори – індивідуальні та інституціональні (або колективні), які

вкладають власні чи клієнтські кошти у фінансові інструменти в інтересах клієнтів або довірених їх осіб. Це інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), банківські установи й організації парабанківської системи (недержавні пенсійні фонди, страхові компанії);

саморегулівні організації – неприбуткові об'єднання учасників фондового ринку, які опосередковують здійснення операцій із цінними паперами;

професійні учасники у формі юридичних осіб – діють на фондовому ринку на підставі ліцензії уповноваженого органу та в рамках правового поля України.

Акціонерна форма власності є органічною єдністю двох якостей відносин привласнення – загального (колективного) і приватного (індивідуального), які трансформуються у форму колективно-приватного привласнення [80; 81]. Зазначений синтез зумовлює еволюцію статусу акціонера як власника: із співвласника підприємства, який має право на частку в його активах, він перетворюється на утримувача титулу власності, зміна якої відбувається в процесі купівлі-продажу акцій. Знаходження в конкретній точці діапазону між загальним і приватним привласненням визначає статус акціонерів у товаристві та моделі функціонування акціонерних товариств, залежних від структури й концентрації власності [82, с. 11].

Особливість акціонерних товариств щодо організації управління фінансами полягає у відокремленні функції володіння капіталом (який належить широкому колу юридичних і фізичних осіб – акціонерам) від функції управління, яка переходить до рук фахівців – менеджерів. Переваги й недоліки такої ситуації розглядає теорія агента (*agency theory*). У фінансовому менеджменті агентські відносини виникають, коли власник капіталу делегує (передає) прийняття інвестиційних та фінансових рішень менеджерам (агентам) [83]. Останні отримують винагороду за досягнення цілей, поставлених власником, але інтереси власника та агента можуть не збігатися. Звідси впливає важлива умова фінансової діяльності акціонерного товариства – організація дієвої системи корпоративного контролю. Її орієнтиром має бути поліпшення фінансового

стану товариства на основі врахування галузевих особливостей, збільшення обсягу продаж, економії витрат, покращення фінансових результатів, зростання рентабельності, забезпечення відповідності розміру та структури капіталу потребам стратегічного розвитку підприємства [84, с. 295].

Фінансова система України стає все більш економічно детермінованою. Її міцним підґрунтям виступають, перш за все, широкі можливості безперешкодного створення суб'єктів підприємництва та використання отриманих у зв'язку з цим прав з метою прикриття низки посягань. Зокрема, легалізації (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом та ухилення від сплати податків. Вадами її функціонування слід визнати: недосконалість діючого механізму правого регулювання відносин з формування статутного капіталу окремих підприємств. Хоча чинний Господарський кодекс України містить загальну вимогу щодо обов'язкової наявності в суб'єкта господарювання відокремленого майна (ч. 1 ст. 55), він лише побічно визначає необхідність існування на підприємствах статутного капіталу [85]. На жаль, на законодавчому рівні допускається можливість створення юридичних осіб, організаційно-правова форма яких не передбачає будь-якого мінімального розміру вкладу в статутний фонд, при цьому надаючи право їх власникові не нести відповідальність своїм власним майном перед кредиторами організації в частині приватних підприємств (ст. 113 Господарського кодексу України). Аналіз положень чинного законодавства та господарської практики дозволяє зробити висновок про те, що нині власник (засновник) приватного підприємства може самостійно приймати рішення про розмір статутного капіталу створеного ним суб'єкта господарювання та про рівень своєї субсидіарної відповідальності за борги підприємства, за умови відображення вказаних положень у відповідних статутних документах. У міжнародній господарській практиці розмір статутного капіталу є чи не найважливішим фактором оцінки інвестиційної привабливості підприємства. Для забезпечення фінансової стійкості суб'єктів господарювання, профілактики виникнення кримінальних проявів у сфері економіки вважаємо за доцільне закріпити в

нормативно-правових актах положення, які підвищують вимоги до оцінки майнових аспектів внесків до статутного капіталу.

Пріоритети розвитку фондового ринку та його суб'єктів змінюються із часом. Поширенню акціонерної форми підприємництва сприяв процес корпоратизації державних підприємств, який розпочався після здобуття Україною незалежності. Але в історичному плані до революційних подій початку ХХ ст. на українських землях, які входили до складу Російської імперії, акціонерна власність була поширеною, і в кінці ХХ ст. вона пережила етап відродження, пов'язаний із проголошеним курсом на розбудову ринкових відносин [86, с. 641].

Зміни, що відбуваються в світі, вимагають формування в Україні національного ринку фінансових послуг як єдиної системи законодавчого, інформаційного та інфраструктурного забезпечення учасників цього ринку. Оскільки сфера фінансових послуг характеризується складністю й комплексністю, то очевидна необхідність комплексного вивчення цієї сфери, а також адекватних форм управління нею як єдиною системою. Подолання вад існуючих реалій сучасної ринкової економіки потребує розробки нових методів і моделей вивчення фінансового ринку. У табл. 1.5 наведено назву видів економічної діяльності та пояснення щодо їх відношення до фінансового ринку.

Таблиця 1.5

**Назва видів економічної діяльності та пояснення до них по розділу 64
КВЕД «Надання фінансових послуг, крім страхування та пенсійного
забезпечення»**

Група	Назва	Фінансові інструменти, що використовуються, та відповідні їм фінансові операції
1	2	3
64.1	Грошове посередництво	
64.11	Діяльність центрального банку	- випуск грошей в обіг, регулювання їх маси; - проведення грошово-кредитної політики країни; - ведення рахунків фінансових інститутів; контроль

Закінчення табл. 1.5

1	2	3
		<ul style="list-style-type: none"> - банківських операцій; - зберігання валютних резервів країни; - обслуговування уряду
64.19	Інші види грошового посередництва, здійснюваного банківськими установами II рівня, операторами поштового зв'язку	<ul style="list-style-type: none"> - приймання депозитів, надання кредитів і позик; розрахунково-касове обслуговування населення, включаючи виплату державних пенсій та грошових допомог; - надання житлових кредитів спеціалізованими кредитними установами; - здійснення готівкових переказів
64.2	Діяльність холдингових компаній	
64.20	Діяльність холдингових компаній	- діяльність одиниць, які володіють активами (контрольним пакетом акцій) групи підприємств та управляють її власністю
64.3	Трасти, фонди та подібні фінансові суб'єкти	
64.30	Трасти, фонди та подібні фінансові суб'єкти	- об'єднання цінних паперів або інших фінансових активів без управління від імені акціонерів або бенефіціаріїв
64.9	Надання інших фінансових послуг, крім страхування та пенсійного забезпечення	
64.91	Фінансовий лізинг	- лізинг, при якому терміни його надання практично охоплюють передбачуваний термін експлуатації активів, і при цьому орендар отримує значну частку всіх доходів і бере на себе всі ризики, пов'язані з володінням цим майном
64.92	Інші види кредитування	<ul style="list-style-type: none"> - фінансова діяльність із наданням позик небанківськими фінансовими установами (іпотечних, споживчих, на фінансування міжнародної торгівлі); - надання житлових кредитів спеціалізованими недепозитними установами; - діяльність ломбардів і лихварів

Джерело: побудовано за даними [87].

Таким чином, основними видами фінансових послуг, які надаються на фондовому ринку, є: грошове посередництво; діяльність холдингових компаній, трастів, фондів і подібних фінансових суб'єктів; інші, крім страхування й пенсійного забезпечення.

1.4. Концептуальні засади вдосконалення фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання

Тип економічної політики істотно впливає на розвиток фондового ринку. Зокрема, ліберальний її тип активізує спекулятивні операції із цінними паперами та деривативами, підвищує ризик виникнення «мільних бульбашок і пухирів», призводить до зростання розривів між реальним і фіктивним капіталом. При цьому виникає ланцюговий ефект, який виявляється в розвитку інфляційної спіралі, зростанні споживчих цін тощо.

Ліберальна економічна політика приводить до посилення спекуляцій на фондових ринках і зростання фіктивного капіталу, стимулюючи спекулятивне підвищення цін на нерухомість, золото, нафту й продовольство, яке не залежить від обсягів виробництва найбільш ліквідних товарів і забезпечує платоспроможний попит світової економіки.

Незважаючи на скасування золотого стандарту, ціни на золото як товар зростають швидкими темпами, оскільки воно забезпечує збереження капіталів у період криз і дефолтів. Це є протидією проти знецінення грошового капіталу через його перенакопичення, депресій, криз національних економік, коливання курсів валют тощо.

Важливими положеннями для розвитку теорії капіталу є такі: аналіз макроекономічних процесів становлення фінансових ринків; удосконалення інструментарію аналізу рівноважних станів в економіці, закладення основ дослідження рішень раціональних суб'єктів на основі оптимізаційних моделей та використання методів диференціального й інтегрального числення; початок

дослідження мотивації економічних суб'єктів, розгляду психологічних основ економічних рішень [88, с. 73]. У рамках концепції біхевіоризму під раціональністю розуміють найкращий вибір суб'єктом об'єктів для інвестування.

Гіпотеза когерентного ринку поєднує статистичну динамічну модель з гіпотезою фрактальності, основне її положення: функція щільності ймовірності ринку визначається груповими настроями та фундаментальним зміщенням; реальність процесів на ринках є результатом співвідношення нелінійного зв'язку зовнішнього середовища з внутрішньої організацією та дії групової свідомості [89, с. 205]. Гіпотеза синергетичного ринку має за мету об'єднати гіпотези класичного, ефективного, когерентного та фрактального ринків у систему несуперечливих тверджень за рахунок встановлення меж, обмежень і допущень для кожної з них.

Фінансові кризи на ринках, що розвиваються, доцільно розглядати насамперед із позицій системного аналізу. Поряд із валютним сектором детальному розгляду має піддаватися сектор державного й корпоративного боргу, банківська сфера, фондовий ринок, фінансові інститути тощо.

Фінансовий ринок України є інституціонально недосконалим, якому властиві структурні викривлення, схильність економічних суб'єктів до процедурних порушень, непрозорість операційних правил, наявність численних інституціональних бар'єрів для розвитку.

Розвитку фондового ринку України сприятимуть структурні реформи в національному господарстві, які мають орієнтуватися на інноваційні виробництва, зниження енергозалежності, подолання бідності, збільшення обсягів і підвищення якості надання соціальних послуг, розвиток пріоритетних галузей та виробництв, забезпечення стійкого економічного зростання тощо [90, с. 13].

Розробка та впровадження фінансових інновацій на вітчизняному ринку супроводжується додатковими інституціональними ризиками, а схильність економічних агентів до інновацій обмежується внаслідок нестабільної

політичної, економічної та фінансової ситуації в країні. На вітчизняному фінансовому ринку діють три типи агентів (авантюристи, консерватори та нейтральні), які характеризуються схильністю не тільки до впровадження фінансових інновацій, а й до порушення або дотримання існуючих інституційних правил та контрактів, здатністю на опортуністичну поведінку при виконанні контрактів. У процесі впровадження фінансових інновацій доцільно спиратись на концепцію «інституціональної людини», оскільки економічний агент знаходиться у інституціональному середовищі, впливає на процес формування окремих інститутів, стимулює їх появу та зникнення, а фінансовий ринок, у свою чергу, може бути охарактеризований як високо інституціоналізоване утворення, що передбачає необхідність формування відповідного інструментарію стимулювання розвитку.

На сучасному етапі для України вкрай важлива функціональна взаємодія фінансового й реального секторів економіки, яка дозволить ліквідувати дестабілізуючі фактори та деформації структури ринку цінних паперів, наростити позитивні тенденції щодо зміцнення позицій національних інвесторів [91, с. 197]. Для її забезпечення необхідно реалізувати такі заходи: обслуговування боргових зобов'язань підприємств і забезпечення їх інтересів на ринку цінних паперів; довгострокове й короткострокове інвестування в корпоративні цінні папери; забезпечення якомога більшої кількості різних інвесторів на фондовому ринку країни; розширення можливості сек'ютеризації активів; зростання інвестування з особистих заощаджень громадян у цінні папери. Необхідність удосконалення регулювання фондового ринку на нових принципах та підходах зумовлена новими явищами і глобальними процесами в економіці на сучасному етапі.

Базовими концепціями гіпотези ефективного ринку є такі: оперативне надходження на ринок інформації, яка відображається у вартості цінних паперів; раціональність економічних суб'єктів, яка пояснюється намаганням інвесторів максимізувати корисність вкладень з урахуванням ризиків; вимога існування ринків досконалої конкуренції, оскільки жоден окремий його учасник

(або група учасників) не здатен своїми діями вплинути на ринкову ціну; очікування учасниками ринку явища гомогенності (однорідності), коли інвестори однаково оцінюють імовірності майбутніх дохідностей активів; випадкове блукання цін на активи; тотожність ринкової ціни та внутрішньої вартості активу; складність прийняти економічних рішень, які би надали можливість отримання надприбутків [92, с. 16].

Базові концепції фінансових ринків, що ґрунтуються на припущеннях щодо статичності ринку й суб'єктів, лінійності процесів у фінансовому середовищі, не відповідають практиці функціонування сучасних фінансових ринків, а математичний апарат, що базується на нормальному розподілі, стандартному відхиленні дисперсії, лінійних детермінованих і факторних моделях, не адекватний в умовах зовнішнього середовища, що швидко змінюється. Це вимагає запровадження в дослідження фінансових ринків методології, що базується на знаннях нових міждисциплінарних наук і теорій та пропонує більш ефективний інструментарій дослідження нерівноважних станів ринків, незбалансованості попиту і пропозиції, дає можливість прогнозування та виявлення трендів у самоорганізованих фінансових системах.

Неортодоксальні теорії дозволяють створювати більш соціально та психологічно обґрунтовану реконструкцію поведінки на фінансових ринках, аналізувати фінансові ринки за різних рівнів складності. Наразі рух відбувається в обох напрямках; традиційна економіка «пом'якшує» вихідні припущення щодо раціональності індивідів, загальної рівноваги, а ортодоксальні теорії прагнуть не стільки опонувати, скільки доповнювати та розширяти методологію мейнстріму.

З функціонального погляду світовий ринок фінансових послуг має деякі відмінності зі світовим фінансовим ринком. Вітчизняні та зарубіжні науковці висувають різні концептуальні визначення фінансового посередництва [93, с. 36]. Найбільш поширеним є визначення фінансового посередництва як професійної діяльності банківських та небанківських фінансових установ, мета яких полягає в задоволенні економічних потреб їхніх клієнтів завдяки наданню

широкого спектра фінансових послуг, а також отримання прибутку від цього виду діяльності. Завдяки невідчутності й невидимості послуг торгівлю ними можна назвати невидимим імпортом та експортом. Дуже часто надання послуг об'єднано з їхнім експортом у межах одного контракту, що потребує нагального порядку зустрічі покупця та продавця послуг.

Економіці класичного капіталізму іманентно притаманна фінансова нестабільність, тому відповідно до зазначеної парадигми найважливішими ознаками кризи є спад виробництва й висока інфляція [94, с. 83].

Цінні папери (акції та облігації) самі по собі ніякої реальної вартості не мають (крім незначної вартості паперу, на якій вони надруковані). По суті, вони являють собою лише титули власності, що дає право на дохід. Але оскільки володіння акціями або облігаціями дозволяє їхньому власникові привласнювати додаткову вартість у формі дивіденду або відсотка, остільки цінні папери для їхніх власників виступають як капітал. Однак цей капітал не є дійсним, реальним, а виступає як парний, фіктивний антипод реальному. Його фіктивність певною мірою підсилюється в умовах бездокументарного обігу цінних паперів.

Фондовий ринок України сьогодні перебуває на початку шляху до досягнення ефективності внаслідок недосконалості інституціонального середовища. В умовах слабо розвиненої інфраструктури ціни на фінансові активи можуть систематично відхилятися в різні сторони від їх внутрішньої вартості. Це потребує ретельного вибору методів фундаментального й технічного аналізу.

Нормативно-правові акти України відрізняють «ринок цінних паперів (фондовий ринок) та ринок інших фінансових інструментів (крім інструментів грошового ринку)» [95]. Проблемами розвитку вітчизняного фондового ринку є: недосконалість стратегії держави щодо реформування ринку цінних паперів, непослідовність її дій, невідповідність правового регулювання фінансового сектору національної економіки потребам практики, недосконалість інфраструктури ринків капіталу, різні можливості для реалізації прав власності

та їх захисту міноритарними й мажоритарними власниками, висока концентрація контролю над акціонерними товариствами в руках обмеженого кола власників. Незначні обсяги торгів цінними паперами, їх низька активність на торговельних майданчиках, недостатня якість і високі ризики інвестування в цінні папери перешкоджають формуванню їх об'єктивної ціни й ускладнюють прогнозування курсу. Ситуацію ускладнюють дисбаланси в концентрації торгів на біржовому та позабіржовому сегментах фондового ринку, які загострюють суперечність між ними.

В умовах виходу України на світові фінансові ринки необхідно розширити спектр використовуваних фондових інструментів для забезпечення її міжнародної конкурентоспроможності. «Фінансовий ринок можна визначити як механізм перерозподілу капіталів між кредиторами й позичальниками за допомогою посередників на основі попиту і пропозиції» [96, с. 44]. Головне призначення фінансових ринків – трансформація тимчасово вільних грошових коштів у капітал, перетворення заощаджень в інвестиції. Фінансовий ринок має складові у формі ринку позичкових капіталів, грошового ринку й ринку капіталів. Ринок капіталів оперує цінними паперами з великим терміном погашення. Часові критерії їх віднесення до довгострокових в Україні – один рік, у світі – п'ять років. Відповідно середньостроковий характер мають інструменти від одного до п'яти років.

Сучасна світова фінансова криза стала початком нового етапу наукових дискусій щодо проблем ефективності та стабільності функціонування фондових ринків крізь призму теорії поведінкових фінансів [97, с. 42]. На вибір рішень учасників фондового ринку впливають такі фактори: почуття самовпевненості, страху, справедливості, очікування стабільності тощо. Цю специфіку необхідно враховувати при прийнятті інвестиційних рішень, при розробці механізмів протидії тенденціям дестабілізації фондових ринків. Ключовими недоліками існуючих науково-методологічних підходів до вирішення проблем фондових ринків є такі: припущення про інформаційну ефективність, раціональність поведінки інвесторів, гомогенність їх очікувань на незалежність

вчинків. Поведінкові підходи на фондовому ринку ґрунтуються на інтегруванні елементів психологічних особливостей людей, їх суджень і процесів прийняття рішень за умов невизначеності.

Розробка ефективних механізмів протидії тенденціям дестабілізації фондових ринків передбачає розмежування нормальних коливань та відхилення ринку від стану рівноваги. Потребує оцінки зона реагування на активне втручання або протидію тенденціям дестабілізації. Превентивні механізми доцільно застосовувати, коли динаміка стану ринку наближається до однієї з меж коридору нормального коливання, в інших випадках вони можуть не приносити результатів [98, с. 231]. Факторами, що стримують дію фондових механізмів формування суб'єктів господарювання, є: військово-політична та економічна нестабільність, обмеженість надійних довгострокових інвестиційних інструментів, низька транспарентність, слабкість пруденційного регулювання фондового ринку, низька прибутковість інвестицій, висока інфляція, недосконалість нормативно-правового регулювання, корупція, дефіцит висококваліфікованих фахівців тощо [99, с. 205].

Природа капіталу має дві сторони: реальну (фізичну), яка виражена в запасі, що виробляє потік послуг; вартісну (одиниця капітальної вартості) [100, с. 19]. Діалектика взаємозв'язку полягає в тому, що потік послуг перетворюється на потік доходу, а капітал у вартісному вираженні може дорівнювати потоку доходів, що дисконтуються. Коефіцієнт дисконтування, який сприймається як ціна капіталу, виступає поточною нормою відсотка. У такому вигляді капітал перетворюється на універсальну форму вкладень, а відсоток – на єдине вираження різних видів доходів. Проблема впливу процентних ставок на фондові механізми формування капіталу суб'єктів господарювання включає ще один аспект, пов'язаний із грошово-кредитною політикою центральних банків. Зниження або підвищення облікової ставки істотно впливає на кон'юнктуру ринку в частині її симулювання чи дестимулювання.

На розвиток фондового ринку суттєво впливає концепція соціальних фінансів. «Фінансовими інноваціями, які репрезентують цей напрям фінансів, є такі інструменти колективного фінансування й інвестування, як краудфандинг та краудінвестинг» [101, с. 12]. Краудфандинг (англ. *crowdfunding*, *crowd* – громада, гурт, юрба, *funding* – фінансування), тобто «фінансування громадою», – це добровільна співпраця людей, які заручилися підтримкою громадськості, об'єднали власні фінансові ресурсів для вирішення визначеного кола питань. «Це інноваційна фінансова послуга, головна ідея якої ґрунтується на співпраці у формі колективного фінансування ризикових проектів заради досягнення визначених специфічних цілей (фінансових чи нефінансових) або без розрахунку на вигоду у формі пожертви чи спонсорства. Фінансування здійснюється за рахунок формування пулу капіталу, який надходить від значної кількості осіб на основі відкритого конкурсу за допомогою Інтернет-технологій» [101, с. 12]. Краудінвестинг (англ. *crowd investing*) – альтернативний фінансовий інструмент для залучення капіталу в діяльність підприємств малого бізнесу від широкого кола мікроінвесторів.

Ефективний розвиток фондового ринку передбачає необхідність розробки дієвих заходів із реформування ринків капіталу в Україні за координуючою роллю держави. Серед них: залучення внутрішніх фінансових ресурсів у бюджетну сферу шляхом емісії середньо- і довгострокових державних боргових цінних паперів високої інвестиційної якості; сприяння виходу українських емітентів на зарубіжні фондові ринки, а також відкриття внутрішнього ринку для іноземних емітентів; адаптація до інституціональних умов європейських норм пруденційного регулювання ринку капіталів; створення правових засад для гарантування незалежності рейтингових агентств; стимулювання випереджального розвитку організованого ринку порівняно з неорганізованим; розбудова національної депозитарної системи; підвищення вимог до розкриття інформації учасниками ринку цінних паперів.

Фундаментом регульованого ринку капіталу є своєчасне розкриття достовірної інформації емітентами цінних паперів, що забезпечує наявність у

них достатніх даних для прийняття обґрунтованих рішень стосовно інвестицій. НКЦПФР України підтримує перехід до міжнародних стандартів розкриття інформації, визначаючи цей напрям одним із найбільш пріоритетних для розвитку вітчизняного ринку капіталу, передусім Міжнародної організації комісій з цінних паперів (англ. *International Organization of Securities Commissions, IOSCO*). Це міжнародна фінансова організація, що об'єднує національні органи регулювання ринку цінних паперів [102, с. 4].

Важливе значення має функціонування нової Електронної системи комплексного розкриття інформації (ЕСКРІН), яку впроваджує НКЦПФР за підтримки Проекту *USAID* «Розвиток ринків капіталу». Вона покликана спростити процес подання емітентами звітної інформації та надавати швидкий і безоплатний доступ до неї широкому загалу інвесторів. У процесі розробки концепції зазначеної системи було розглянуто й проаналізовано електронні технології, які базуються на передовому міжнародному досвіді та найсучасніших інформаційних технологіях і відповідають національному законодавству, не створюючи надмірного навантаження для компаній у плані трансакційних витрат. ЕСКРІН передбачає подання через мережу Інтернет-проспектів емісії, звітів про результати розміщення цінних паперів, річних, квартальних звітів тощо [103, с. 76].

На розвиток фондового ринку впливають такі чинники: інфляція, стан бюджету, валютний курс, демократизація фінансового сектору; сек'юритизація – процес розширення видів і масштабів випуску цінних паперів. Найбільш потужними є фактори глобалізації фінансового капіталу, його мобільності, імпорту іноземного фінансового капіталу, який дає помітний стимул для зростання фінансового сектору будь-якої країни; інвестиції та економічне зростання.

Фінансові інновації в сучасних умовах розглядають як похідні інструменти загального інноваційного розвитку, оскільки вони мають характер унікальних явищ, а не масової тенденції. Утім, враховуючи недостатній розвиток фондового ринку України, деякі з них можна кваліфікувати як квазі-

інновації. Цей висновок поширюється на ті продукти та послуги, які є новими для наших ринків, але давно відомі розвинутих фінансовим ринкам, в багатьох випадках давали поштовх до переходу фінансової системи на принципово новий рівень розвитку. Українські компанії в поточний час мають можливість залучення додаткових ресурсів за допомогою первинних та вторинних публічних розміщень акцій, приватних розміщень акцій, емісії єврооблігацій, синдикуваного кредитування тощо [104, с. 19]. Уряд України використовує емісію суверенних та муніципальних єврооблігацій як джерело надходження додаткових фінансових ресурсів.

На сьогодні стратегічною метою функціонування підприємства стає максимізація справедливої вартості як показника потенціалу зростання добробуту акціонерів. В умовах фінансіалізації економіки цей критерій набуває все більшої економічної ваги та стає ключовим для прийняття будь-яких управлінських рішень. Макроекономічне середовище, в якому функціонують суб'єкти господарювання, визначає умови залучення додаткових фінансових ресурсів: публічність, прозорість в управлінні й здійсненні операційної діяльності для інвесторів та акціонерів.

Наукова парадигма фінансового ринку ґрунтується на стійкому стані асиметрії інформації, яка є потужним імпульсом виникнення та еволюції фінансового посередництва, оскільки його економічна функція побудована на володінні особливими знаннями й умінні ними користуватися. Інвестори (фізичні та юридичні особи) володіють обмеженою інформацією, що обмежує реалізацію їх прав і спричиняє недобросовісну конкуренцію на фондовому ринку [105; 106]. Суттєва асиметрія інформації, яка присутня на фінансовому ринку, здатна призводити до кризових явищ в економіці за рахунок обігу складних фінансових продуктів і торгівлі ними.

Прийняття рішень у короткі терміни при великому масиві інформації породжують деформації в цінових рішеннях учасників фінансового ринку. Повна й симетрична інформація на ринку є ознакою досконалої конкуренції, де через взаємодію попиту та пропозиції визначаються ринкові ціни й надають

агентам ринку вичерпні сигнали про наявні альтернативи. Зазначена умова схожа на ідеальну модель, у дійсності же «брак і недоступність ринкової інформації перешкоджає прийняттю оптимальних рішень... У зв'язку із цим, під дією фактора повноти та симетричності розподілу інформації між агентом і принципалом виникають певні дисбаланси, які впливають на прийняття рішень під час процесу ціноутворення на фінансові товари » [107, с. 57].

Ще однією суттєвою проблемою є надійність інформації з огляду на її мінливість, старіння, можливість втрати, когнітивні обмеження в її сприйнятті, розумінні й оцінці, що пов'язано з особливостями людського мислення. Неповнота інформації є об'єктивно існуючим явищем, безпосередньою причиною ринкової невизначеності, яка є передумовою прийняття рішень у ціноутворенні, що спричиняють виникнення його дисбалансів.

Наслідки асиметрії інформації для фондового ринку наведено в табл. 1.6.

Таблиця 1.6

Наслідки асиметрії інформації для фондового ринку

Позитивні	Негативні
<ul style="list-style-type: none"> - стимулювання розвитку економіки знань та інформаційних технологій, - розвиток ризик-менеджменту, - ретельний контроль інвестиційних трансакцій, 	<ul style="list-style-type: none"> - перешкоджання прийняттю оптимальних рішень; - виникнення додаткових транзакційних витрат; - погіршення конкурентних позицій; - зростання ймовірності опортуністичної поведінки та ризику безвідповідальності; - його суб'єктів
<ul style="list-style-type: none"> - сприяння активній поведінці суб'єктів ринку 	<ul style="list-style-type: none"> - нерівномірний розподіл серед учасників ціноутворення під час укладення ринкових угод; - недобросовісна конкуренція з огляду формування ринкової влади продавців; цінова дискримінація учасників ринку, переважно споживачів фінансових послуг

Джерело: власна розробка.

Вони є доволі суперечливими й полягають в адаптації суб'єктів господарювання до умов асиметричності інформації на фондовому ринку та

зниженні ризиків формування капіталу. Утім позитиви асиметрії інформації для фондового ринку не перекривають її негативів.

Під ризиком опортуністичної поведінки, або безвідповідальності, розуміємо ситуацію, коли більш поінформовані учасники фондового ринку отримують неправомірну вигоду, порушують законодавчі вимоги або умови договорів. Його спричиняє викривлення, неподання або неповне розкриття належної інформації учасниками фінансового ринку.

У сучасних умовах відбувається «перехід до наступного ступеня розвитку світового співтовариства – постіндустріального типу суспільства, що відзначається провідними позиціями сфери послуг та інформаційних технологій у системі створення валового національного продукту» [79, с. 235].

Система правових норм, що регулює фондові механізми суб'єктів господарювання, включає самостійні правові інститути: акціонерне та вексельне право, інститут пайових цінних паперів, інститути бездокументарних, емісійних цінних паперів, професійних учасників фондового ринку.

Світова економіка динамічно розвивається й формує глобальні канали ліквідності шляхом мобілізації капіталів на фондових ринках. Економічна конкурентоспроможність країн залежить від використання основних виробничих чинників, однак існує ризик дисбалансу економічної системи в разі неефективного їх використання. Тому глобалізаційні процеси можуть здійснювати, крім позитивного впливу, ще й деструктивний вплив на розвиток національної економіки [108, с. 328].

За критерієм об'єкта правового регулювання зазначену підгалузь права О. Кологойда пропонує називати фондовим правом [109, с. 20]. Комплексний її характер зумовлений поєднанням норм матеріального та процесуального права різної галузевої належності:

господарського (форми, методи засоби державного регулювання, господарська компетенція органів, що регулюють фондовий ринок, професійних учасників фондового ринку, договірне регулювання професійної

діяльності на фондовому ринку, поняття та ознаки цінного папера як виду майна суб'єкта господарювання);

цивільного (поняття, речово-правова юридична природа цінного папера, структура та зміст майнових і немайнових прав на цінний папір та прав з цінного папера);

фінансового (емісія державних цінних паперів, обслуговування державного внутрішнього та зовнішнього боргу);

адміністративного (правовий статус органів державної влади та місцевого самоврядування, що регулюють відносини на фондовому ринку).

Норми процесуальних галузей права забезпечують охорону прав та законних інтересів учасників фондового ринку.

Стратегічні завдання концептуальних засад державного регулювання фондового ринку в Україні зводяться до такого: створення умов для залучення інвестиційних ресурсів за рахунок зовнішніх і внутрішніх джерел; їх ефективний розподіл серед суб'єктів господарювання, здатних за рахунок розширення своєї виробничої діяльності забезпечити дохід інвесторам [110, с. 103].

Підвищенню інвестиційної привабливості підприємств сприятиме формування механізмів контролю за підприємствами й корпоративного управління з боку акціонерів; розвиток правової, інформаційної, розрахунково-клірингової, депозитарної, торгової та інших складових інфраструктури фондового ринку; гарантування системи безпеки учасників фондового ринку й захисту прав інвесторів, транспарентності операцій на ньому; підвищення правової та професійної культури всіх учасників ринку цінних паперів, а також загальної ринкової культури населення (рис. 1.4).

Напрямами вдосконалення корпоративного управління є забезпечення відповідності національного корпоративного законодавства міжнародним стандартам; контроль за прозорістю та відкритістю діяльності акціонерних товариств; досягнення балансу інтересів між дрібними й великими акціонерами; удосконалення механізмів захисту прав інвесторів; створення

сприятливого інвестиційного клімату в країні; розвиток інвестиційної інфраструктури.

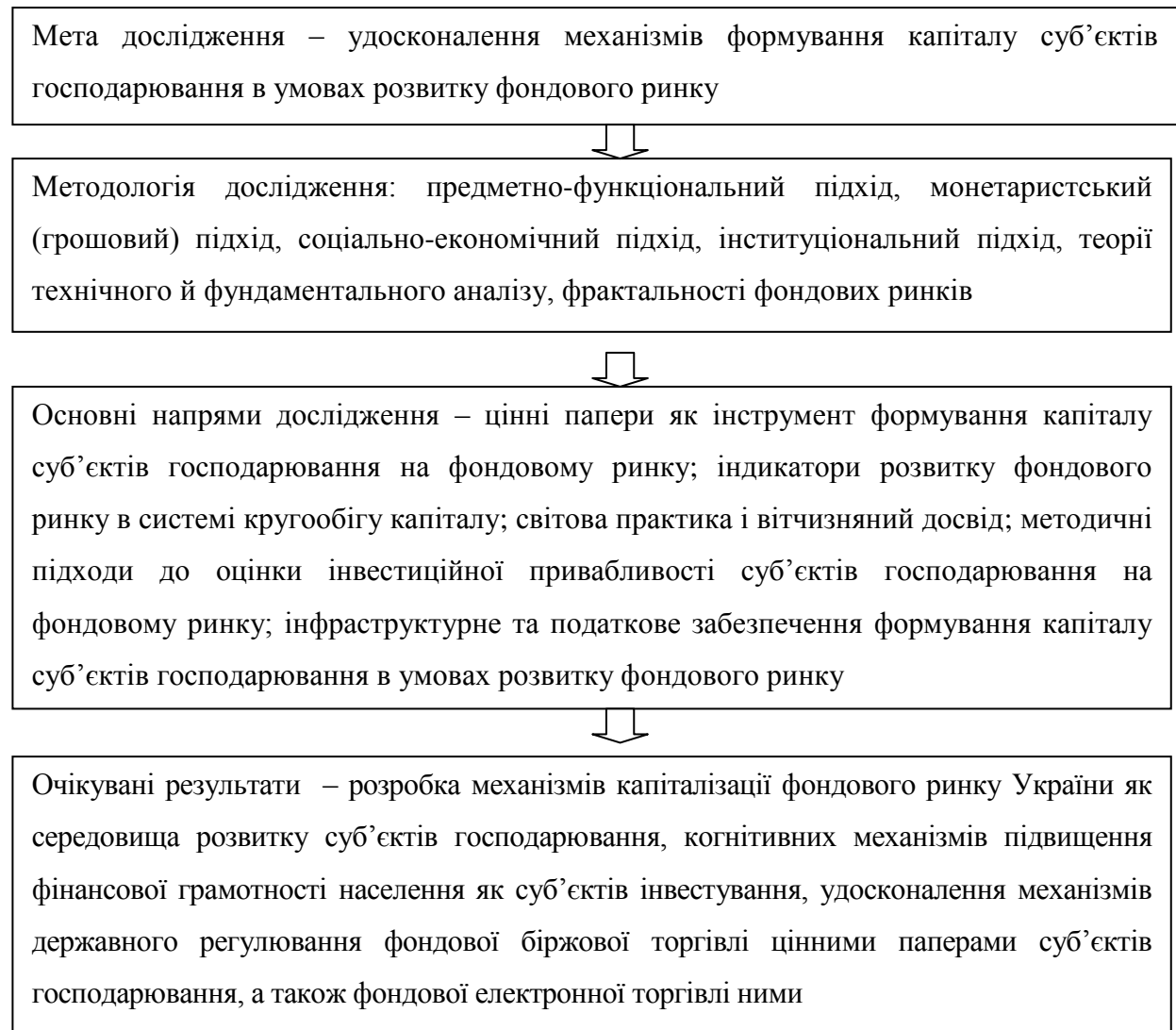


Рис. 1.4. Концепція вдосконалення механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання в умовах розвитку фондового ринку

Джерело: власна розробка

Напрямами удосконалення фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання є:

визнання акціонерних товариств невід'ємною частиною державної економічної політики;

забезпечення стабільного розвитку й ефективного функціонування фінансового ринку та його окремих сегментів (фондового, кредитного, валютного тощо) як зовнішнього середовища діяльності акціонерних товариств;

удосконалення Національної депозитарної системи;

стимулювання конкуренції між фондовими біржами та іншими організаторами торгівлі цінними паперами;

обмеження проявів монополізації й високої концентрації угод на фондовому ринку за продавцями, покупцями, фінансовими інструментами;

сприяння інтеграції національної економіки в європейський і світовий ринки тощо.

Висновки до розділу 1

1. У дисертації узагальнено основні теоретико-методологічні підходи до дослідження ринків капіталу: предметно-функціональний, монетаристський (грошовий), соціально-економічний, інституціональний, технічний і фундаментальний аналіз, фрактальність фондових ринків.

2. Формалізовано зміст фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання в умовах ринку, визначено переваги переходу до бездокументарних випусків цінних паперів в Україні: збільшення обсягів торгів на організованому сегменті фондового ринку, прискорення обігу цінних паперів і відповідне зростання ліквідності вторинного ринку, забезпечення гарантій безперешкодної реалізації прав власності на цінні папери. Також позитивно слід оцінити економію 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.

3. Визначено діалектику 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).

4. Запропоновані концептуальні засади вдосконалення фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання сприятимуть підвищенню ефективності їх діяльності, забезпечать захист прав власників акцій, менеджерів та найманих працівників. Це позитивно вплине на розвиток вітчизняного фондового ринку, його наближення до європейських стандартів, зокрема завдяки покращенню корпоративного управління.

Список використаних джерел до розділу 1

1. Мацелюх Н. Основні теорії походження цін на фінансовому ринку. *Ринок цінних паперів України. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку*. 2011. № 9–10. С. 3–10.
2. Тюрго А. Размышления о создании и распределении богатств: Ценности и деньги / Александр Н. Миклашевский (пер. и доп.). Юрьев, 1905. XVIII, 80 с. URL: http://land-question.narod.ru/Turgo_Ouevres.html.
3. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / пер. с англ. В. С. Афанасьев. Москва: Эксмо, 2007. 957 с. (Антология экономической мысли).
4. Вірченко В., Вірченко В. Особливості еволюції та сучасний стан ринку державних боргових цінних паперів України. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2012. Вип. 139. С. 21–25.

5. Рикардо Д. Начала политической экономии и налогового обложения. Избранное / пер. с англ.; предисл. П. Н. Клюкина. Москва : Эксмо, 2007. 960 с. (Антология экономической мысли).
6. Ricardo D. The Principles of Political Economy and Taxation. New York : Dover Publications, 2004. 320 p.
7. Блауг М. Економічна теорія в ретроспективі / пер. з англ. І. Дзюб. Київ : Видавництво Соломії Павличко «Основи», 2001. 670 с.
8. Бастиа Ф. К. Экономические гармонии; Избранное / пер. с фр. Ю. А. Школенко ; предисл. Г. Сапов. Москва : Эксмо, 2007. 1197 с. (Антология экономической мысли).
9. Бем-Баверк Е. Основы теории ценности хозяйственных благ. Глава 6. *Ценность производительных материальных благ и вообще материальных благ «отдаленного порядка». Отношение между ценностью и издержками производства.* URL: https://malchish.org/lib/economics/boehm-bawerk_gutenwerts.htm#xgl7.
10. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии / под ред. Ф. Энгельса. Москва : Политиздат, 1978. Т. III. Кн. III. Процесс капиталистического производства, взятый в целом. Ч. II. I–IV. С. 509–1084.
11. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т. II. Кн. II. Процесс обращения капитала. Москва : Политиздат, 1969. 648 с.
12. Туган-Барановский М. И. Промышленные кризисы. Очерк из социальной истории Англии / науч. ред. Т. И. Деревянкин ; вступ. ст. Л. П. Горкина ; НАН Украины, Объед. ин-т экономики. 2-е изд., совершенно перераб. Киев : Наукова думка, 2004. 368 с.: рис. (Классика отечественной экономической мысли).
13. Кондратьев Н. Д. Большие циклы конъюнктуры и теория предвидения: избранные труды / Международный фонд Н.Д.Кондратьева,

Международный ин-т Питирима Сорокина – Николая Кондратьева, Институт экономики РАН. Москва : Экономика, 2002. 767 с.

14. Радзієвська В. М. Відсоткові ставки фінансового ринку: теоретичні аспекти. *Економіка: теорія та практика*. 2013. № 2. С. 61–69.

15. Маршалл А. Основы экономической науки / пер. с англ. В. И. Бомкин и др. ; предисл. Д. М. Кейнс. Москва : Эксмо, 2007. 832 с. (Серия «Антология экономической мысли»).

16. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / пер. с англ. Н. Н. Любимов ; ред. пер. Л. П. Кураков ; Ассоциация российских вузов. Москва : Гелиос АРВ, 1999. 352 с. (Классики экономической науки – XX век).

17. Osborne M. F. The Stock Market and Finance From a Physicist's Viewpoint. Crossgar Pr; Later Printing edition, 1996. 381 p.

18. Badea L. CAPM in the framework of current European capital market. *Актуальні проблеми економіки*. 2013. № 8. С. 172–182. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ape_2013_8_22

19. Dajcman S. Is CAPM valid? Evidence from Slovenia. *Актуальні проблеми економіки*. 2013. № 9. С. 303–311. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ape_2013_9_43.

20. Гуляєва Л. П. Еволюція податку Тобіна як інструмента регулювання фінансових ринків Evolution of the. *Вісник Академії праці і соціальних відносин Федерації профспілок України*. 2014. № 1. С. 34–42.

21. Кулик А. Б., Хохич Д. Г. Застосування моделі Тобіна для аналізу економічних процесів в Україні. *Фінанси України*. 2010. № 9. С. 37–48.

22. Schwager J. Hedge Fund Market Wizards: How Winning Traders Win. Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2012. 526 p.

23. Колосов А. М. Проектування дисконтних цін товарів на основі оптимізації за Парето. *Управління проектами та розвиток виробництва*. 2013. № 1. С. 58–64.
24. Піскун О. В. Хеджування фондового портфеля на основі стратегій управління волатильністю з динамічним підбором параметрів. *Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України*. 2015. Вип. 2. С. 42–45.
25. Лебедев О. В. Концепция рыночной эффективности: теоретическое и эмпирическое обоснование и роль в создании стоимости. *Корпоративные финансы*. 2011. № 2 (18). С. 82–91.
26. Granger C. W. J., Morgenstern O. Spectral analysis of New York stock market prices. *KIKLOS. International Review for Social Sciences*. 1963. Vol. 16. Is. 1. P. 1–27. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1467-6435.1963.tb00270.x>.
27. Хикс Д. Теория экономической истории / пер. с англ. Б. М. Болотин ; общ. ред. пер. Р. М. Нуреев. 2-е изд., стер. Москва : НП «Журнал Вопросы экономики», 2006. 223 с. (Вопросы экономики).
28. Самуэльсон П. Э., Нордхаус В. Д. Экономика / пер. с англ. О. Л. Пелявского. Москва ; Санкт-Петербург ; Киев : Вильямс, 2012. 1358 с.
29. Грэхем Б., Цвейг Дж. Разумный инвестор : пер. с англ. Москва : Вильямс, 2009. 672 с.
30. Балдич Н. Методологічні засади дослідження проблем державного регулювання фінансових ринків. *Вісник Національної академії державного управління при Президентові України*. 2010. № 3. С. 107–113.
31. Барташевська Ю. М., Яворський А. О. Фрактальний аналіз фінансових ринків: теоретичні та практичні аспекти застосування. *Європейський вектор економічного розвитку. Економічні науки*. 2015. № 1. С. 7–14.
32. Пластун О. Гіпотеза надреакцій: теорія та практика фінансових ринків. *Вісник Національного банку України*. 2015. № 1. С. 50–55.

33. Сафонов Ю. М. Функціонування інформаційних інститутів на фінансовому ринку. *Ефективна економіка*. 2013. № 7. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2013_7_3.

34. Бичіна Ю. С. Теоретико-методичні підходи до визначення сутності фінансових відносин суб'єктів страхового ринку. *Вісник Приазовського державного технічного університету. Серія: Економічні науки*. 2010. Вип. 20. С. 67–71.

35. Сапачук Ю. Методологічні аспекти формування фіктивного капіталу. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2011. Вип. 124–125. С. 94–97.

36. Малишенко К. Основи мутаційної теорії фондового ринку. *Ринок цінних паперів*. 2013. № 9–10.

37. Ананьєв, М. Ю. Глобальні детермінанти розвитку ринків цінних паперів : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.02 / Держ. ВНЗ «Київ. нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана». Київ, 2018. 19 с.

38. Юдіна С. В., Єресько К. О. Інноваційні підходи реформування Державного бюджету в Україні. *Економіка. Фінанси. Право* : щомісячний інформаційно-аналітичний журнал. 2016. № 10. С. 10–20.

39. Soros G. *The Alchemy of Finance*. 2nd Edition. New Jersey : John Wiley & Sons, 2015. 176 p.

40. Здреник В. С. Фінансові вкладення та фінансові інвестиції: проблеми категорійного визначення сутності понять. *Інноваційна економіка*. 2013. № 8. С. 260–266.

41. Гапонюк М. А., Дегтярьова Н. В. Фінансові інновації на українському біржовому . *Фінанси України*. 2012. № 2. С. 59–69.

42. Карпенко Г. В., Данькевич А. П. Фінансові інновації: питання теорії та можливості впровадження в економіку країни. *Фінанси України*. 2008. № 9. С. 111–118.

43. Шевченко В. Фінансові інновації та сучасні інструменти міжнародних фінансових ринків. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2012. Вип. 133. С. 30–33.

44. Ніколаєва А. М. Роль ринку фінансових послуг у соціально-економічному розвитку регіонів: теоретичний аспект. *Економічний форум*. 2017. № 2. С. 318–326.

45. Мандибуря В. Фіктивний капітал в умовах сучасної світової економіки. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2012. Вип. 132. С. 5–9.

46. 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.

47. Дорошенко І. В. Сучасні теоретичні концепції розвитку фінансових ринків капіталу. *Ефективна економіка*. 2009. № 2. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2009_2_4.

48. Грішнова О. А., Брінцева О. Г. Фіктивний людський капітал: сутність, характерні особливості, чинники формування. *Демографія та соціальна економіка*. 2015. № 1. С. 90–101.

49. Грішнова О. А., Брінцева О. Г. Фіктивний людський капітал: концептуальні підходи та особливості оцінювання. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2016. Вип. 4. С. 29–32.

50. Норт Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки / пер. І. Дзюб. Київ : Основи, 2000. 198 с.

51. Рязанова Н. С. Фінансовий ринок як економічна категорія: її характерні риси, суспільне призначення та функції у сучасному

інформаційному суспільстві. *Проблеми економіки*. 2015. № 1. С. 299–312.

52. Воронкова О. М., Кішик Т. В. Аналіз діяльності страхових компаній на фінансовому ринку України: комплексний підхід. *Економічний вісник університету*: збірник наукових праць. Переяслав-Хмельницький: ДВНЗ «Переяслав-Хмельницький ДПУ імені Григорія Сковороди», 2017. Вип. 33/1. С. 284–293.

53. Лобова О. М. Організаційно-правові основи створення товариств взаємного страхування. *Інвестиції: практика та досвід*. 2012. № 4. С. 83–87.

54. Квасова О. П. Системний підхід до державного регулювання інвестиційної діяльності банків на фондовому ринку. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2015. № 6. С. 47–53.

55. Петренко М. В. Теоретичні аспекти формування фінансових рішень у сучасному ринковому середовищі. *Бізнес Інформ*. 2013. № 3. С. 323–327.

56. Шутеева О. Ю. Теоретичні засади визначення сутності фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів. *Фінансовий простір*. 2013. № 3. С. 118–122.

57. Деева Н. Е. Корпоративне управління і фінансовий ринок: проблеми теорії та практики: монографія / НАН України, Ін-т економіки пром-сті. Донецьк, 2011. 524 с.

58. Деева Н. Е. Генезис акціонерного підприємництва: українсько-російський досвід. *Культура народів Причорномор'я*. 2009. № 172. С. 134–138.

59. Павленко К. В., Сущенко О. М. Сучасний стан та перспективи розвитку похідних цінних паперів світового ринку капіталів (Частина II.

Практичний аспект). *Формування ринкових відносин в Україні*. 2011. № 9. С. 52–61.

60. Москвін С. Пруденційні нормативи достатності капіталу торговців цінними паперами. *Ринок цінних паперів України*. 2012. № 9. С. 77–85.

61. Миколишин М. М. Емісія боргових цінних паперів банками України як чинник активації внутрішнього ринку залучення капіталу. *Наукові записки Львівського університету бізнесу та права*. 2012. Вип. 8. С. 156–162.

62. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. URL: <https://zakon.help/law/3480-IV/>

63. Про депозитарну систему України : Закон України від 06.07.2012 № 5178-VI. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/5178-17>.

64. Про акціонерні товариства : Закон України від 17.09.2008 № 514-VI. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/514-17>.

65. Олійник О. В., Акімова Н. С., Безпалова О.О. Історичний розвиток та організаційно-правові аспекти функціонування акціонерних товариств. *Економічна стратегія і перспективи розвитку сфери торгівлі та послуг*. 2009. Вип. 2. С. 96–103.

66. Федулова Л., Лебедева Н. Фінансові інновації в модернізації економічної системи. *Світ фінансів*. 2011. Вип. 4. С. 7–18.

67. Барановський О. І. Індикатори фінансової безпеки фондового ринку. *Фінанси України*. 2016. № 5. С. 57-81.

68. Бовсуновська Г. С. Розвиток ринку автотранспортного страхування України : автореф. дис ... канд. економ. наук : 08.00.08. Львів, 2016. 20 с.

69. Методика розрахунку рівня економічної безпеки України : Наказ Міністерства економіки України від 02.03.2007 № 60. URL: <http://zakon.nau.ua/doc/>

70. Квасницька Р. С. Теоретичні основи поняття «потенціал інституту фінансового ринку». *Науковий вісник Ужгородського університету. Серія: Економіка*. 2014. Вип. 1. С. 149–151.

71. Шірінян Л. Понятійна сутність і теоретико-концептуальні засади фінансового регулювання страхового ринку. *Світ фінансів*. 2012. Вип. 1. С. 129–138.

72. Класифікація організаційно-правових форм господарювання. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/klasf/nac_kls/op_dk002_2016.htm.

73. Класифікація організаційно-правових форм господарювання: Державний класифікатор ДК 002:2004 : Затверджено наказом Державного комітету України з питань технічного регулювання та споживчої політики від 28 травня 2004 р. № 97. URL: http://www.vobu.com.ua/img/-custom/Classifier/7/file_rus.pdf.

74. Рекова Н. Ю., Пипко С. О., Чистюхіна Ю. А. Реформування основних інститутів системи місцевих фінансів на засадах фіскальної децентралізації. *Вісник Донбаської державної машинобудівної академії*. 2017. № 1. С. 165–173.

75. Кібенко О. Р. Організаційно-правові форми державного підприємства та державного акціонерного товариства: порівняльно-правовий аналіз. *Право та інноваційне суспільство*. 2013. № 1. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/pric_2013_1_9.

76. Кучеренко І. М. Громадські товариства як вид організаційно-правової форми юридичних осіб. *Університетські наукові записки*. 2008. № 3. С. 55–60.

77. Близнюк О. П., Іванюта О. М. Конкурентні переваги та недоліки акціонерних товариств у системі організаційно-правових форм господарювання. *Економічна стратегія і перспективи розвитку сфери торгівлі та послуг*. 2012. Вип. 2. С. 197–205.

78. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг : Закон України від 12.07.2001 № 2664-III. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2664-14>.

79. Войтенко О. М. Теоретичні аспекти сутності ринку фінансових послуг. *Бізнес Інформ*. 2014. № 8. С. 233–236.

80. Тараш Л. І. Методологічні основи управління акціонерною власністю : автореф. дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.03 / НАН України; Інститут економіки промисловості. Донецьк, 2009. 32 с.

81. Новак В. О., Симоненко Ю. Г. Якість корпоративного управління як необхідний компонент стратегічного розвитку компанії. *Проблеми системного підходу в економіці*. 2008. № 3. URL: http://www.nbu.gov.ua/e-journals/PSPE/2008-3/NovakSimonenko_308.htm.

82. Козлов С. Корпоративна власність: принципи управління та особливості регулювання. *Юр. газета*. 2006. № 4 (64). URL: <http://www.yur-gazeta.com/ru/oarticle/2044/>

83. Давиденко Н. М. Фінансові аспекти корпоративного управління. *Актуальні проблеми розвитку економіки регіону*. 2008. Вип. IV. Т. 1 URL: http://www.nbu.gov.ua/portal/Soc_gum/aprer/2008_4_1/26.pdf.

84. Непочатенко О. О., Боровик П. М., Бондаренко Н. В., Філіпова Т. О. Посилення впливу аналізу фінансової діяльності на процес управління підприємством. *Інноваційна економіка*. 2013. № 3. С. 291–296.

85. Господарський кодекс України : Закон України від 16.01.2003 № 436-IV. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/436-15>.

86. Ярошевська О. В., Деєва Н. Е. Фондові механізми управління державними корпоративними правами в економіці України. *Молодий вчений*. 2017. № 3. С. 641–645.

87. Класифікація видів економічної діяльності (КВЕД-2010). URL: http://kved.ukrstat.gov.ua/KVED2010/kv10_i.html.

88. Любкіна О. В. Формування сучасної теорії фінансових ринків: основні проблеми та напрями розвитку. *Вісник Академії праці і соціальних відносин Федерації профспілок України*. 2014. № 3–4. С. 70–76.

89. Єрмошкіна О. В. Фінансові інновації: біхевіористський аспект. *Економічний простір*. 2014. № 92. С. 195–207.

90. Манжура О. В. Інвестиції у структурній перебудові національної економіки: значення та взаємозв'язки. *Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі. Серія: Економічні науки*. 2016. № 5. С. 9–15.

91. Галенко Н. О. Стратегічні прийоми виходу фондового ринку України з кризового стану із урахуванням міжнародних концепцій. *Економічний простір*. 2013. № 78. С. 191–199.

92. Домбровський В. С., Пластун О. Л., Пластун В. Л. Гіпотеза ефективного ринку як сучасна концепція фондового ринку. *Актуальні проблеми економіки*. 2013. № 1. С. 14–19.

93. Петько С. М. Теорія посередництва на світовому ринку фінансових послуг. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія: Економічні науки*. 2014. Вип. 8 (7). С. 33–37.

94. Дорошенко І. В. Теоретико-методологічні основи концепції розвитку фінансових ринків в умовах глобальної кризи. *Фінанси України*. 2009. № 3. С. 77–89.

95. Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011–2015 роки : Розпорядження Кабінету Міністрів України від 29.09.2010 № 1900. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1900-2010-%D1%80>.

96. Клименко О. В. Теоретичне визначення сутності й структури фінансового ринку. *Інвестиції: практика та досвід*. 2013. № 19. С. 42–45.

97. Сидоренко П. О. Сутність теорії фінансового резонансу як альтернативного підходу до аналізу фондових ринків. *Інвестиції: практика та досвід*. 2013. № 6. С. 39–43.

98. Пшик Б. І. Теоретичне обґрунтування критеріїв раціональності у формуванні фінансово-кредитних відносин на фінансовому ринку. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2013. Вип. 1. С. 229–236.

99. Виговська В. В. Проблемні тенденції формування та реалізації інвестиційного потенціалу страхового ринку України. *Вісник Чернігівського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки*. 2014. № 4. С. 204–208.

100. Лемішко О. О. Етимологія категорії «капітал» у економічній думці стародавнього світу, теорії меркантилізму і класичній економічній теорії. *Економічний вісник Донбасу*. 2014. № 1. С. 17–20.

101. Васильчук І. Краудфандінг і краудінвестинг як фінансові інновації. *Ринок цінних паперів України*. 2013. № 11–12.

102. Павловський С. В. Фінансування підприємств в системі антикризового управління : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / Держ. ВНЗ «Київ. нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана». Київ, 2017. 20 с.

103. 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)*. Economic science. Sheffield : Science and education LTD, 2017. P. 3–5.

104. Грищенко Т. В., Анзіна Г. В. Вплив фінансіалізації економіки на функціонування граничних ринків капіталу. *Проблеми економіки*. 2015. № 1. С. 16–21.

105. Мацелюх Н. П. Вплив асиметрії інформації на цінові механізми ринку цінних паперів і ризик розвитку криз. *Проблеми економіки*. 2015. № 4. С. 273–278.

106. Мацелюх Н. П. Асиметрія інформації, як фактор дисбалансів ціноутворення на фінансовому ринку: теоретичний аспект. *Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України*. 2013. № 2. С. 88–95.

107. Крисюк Л. М., Москвіченко І. М., Стаднік В. Г. Вплив асиметрії інформації на ринок підприємств транспортних послуг. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету*. 2017. № 1. С. 55–58.

108. Стрижиченко К. А. Формування концепції регулювання фінансового ринку України. *Бізнес Інформ*. 2014. № 10. С. 324–330.

109. Кологойда О. В. Теоретична концепція фондового права та його місце в системі права України. *Приватне право і підприємництво*. 2014. Вип. 13. С. 18–21.

110. Терещенко Г. М. Концептуальні засади державного регулювання фондового ринку. *Фінанси України*. 2011. № 2. С. 97–105.

РОЗДІЛ 2 ФОНДОВІ ІНСТРУМЕНТИ ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ

2.1 Пайові цінні папери формування акціонерного капіталу

Інвестори купують активи суб'єктів господарювання (акції, облігації або нерухомість), сподіваючись отримати або регулярний дохід у вигляді дивідендів, відсотків по купонах, рентних платежів, або єдино-разовий дохід від продажу активів за вищою ціною.

Виникнення акціонерних товариств представляє собою матеріалізацію титулів власності, представлених акціями, облігаціями, векселями, які приносять власнику дохід у формі дивідендів, процентів, амортизацію дисконту тощо. Інститут капіталу-власності роздвоюється на фіктивний і реальний, які відособлюються від засобів виробництва, характеризуються власною траєкторією і швидкістю руху, а також є відносно автономними один від одного. Динаміка змін реального капіталу є більше прогнозованою порівняно з фіктивним, який якісно змінює ринкову економіку і посилює інвестиційну та загальноекономічну нестабільність. Вкладення приватних інвесторів на фондовому ринку збільшує притік коштів у реальний сектор національної економіки. Однак спекулятивний характер фінансових інвестицій домінує над очікуваннями реальних інвесторів, що непередбачувано впливає на інвестиційні рішення. Капіталізація є віддзеркаленням утворення фіктивного капіталу.

Фіктивність фінансових інструментів визначається не правовими наслідками, а тим, що укладаючи угоду, учасники ринку заздалегідь повною мірою не передбачають наслідки їх виконання. На початку 2000-х років на іпотечному ринку США позичальникам надавалися величезні об'єми грошового капіталу для придбання нерухомості на основі фактично фіктивних угод, але важко було спрогнозувати результати їх невиконання, що і призвело

до виникнення світової фінансової кризи.

Прикметник «фіктивний» має різне змістовне навантаження стосовно різних іменників. Синонімом слова «фіктивні» відносно правочинів є слова «нікчемні», «протиправні». У правовому аспекті відповідно до статті 234 Цивільного Кодексу України «фіктивним є правочин, який вчинено без наміру створення правових наслідків, які обумовлювалися цим правочином. Фіктивний правочин визнається судом недійсним» [1].

Відповідно до статті 195 Цивільного кодексу України в Україні в «цивільному обороті можуть бути такі групи цінних паперів: *пайові цінні папери*, які засвідчують участь власника таких цінних паперів (інвестора) у статутному капіталі та/або активах емітента (у тому числі активах, які знаходяться в управлінні емітента) та надають власнику зазначених цінних паперів (інвестору) право на отримання частини прибутку (доходу), зокрема у вигляді дивідендів, та інші права, встановлені законодавством, а також проспектом цінних паперів або рішенням про емісію цінних паперів; *боргові цінні папери*, які засвідчують відносини позики і передбачають зобов'язання емітента сплатити у визначений строк кошти, передати товари або надати послуги відповідно до зобов'язання; *похідні цінні папери*, механізм розміщення та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та (або) товарних ресурсів; *товаророзпорядчі цінні папери*, які надають їхньому держателю право розпоряджатися майном, вказаним у цих документах» [1].

Класичними інструментами фондового ринку виступають облігації та акції, які належать до різних видів цінних паперів: акція – це право на власність, облігація – право на позику. Перевагами акцій є: можливість їх власників брати участь в управлінні акціонерним товариством, недоліком – невизначеність розміру дивідендів, за виключенням привілейованих акцій. Попри відсторонення власника облігації від управління суб'єктом господарювання, йому гарантується стабільний дохід (у вигляді твердої відсоткової винагороди), що приваблює інвестора, який не хоче ризикувати.

Ознаками облігації є: борговий характер зобов'язання, яке приводить до виникнення кредиторської заборгованості у розмірі номінальної вартості цінного папера; плата за капітал у розмірі фіксованого відсотка; чітко визначені терміни погашення зобов'язання; стабільність отримання доходів; добровільність розміщення; неможливість брати участь в управлінні товариством.

Акція – це неподільний документ, який має обов'язковий реквізит, представлений ім'ям власника, і засвідчує його права: на участь в управлінні товариством (крім привілейованих акцій), на частину майна і немайнових прав товариства і, як наслідок, на участь у розподілі прибутку і отримання дивідендів. Невизначеність фінансових результатів підвищує ризик інвестування в акції.

Корпоративні правовідносини є різновидом цивільно-правових відносин, а саме зобов'язальних, для яких характерним є наявність двох сторін – боржника та кредитора (акціонери та/або акціонерне товариство) [2, с. 105]. У їх межах реалізуються корпоративні права власника акцій. Зобов'язальними є операції як купівлі, так і продажу акцій. Інвестори, володіючи публічними акціями корпорацій реального сектора економіки, опосередковано фінансують їх інвестиційну і операційну діяльність, формування основних і оборотних засобів. При цьому суб'єкти господарювання також розміщують вільні кошти у пенсійних, взаємних, індексних фондах. Посередниками у кругообігу капіталу виступають біржові фонди [3].

Інвестиційний сертифікат – це «цінний папір, який розміщується інвестиційним фондом, інвестиційною компанією, компанією з управління активами пайового інвестиційного фонду та посвідчує право власності інвестора на частку в інвестиційному фонді, взаємному фонді інвестиційної компанії та пайовому інвестиційному фонді» [4]. Власник інвестиційного сертифіката володіє частиною активів інвестиційного фонду, а не статутного капіталу. Ініціатором створення пайового інвестиційного фонду, який не є юридичною особою, є компанія з управління активами, а учасниками –

власники інвестиційних сертифікатів. Оскільки органи управління у зазначеному інвестиційному фонді відсутні, управління ним здійснюють акціонери – власники компанії з управління активами, яке є господарським товариством. Інвестори пайового інвестиційного фонду позбавлені права впливу на прийняття управлінських рішень. Відповідно до Закону України «Про інститути спільного інвестування», «активи пайового інвестиційного фонду належать інвесторам на праві спільної часткової власності. Право власності є речовим правом» [5], на відміну від прав, посвідчених акціями. Оскільки право власності не належить до корпоративних прав, то віднесення інвестиційних сертифікатів до пайових цінних паперів видається спірним. Додатковим аргументом на вірність указаного твердження є обмеження права нарахування і виплати дивідендів інвесторам відкритого та інтервального пайового інвестиційного фонду. Право отримання дивідендів мають лише інвестори пайового інвестиційного фонду «закритого типу, який та/або компанія з управління його активами не бере на себе зобов'язань щодо викупу цінних паперів, емітованих цим інститутом спільного інвестування (або компанією з управління його активами) до моменту його реорганізації або ліквідації» [5].

Корпоративні права в інвесторів пайового інвестиційного фонду можуть виникати лише в окремих, передбачених законодавством випадках. Інвестиційні сертифікати посвідчують лише майнові права на одержання дивідендів пайового інвестиційного фонду закритого типу. Натомість акціями посвідчуються особисті немайнові та майнові права. Зміст прав, які посвідчуються пайовими цінними паперами, залежить від виду (класу) акцій (прості чи привілейовані, різні типи привілейованих акцій передбачають неоднаковий зміст корпоративних прав). Проте кожне з передбачених прав повинно мати свій механізм реалізації, який би унеможливив зловживання як з боку посадових осіб товариства, так і з боку акціонерів, тобто запобігти корпоративним конфліктам. А це, в свою чергу, вимагає вирішення існуючих практичних проблем на законодавчому рівні.

У вітчизняній практиці широке акціонування стало стимулюючим чинником формування нового типу підприємницької діяльності – фінансового підприємництва [6, с. 91]. Якщо на початку ХІХ ст. воно зосереджувалося в основному на операціях із векселями, а угоди купівлі-продажу цінних паперів здійснювалися у трактирах та ринкових площах, то у другій половині ХІХ ст. у практиці вітчизняного фінансового підприємництва з'явилися такі інструменти, як акції, державні та приватні облігації, а обіг цінних паперів відбувався вже на біржовому та позабіржовому ринках. Процес інституціоналізації вітчизняного фінансового підприємництва відбувався у прямій взаємозалежності із розвитком фондового ринку та його основних інститутів – бірж та банків.

Попри значну роль у розвитку фондового ринку, акції можуть виступати об'єктом спекуляції, що відбувається на фондовому ринку за участю фінансового капіталу за рахунок коливання їх курсів. Біржові спекулянти купують акції не заради тривалого вкладення в них капітальних коштів, а для кон'юнктурного перепродажу їх через короткий строк по більше високому курсу. Від біржової спекуляції потерпають як мажоритарні, так і міноритарні акціонери підприємств, їх менеджери, наймані працівники, клієнти суб'єктів господарювання, тобто усі «стейкхолдери» (англ. *stakeholder* – зацікавлені особи).

Переважними правами акціонерів визнається: у частині простих акцій – пропорційність придбання у процесі емісії суб'єктом господарювання, якщо її не забороняють рішення загальних зборів акціонерів; щодо привілейованих акцій (частка яких у статутному капіталі акціонерного товариства не може перевищувати 25 відсотків) – можливість пріоритетного отримання дивідендів.

Акціонерні товариства емітують іменні акції виключно в бездокументарній формі в національній валюті з вказівкою номіналу, не меншого однієї копійки. Власнику акцій у документарній формі «видається відповідний сертифікат, у якому зазначають вид цінного паперу, найменування акціонерного товариства, серію і номер сертифіката, міжнародний ідентифікаційний номер цінного паперу, тип і клас акцій, номінальну вартість і

кількість акцій, ім'я (найменування) власника, підпис керівника емітента або іншої уповноваженої особи» [4]. Обіг акцій на фондовому ринку можливий лише за умови реєстрації їх випуску НКЦПФР і видачі відповідного свідоцтва.

Корпоративний інвестиційний фонд є юридичною особою і емітує прості акції в бездокументарній формі, які засвідчують майнові і немайнові права власника, зокрема на отримання дивідендів, а також на управління корпоративним інвестиційним фондом.

Одним з основних показників, на який орієнтуються стратегічні інвестори при ухваленні рішення про покупку акцій є ліквідність фондового ринку і конкретного цінного паперу [7, с. 61]. Вона визначається через показник середньоденного обсягу торгів, швидкість зміни цін акцій, їх кількості. Внутрішня інвестиційна політика суб'єктів господарювання може передбачати обмеження на інвестування в власні акції з низькою ліквідністю. Це призводить до виникнення «пастки ліквідності». Відсутність зовнішніх інвестицій в акції знижують їх ліквідність і капіталізацію підприємства. Таким чином, виникає замкнене коло, у результаті якого деякі емітенти не змогли відновити капіталізацію і ліквідність в кризових умовах.

Станом на 01.01.2018 загальний обсяг зареєстрованих НКЦПФР випусків акцій становив 1362,8 млрд грн, при цьому на 2017 р. припадає емісія в сумі 324,84 млрд грн, або 23,8%. Але кількісне зростання індикаторів ринків акцій вступає у протиріччя з якісними: скорочення кількості випусків акцій, допущених до торгів на біржовому ринку, пов'язано з посиленням вимог, яким мають відповідати емітенти для внесення та перебування цінних паперів у біржовому реєстрі організаторів торгівлі.

У табл. 2.1 наведено інформацію про емітентів, які зареєстрували найбільші випуски акцій протягом 2017 р. – найвищий рейтинг мають: ПАТ «Українська залізниця» (229 879 млн грн, або 70,77%), ПАТ «Комерційний банк приватбанк» (38 565 млн грн, або 11,87%). Також у рейтинг ТОП-10 емітентів входять: ПАТ «Державний ощадний банк України», ПАТ «Акціонерний комерційний промислово-інвестиційний банк»,

ПАТ «Державний експортно-імпорتنний банк України», ПАТ «УКРПОШТА», ПрАТ «Тютюнова компанія “В.А.Т.-ПРИЛУКИ”» (їх частка у порядку згадування зменшується з 4,50% до 1,57%). Питома вага акцій, які займають три останні позиції в рейтингу, не перевищує 1%. Це свідчить про високу концентрацію первинного ринку акцій.

Таблиця 2.1

Акціонерні товариства з найбільшою емісією акцій протягом 2017 р.

№ з/п	Найменування емітента	Обсяг емісії, млн грн	Частка у загальному обсязі емісій, %
1	ПАТ «УКРАЇНСЬКА ЗАЛІЗНИЦЯ»	229879	70,77
2	ПАТ «Комерційний банк ПриватБанк»	38565	11,87
3	ПАТ «Державний ощадний банк України»	14616	4,50
4	ПАТ «Акціонерний комерційний промислово-інвестиційний банк»	10301	3,17
5	ПАТ «Державний експортно-імпорتنний банк України»	7722	2,38
6	ПАТ «УКРПОШТА»	6519	2,01
7	ПрАТ «Тютюнова компанія “В.А.Т.-ПРИЛУКИ”»	5086	1,57
8	ПАТ «ВТБ Банк»	2592	0,80
9	ПАТ «Об'єднана гірничо-хімічна компанія»	1944	0,60
10	ПАТ «БАНК КРЕДИТ ДНІПРО»	1199	0,37

Джерело: побудовано за даними [8].

Угоди купівлі-продажу акцій опосередковується біржовим і позабіржовим ринком. Найбільшим попитом на біржовому ринку за обсягом виконаних біржових контрактів у 2017 р. користувалися акції таких емітентів (табл. 2.2): ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго» (1136 млн грн, або 24,83% від загального обсягу лідерів), ПАТ «Київенерго» (760 млн грн, або 16,61%), ПАТ «ДТЕК Дніпроенерго» (728 млн грн, або 15,91%), ПАТ «Райффайзен Банк Аваль» (504 млн грн, або 11,01%). Частку більше 9% мають ПАТ «Державна енергогенеруюча компанія «Центренерго», ПАТ «ДТЕК Західенерго». Частка

чотирьох останніх підприємств у ТОП-рейтингу емітентів акцій зменшується із 5,81% до 1,35%.

Таблиця 2.2

Емітенти, акції яких користувалися найбільшим попитом на біржовому ринку за обсягом угод у 2017 р.

№ з/п	Найменування емітента	Кількість біржових контрактів, шт.	Обсяг біржових угод на організаторах торгівлі		Середній обсяг однієї угоди, тис. грн
			млн грн	структура, %	
1	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	16	1136	24,83	71000
2	ПАТ «КИЇВЕНЕРГО»	4	760	16,61	190000
3	ПАТ «ДТЕК Дніпроенерго»	4	728	15,91	182000
4	ПАТ «Райффайзен Банк Аваль»	19280	504	11,01	26,14
5	ПАТ «Державна енергогенеруюча компанія «Центренерго»	16203	448	9,79	27,65
6	ПАТ «ДТЕК Західенерго»	3	417	9,11	139000
7	ПАТ «Мотор Січ»	6651	266	5,81	39,99
8	ПАТ «ДТЕК ДОНЕЦЬКОБЛЕНЕРГО»	1	144	3,15	144000
9	ПАТ «Укрнафта»	13066	111	2,43	8,5
10	ПАТ «Турбоатом»	1128	62	1,35	54,96
	Разом	56356	4576	100	81,20

Джерело: побудовано за даними [8].

Найбільший середній обсяг однієї угоди мають такі емітенти: ПАТ «КИЇВЕНЕРГО» (190 млн грн), ПАТ «ДТЕК Дніпроенерго» (182 млн грн), ПАТ «ДТЕК ДОНЕЦЬКОБЛЕНЕРГО» (144 млн грн), ПАТ «ДТЕК Західенерго» (139 млн грн). Ці цифри справляють різке враження на фоні мінімального середнього обсягу контракту (8,5 тис. грн у ПАТ «Укрнафта»).

ТОП акцій емітентів, які користувалися найбільшим попитом на біржовому ринку за кількістю виконаних біржових контрактів у 2017 р., очолює

ПАТ «Райффайзен Банк Аваль» (19280 шт., або 27,2% від загальної кількості контрактів лідерів), ПАТ «Державна енергогенеруюча компанія «Центренерго» (16203 шт., або 22,86%), ПАТ «Укрнафта» (13066 шт., або 18,43%), ПАТ «Мотор-Січ» (6651 шт., або 9,38%), ПАТ «Донбасенерго» (4920 шт., або 6,94%) (табл. 2.3). Частка п'яти емітентів, які займають нижчі позиції в рейтингу скорочується з 3,39% до 2,66%.

Таблиця 2.3

Емітенти, акції яких користувалися найбільшим попитом на біржовому ринку за кількістю виконаних біржових контрактів у 2017 р.

№ з/п	Найменування емітента	Обсяг біржових контрактів на організаторах торгівлі, млн грн	Кількість біржових контрактів	
			шт.	структура, %
1	ПАТ «Райффайзен Банк Аваль»	504	19280	27,20
2	ПАТ «Державна енергогенеруюча компанія «Центренерго»	448	16203	22,86
3	ПАТ «Укрнафта»	111	13066	18,43
4	ПАТ «Мотор-Січ»	302	6651	9,38
5	ПАТ «Донбасенерго»	23	4920	6,94
6	ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод»	10	2404	3,39
7	ПАТ «Алчевський металургійний комбінат»	9	2301	3,25
8	ПАТ «ЦЕНТРЕНЕРГО»	36	2252	3,18
9	ПАТ АК «Богдан Моторе»	20	1922	2,71
10	ПАТ «Дніпроенерго»	21	1889	2,66
	Разом	1484	70888	100

Джерело: побудовано за даними [8].

На рис. 2.1 наведено рейтинг ТОП-10 торговців цінними паперами з найбільшим обсягом торгів акціями на біржовому ринку у 2017 р. Лідером у рейтингу є: ТОВ «Універсал Капітал» – 13,53 млн грн, спільне підприємство

ТОВ «Драгон Капітал» – 9,24 млн грн. Обсяги торгів на 8 інших організаторах торгівлі коливається в інтервалі від 0,66 до 3,27 млн грн.

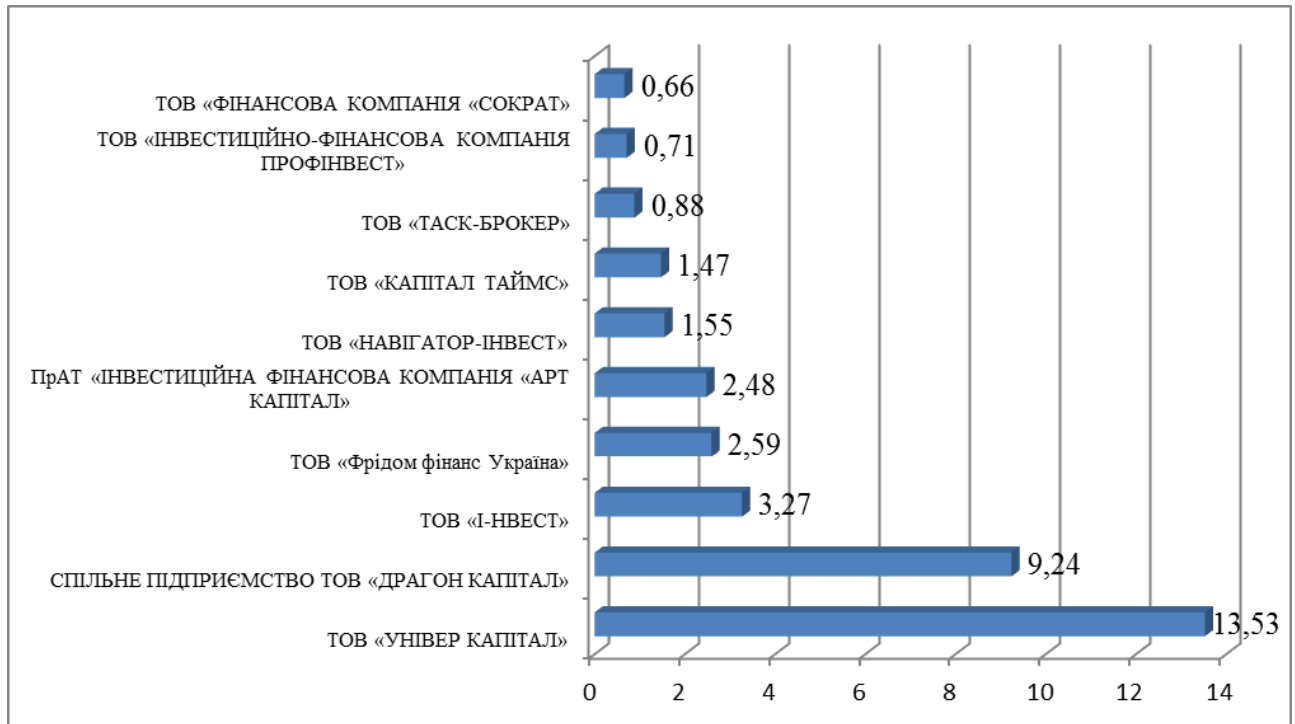


Рис. 2.1. Обсяг біржових контрактів на організаторах торгівлі у 2017 р., млн грн

Джерело: побудовано за даними [8]

За даними інформації, на основі якої побудовано рис. 2.2, можна зробити висновок, що у обсязі позабіржових контрактів у 2017 році найбільшу питому вагу мають: ПрАТ «Фінансова компанія «Трійка Інвест» (22,52%), ПАТ «ІНЖБУДСЕРВІС» (15,06%), ПАТ «КОНКОРД ІНК.» (14,43%), ПАТ «ДніпроАЗОТ» (9,99%).

На позабіржовому ринку у 2017 р. користувалися найбільшим попитом фінансові інструменти таких компаній (рис. 2.2): ПрАТ «ФІНАНСОВА КОМПАНІЯ «ТРІЙКА ІНВЕСТ» (20427,2 млн грн), ПАТ «ІНЖБУДСЕРВІС» (7899,29 млн грн), ПАТ «КОНКОРД ІНК.» (6248,68 млн грн), ПАТ «ДніпроАЗОТ» (5715,74 млн грн), ПрАТ «ПРОМЕТЕЙ-ТЕЛЕКОМ» (4458,27 млн грн), ПАТ «ЗНВКІФ «ІННОВАЦІЯ» (4224,81 млн грн).

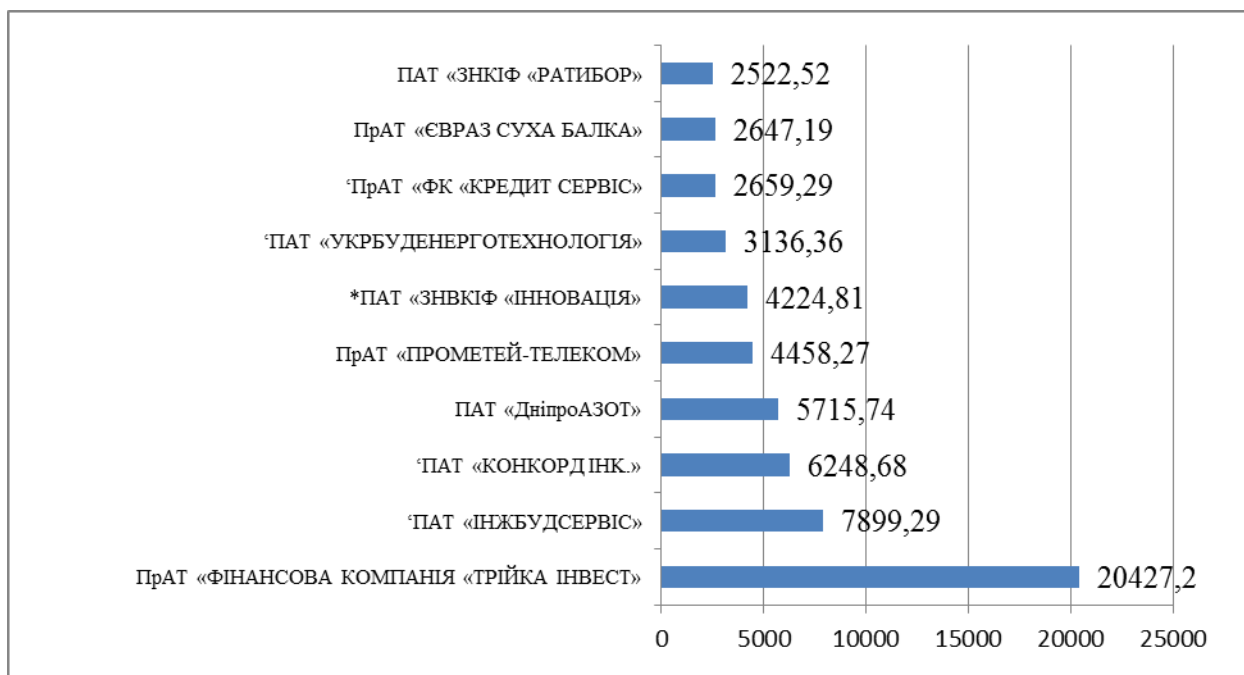


Рис. 2.2. ТОП фінансових інструментів, які користувалися найбільшим попитом на позабіржовому ринку у 2017 році, млн грн

Джерело: побудовано за даними [8]

На рис. 2.3 наведено ТОП-10 торговців цінними паперами з найбільшим обсягом торгів акціями на позабіржовому ринку, млн грн.

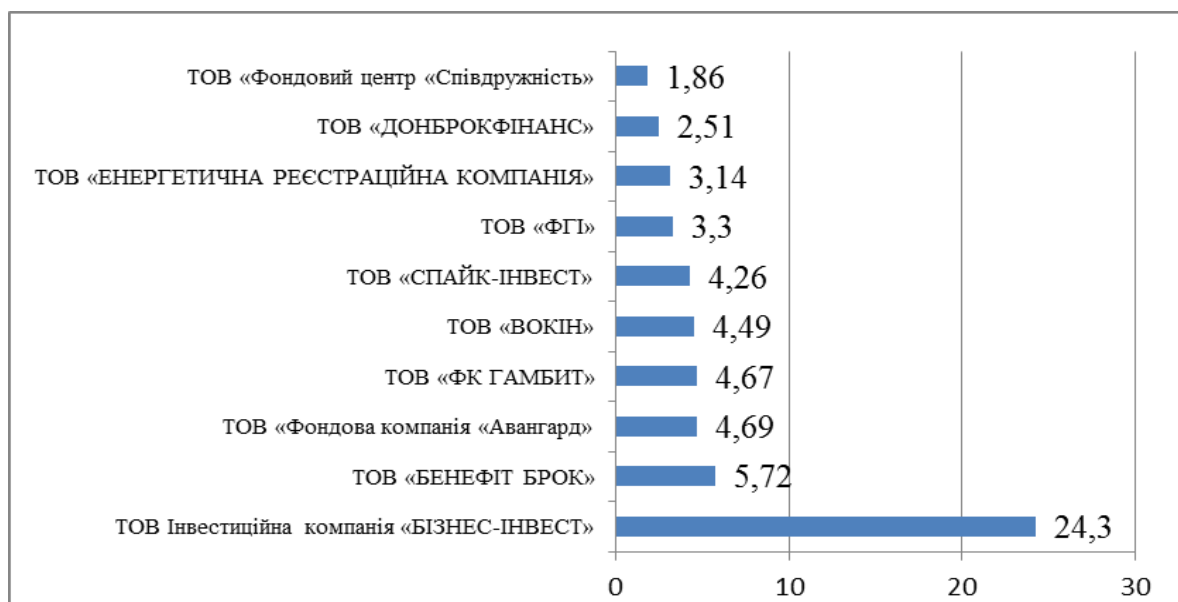


Рис. 2.3. ТОП-10 торговців цінними паперами з найбільшим обсягом торгів акціями на позабіржовому ринку, млн грн

Джерело: побудовано за даними [8]

Найбільші обсяги торгів акціями на позабіржовому ринку мають: ТОВ Інвестиційна компанія «БІЗНЕС-ІНВЕСТ» (24,30 млн грн), ТОВ «БЕНЕФІТ БРОК» (5,72 млн грн), ТОВ «Фондова компанія «Авангард» (4,69 млн грн), ТОВ «ФК ГАМБИТ» (4,67 млн грн).

Таким чином, спостерігається висока концентрація емітентів акцій на первинному ринку, а також емітентів та торговців цінними паперами на вторинному ринку, як на біржовому, так і на позабіржовому сегменті.

2.2 Боргові інструменти залучення капіталу суб'єктами господарювання

Боргові інструменти є поширеним інструментом залучення капіталу суб'єктами господарювання У книзі А. Тау [*A. Thau*] узагальнено зарубіжний досвід емісії казначейських, муніципалітетних, корпоративних облігацій, фондів грошового ринку [9, с. 118], які є привабливими для індивідуального інвестора унаслідок фіксованого доходу і необов'язковості використання складного математичного апарату.

В Україні, згідно із Законом «Про іпотечні облігації», можуть випускатися «звичайні та структуровані іпотечні облігації. Емітентом звичайних іпотечних облігацій є іпотечний кредитор, що несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпотечними облігаціями іпотечним покриттям і всім іншим своїм майном, на яке відповідно до законодавства може бути звернено стягнення. Емітентом структурованих іпотечних облігацій є спеціалізована іпотечна установа, яка несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпотечними облігаціями лише іпотечним покриттям» [10]. При цьому «спеціалізована іпотечна установа – це фінансова установа, виключним видом діяльності якої є придбання іпотечних активів (їх продаж у випадках, передбачених законом і проспектом емісії) та випуск структурованих іпотечних облігацій» [10]. Її діяльність не підлягає ліцензуванню і регулюванню пруденційними нормативами в частині капітальних стандартів і

ліквідності. Утім в Україні відсутня спеціалізована установа, яка висуває вимоги до емітента і реєструє випуск структурованих облігацій. У той час, як на українському ринку акцій провідну роль відіграють відносно невеликі компанії – торговці цінними паперами, інвестиційні фонди тощо, – на ринку боргових цінних паперів домінують комерційні банки [11, с. 68]. По-перше, це пояснюється наявністю у банків більших обсягів коштів, доступних для інвестування у цінні папери, по-друге, боргові цінні папери більше відповідають вимогам банків щодо рівня ризику, у той час як ринок акцій має яскраво виражений спекулятивний характер та може зазнавати суттєвих і часто непрогнозованих коливань. Сама сутність діяльності банківської установи передбачає прагнення до зменшення ризиковості операцій, що відображається у приділенні українськими банками все більшої уваги ризик-менеджменту. Третім фактором, який сприятиме розвитку фондкових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання, є залучення інституційних інвесторів, які формували би широку базу акумулювання довгострокових грошових ресурсів, комерційні банки на даному етапі розвитку ринку корпоративних облігацій виконують функції як інвесторів, так і емітентів та посередників.

На ринку державних боргових цінних паперів банки домінують у якості інвесторів. У розвинених країнах компанії роблять вибір між випуском облігацій чи отриманням позики в банку, при цьому облігаційна позика може пролонгуватися та конвертуватися у банківський кредит під заставу майна. Якщо емітент буде неспроможним розрахуватися за своїми зобов'язаннями, частина його майна перейде у власність банку та буде реалізована з метою повернення коштів, інвестованих раніше у облігації цього емітента.

У зарубіжній практиці облігації класифікують за ознаками цілі та власності. «Виходячи з американського досвіду, облігації із приватною ціллю (*Private Activity Bond*) – категорія муніципальних облігацій, призначених для фінансування приватної, а не суспільної діяльності. Облігації із суспільною ціллю (*Public Purpose Bond*) мають за мету фінансування суспільних проєктів, таких, від реалізації яких отримує користь широкий загаль, а не конкретна група

осіб» [12]. Комбіновані облігації (*Double-Barreled Bonds*) мають подвійне забезпечення, як репутацію та загальним фінансовим станом емітента, так і доходами, генерованими проектом.

Проблемами формування капіталу вітчизняних суб'єктів господарювання є: недоступність до довгострокового фінансування для їх більшості, що стосується як банківських позик, так і боргових цінних паперів. Унаслідок кризи ринок корпоративних облігацій в Україні характеризується практичною відсутністю активності як у первинному, так і у вторинному сегментах.

Зв'язок банківського сектора з ринком боргових цінних паперів полягає також у їх використанні для регулювання обсягів грошової маси, це – казначейські векселі, депозитні сертифікати Національного банку України, короткострокові облігації внутрішньої державної позики (ОВДП). Для підтримки ліквідності казначейських зобов'язань ПАТ «Державний ощадний банк України» «може викуповувати у інвесторів належні їм казначейські зобов'язання на договірних засадах за ціною не нижче номінальної вартості у валюті їх випуску» [13]. Перевагами інвестування у цей фінансовий інструмент є: надійність, низька ризикованість, висока ліквідність, державні гарантії, випуск в документарній формі на пред'явника, відсутність оподаткування доходів, отриманих в результаті купонних виплат та продажу казначейських зобов'язань. Розвиток внутрішнього ринку державних цінних паперів стимулює підвищення ефективності боргової політики України шляхом регулярного проведення активних операцій, активізації вторинного ринку та розширення кола інвесторів [14, с. 53].

Популярність векселів у банків пояснюється такими факторами: можливість використання у якості застави для рефінансування у Національному банку України, проведення реструктуризації облігаційних зобов'язань, позабалансовий характер обліку, що не вимагає безпосередньої видачі грошових коштів. В Україні накопичений значний досвід реструктуризації державних боргових зобов'язань [15, с. 68], процедури якої дозволяють вирішити проблему обслуговування державного боргу, досягти

фінансової стабілізації та забезпечити умови для подальшого припливу іноземних інвестицій на внутрішній ринок. Державні цінні папери є привабливим інвестиційним інструментом, що дає змогу приватним інституційним інвесторам вкладати кошти в низькоризикові і високоліквідні активи, які приносять стабільний дохід.

В українських умовах корпоративні облігації мають меншу привабливість для банківських установ порівняно з кредитуванням, проте вони відіграли визначальну роль та продовжують зберігати її на ринку боргових цінних паперів, зокрема як маркет-мейкери. На ринку боргових цінних паперів суб'єктів господарювання банківські установи виконують такі функції: організація випуску облігацій, опосередковування їх розміщення на фондових біржах.

Для економіки будь-якої країни є характерним нерівномірний розподіл фінансових ресурсів, а саме: нестача фінансових ресурсів у одних суб'єктів господарювання та надлишок у інших [16, с. 40]. Залучення капіталу опосередковує здійснення операційної, фінансової та інвестиційної діяльності. Остання є пріоритетною у контексті подолання соціально-економічної кризи, забезпечення економічного зростання, створення ринкової інфраструктури, виникнення фінансових інструментів та їх обігу.

В умовах асоціації України з Європейським Союзом суттєвих трансформацій зазнає такий інститут фінансового права, як правове регулювання фінансового контролю – імплементація стандартів та методик Міжнародної організації вищих органів фінансового контролю INTOSAI (*The International Organisation of Supreme Audit Institutions*), гармонізація державного внутрішнього контролю з міжнародними стандартами [17, с. 23].

Оцінюючи роль боргових цінних паперів на фінансовому ринку, слід зазначити, що вони одночасно виконують функції формування фіктивного та реального інвестиційного капіталу. Термін «облігація» походить від англійського слова «*obligation*» – зобов'язання, а євробонди є синтезом слів

«euro» (євро) та «bonds» (облігації). Останні належать до категорії європаперів (*euro-securities*).

Фінансовий інструмент у формі облігації пройшов тривалий шлях еволюції. Її ознаки наведено на рис. 2.4.

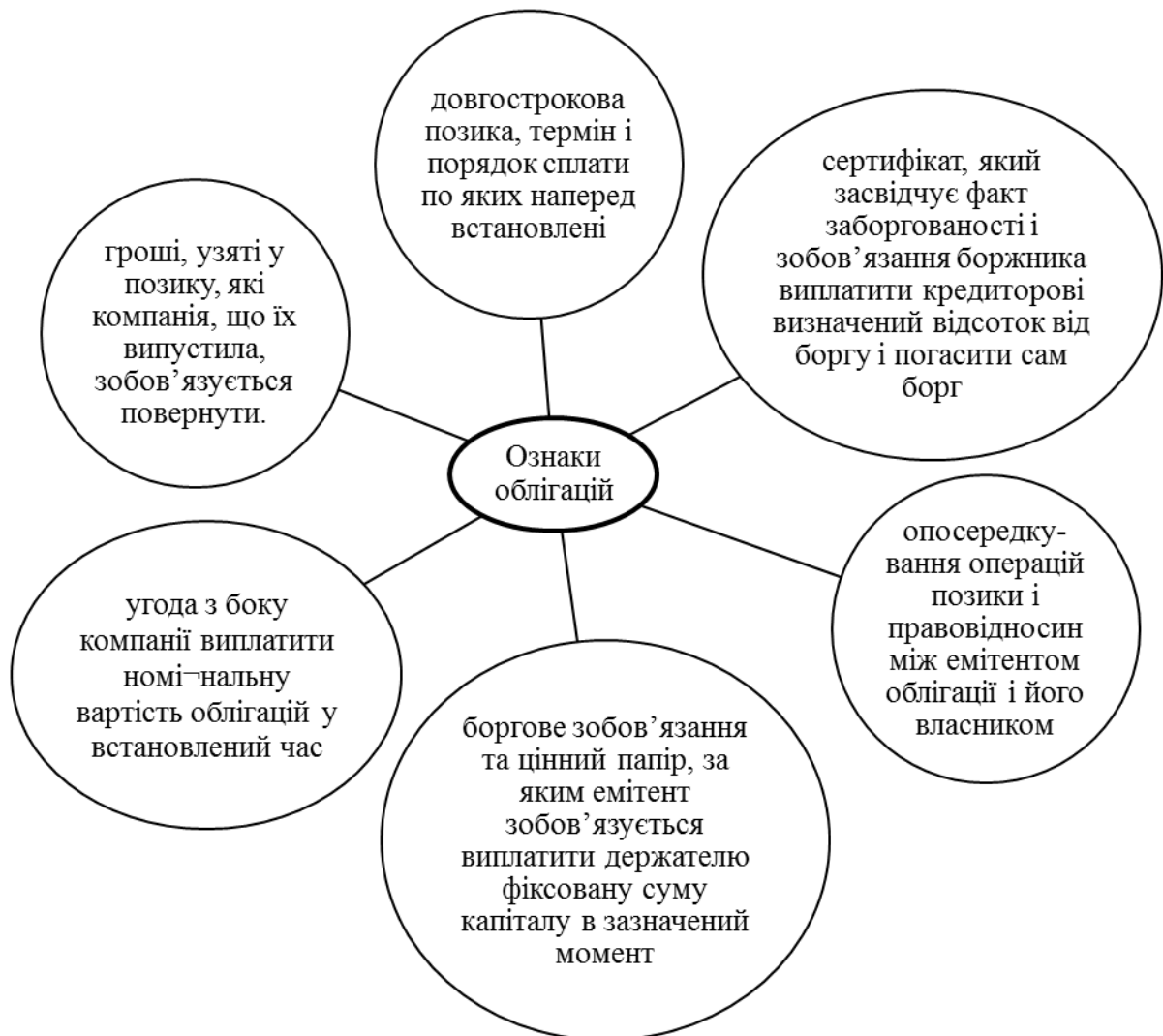


Рис. 2.4. Ознаки облігацій, як джерела формування капіталу суб'єктів

Джерело: власна розробка

Ключовими ознаками облігацій у документарній формі випуску були їх реквізити (у іменних цінних паперах тип відбивався також у відповідних записах емітента). У бездокументарних цінних паперах вони трансформувалися в зареєстроване рішення про випуск їх реєстрацію. «Процес можна визначити

не як виникнення псевдореквізитів, а формування нового елемента формалізації специфічної властивості цінних паперів» [18, с. 151].

Відповідно до Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо облігацій» [19] облігації в Україні мають існувати виключно у бездокументарній формі. Таким чином, ліквідовано можливість паралельного обігу двох форм облігацій – документарної і бездокументарної. Облік прав на цінні папери здійснюється депозитарієм, а реєстроутримувач забезпечує ідентифікацію власників.

Ринок боргових цінних паперів є одним із головних елементів сучасної фінансової моделі світу, який розглядається як сукупність взаємопов'язаних між собою національних ринків боргових інструментів та ринків міжнародних облігацій [20, с. 115]. Із посиленням процесів фінансової глобалізації різномірний характер учасників, а також багатоманітність інструментів, що на ньому обертаються, роблять його складною багаторівневою системою, яка позначається на ефективності функціонування фондових ринків.

Важливу роль у обігу боргових цінних паперів відіграють офшорні біржі – це майданчики, які розташовані в офшорних юрисдикціях або країнах із ліберальним податковим законодавством і спеціалізуються на лістингу широкого кола фінансових інструментів із таких причин: прозорість операцій, інформаційний супровід, збільшення ринкової привабливості інструментів, зокрема для інституційних інвесторів, можливість їх включення до переліку лістингових цінних паперів і розміщення на європейських майданчиках, активізація маркетингового інструментарію залучення капіталу суб'єктами господарювання; висока транспарентність і захист прав інвесторів; оподаткування фінансових результатів від операцій із цінними паперами на організованому ринку за меншими ставками; зменшення залежності від закордонного фінансування шляхом мобілізації ресурсів для внутрішнього інвестування.

Однак, позабіржові майданчики, де обертаються боргові цінні папери, є також досить популярними, зокрема це стосується MTS (італ. *Mercato*

Telematico dei Titolidi Stato) – найбільшої міждилерської електронної системи для торгівлі урядовими паперами країн єврозони. Вона об'єднує трейдерів із багатьох країн, розширюючи таким чином ліквідність національних ринків суверенних бондів. Розробниками майданчиків можуть бути: спеціалізовані провайдери (*Bloomberg, Trade web, Market Access*), комерційні банки (*UBS Bond Port*), фондові біржі (*Bond vision LSE, SIX Corporate bond, Euro Bonds, Euronext Bond Match, Mot* тощо). Останні мають найбільші конкурентні переваги у боротьбі за концентрацію облігаційної ліквідності, оскільки мають багаторічний досвід побудови та організації торговельних механізмів, диференційованого рівня відкритості.

Протягом тривалого історичного періоду ринки облігацій зазнали якісних та кількісних змін, підвищивши своє значення для економічних систем за рахунок зростання загальних обсягів та кількості міжнародних облігаційних випусків як суверенних позичальників. Але їх роль визначається ступенем розвитку фондових операцій. Для граничних ринків, до яких відноситься Україна, характерною є пріоритетність сегменту державних боргових інструментів порівняно з корпоративними облігаціями унаслідок низьких темпів розвитку економік, високих відсоткових ставок, дефіциту внутрішніх інвестиційних ресурсів, значного кредитного ризику, низької корпоративної культури, слабого рівня захисту прав інвесторів.

У розвинених економіках фондовий ринок є ефективним механізмом мобілізації інвестиційних ресурсів та важливим інструментом проведення інвестиційно-інноваційної політики. В той же час ринок цінних паперів України знаходиться на стадії формування і розвивається в умовах перманентної економічної та соціально-політичної кризи, які сьогодні посилюються триваючим військовим конфліктом та неналежним інституційним середовищем. Слабка розвиненість вітчизняного ринку цінних паперів значно знижує конкурентоспроможність держави в отриманні інвестицій з міжнародних ринків капіталу та акумуляції фінансових ресурсів внутрішніх

інвесторів, особливо в умовах європейської інтеграції та глобалізаційних процесів [21, с. 19].

Всі цінні папери залежно від форми вкладення коштів поділяються на боргові та пайові. Термін «борг» несе таке смислове навантаження: обов'язок, зобов'язання погасити позику у цивільно-правовому полі, примушення робити певні заходи відповідно до окремих потреб [22, с. 105]. Поняття «борг» (англ. *should*) бере свій початок від цивільних правопорушень або деліктів та історично йому передуює виникнення поняття «відповідальність» (англ. *responsibility*). Його виникненню сприяла заміна особистої відповідальності суб'єкта боргових відносин системою штрафних санкцій, підставою яких є договірні відносини у частині майнового аспекту. Головною ознакою боргових цінних паперів є посвідчення боргу, що опосередковує відносини позики і гарантує звільнення від нього наявним та майбутнім майном. Етимологічно борг – грошова сума, що взята в позику на строк на певних умовах і підлягає поверненню на умовах статичності, фіксованості параметрів. Грошовий борг є предметом зобов'язання і має такі властивості: передаваність, оскільки боржник може вказати, що спроможний його повернути будь-якій особі, яка буде на місці первинного кредитора; обіговість; номінальність – предмет грошового боргу складають грошові знаки у номінальній сумі грошових одиниць, яка залишається незмінною; можливість існування обов'язку по сплаті відсотків на суму боргу; незмінність, родовий характер, об'єктивна здійсненність, абстрактність, яка передбачає спрощений порядок передачі грошових боргів, закріплених у цінних паперах за умови погашення процентних зобов'язань, що є додатковим боргом до головного боргу із повернення капіталу.

Постановою Правління Національного банку України від 18.06.2015 № 391 затверджено Комплексну програму розвитку фінансового сектору України до 2020 року, «основною метою якої є створення фінансової системи, що здатна забезпечувати сталий економічний розвиток за рахунок ефективного перерозподілу фінансових ресурсів в економіці на основі розбудови

повноцінного ринкового конкурентоспроможного середовища згідно зі стандартами ЄС. Для досягнення поставленої мети Програми визначено три основні напрями: забезпечення стабільності та динамічного розвитку фінансового сектору, розбудова інституційної спроможності регуляторів фінансового сектору, захист прав споживачів фінансових послуг та інвесторів» [23]. Для цього необхідно покращити конкурентне середовище у фінансовому секторі, створити передумови для вільного руху капіталу, знизити ймовірність виникнення інсайдерських ризиків, перейти до розрахунку показників платоспроможності та ліквідності учасників фінансового сектору на основі міжнародних стандартів *Basel III, Solvency II*.

Одним із шляхів залучення додаткових коштів через боргові інструменти, який активно використовується в країнах Європейського Союзу, є інструменти фінансового інжинірингу, зокрема «STRIPS» – *Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities*, що в перекладі означає «роздільна торгівля купонами і основною сумою цінних паперів» [24]. Це підвищує інвестиційну привабливість цінних паперів, знижує вартість залучення капіталу, спрощує механізм інвестування. У рамках документарного обігу випускався представницький стрип у вигляді іменного сертифіката замість основного стрипа облігації, що передбачає можливість зворотного обміну. Електронний стрип являє собою новий етап розвитку системи на ринку бездокументарних державних цінних паперів, що виконується на базі електронної облікової системи Центрального депозитарію країни. Основними умовами ефективного існування системи стрип є: наявність розвиненої інфраструктури ринку цінних паперів; створення національного депозитарного центру та відповідної електронної системи розрахунків; законодавча підтримка тощо.

Історично першою формою боргових цінних паперів у господарському обігу можна вважати вексель, його перший період існування можна назвати італійським до кінця XVI – початку XVII ст. Вексель має подвійну сутність як грошей і цінного паперу завдяки індосаменту, який робить його повноцінним платіжним засобом [25, с. 59]. Вексель є простим та зручним у використанні

цінним папером. «Відносини, пов'язані з обігом векселів в Україні, регулюються Конвенцією, якою запроваджено Уніфікований закон про переказні векселі та прості векселі, Конвенцією про врегулювання деяких колізій законів про переказні векселі та прості векселі, Конвенцією про гербовий збір стосовно переказних векселів і простих векселів» [26, с. 281], Законом України «Про обіг векселів в Україні» [27].

Відповідно до ст. 14 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» векселем є «цінний папір, який посвідчує безумовне грошове зобов'язання векселедавця або його наказ третій особі сплатити після настання строку платежу визначену суму власнику векселя (векселедержателю)» [4]. Векселі поділяються на прості і переказні. У останньому випадку емітент і платник не співпадають, але це потребує дотримання процедури акцепту, а саме прийняття на себе платником обов'язку сплатити за векселем. Ознаки векселя як інструменту залучення капіталу суб'єктів господарювання наведено на рис. 2.5.

Залежно від характеру угоди, що зумовила видачу векселя, розрізняють товарні (є інструментом оплати в реальній угоді по поставці товарів або послуг), банківські (підтверджують факт внесення підприємством до банку депозиту і засвідчують зобов'язання банку сплатити у зазначений строк суму, вказану у векселі, і відсотки), фінансові – засвідчують видачу позику одного підприємства іншому.

До основних характеристик ліквідності ринку цінних паперів належать [28, с. 140]: глибина – вимірник, який показує можливий обсяг заявок на купівлю та продаж у певний момент часу чи за певний часовий інтервал; щільність – характеризує рівень витрат, пов'язаних з укладенням угоди, критерієм якого є спред між цінами попиту та пропозиції; пружність відображає швидкість повернення ринку після угоди до свого нормального стану.



Рис. 2.5. Ознаки векселя як інструменту залучення капіталу суб'єктів господарювання

Джерело: власна розробка

На ліквідність ринку цінних паперів впливають такі фактори: структура інвесторів, виходячи з їх інвестиційних можливостей та потреб у здійсненні операцій; достатність фінансових інструментів; прозорість ринку, яка асоціюється із інформаційною доступністю до даних емітентів.

Залежно від характеру угоди, що зумовила видачу векселя, розрізняють товарні (є інструментом оплати в реальній угоді по поставці товарів або послуг), банківські (підтверджують факт внесення підприємством до банку депозиту і засвідчують зобов'язання банку сплатити у зазначений строк суму, вказану у векселі, і відсотки), фінансові – засвідчують видачу позику одного

підприємства іншому. Облігації суб'єктів господарювання мають такі характеристики (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

Характеристики облігації суб'єктів господарювання

Ознаки фінансових інструментів	Переваги		Недоліки	
	для інвестора	для емітента	для інвестора	для емітента
індексовані на рівень інфляції	захист активів від втрати купівельної спроможності	можливість скорочення витрат на обслуговування боргу з огляду на зменшення рівня інфляції	відхилення індексу інфляції від цін на промислову, сільськогосподарську, будівельну продукцію тощо	зростання боргового навантаження у разі збільшення інфляції
індексовані відносно валютного курсу	захист активів від знецінення курсу національної валюти	отримання прибутку від зміцнення курсу національної валюти	вірогідність знецінення відповідної іноземної валюти	зростання боргового навантаження у разі знецінення вартості національної валюти
плаваюча відсоткова ставка	захист від ризику зниження рівня номінального відсоткового прибутку	довгостроковий характер емісії порівняно з облігаціями з фіксованою ставкою	можливість втрати прибутків у разі розбіжності коротко- та довгострокових ставок	зростання боргового навантаження в умовах підвищення відсоткової ставки
з фіксованою відсотковою ставкою	привабливість і прозорість	визначеність майбутніх виплат, зменшення боргового навантаження в умовах інфляції	зниження реальної вартості виплат за номінальним відсотковим доходом і основної суми в умовах інфляції	ймовірність найдорожчого способу фінансування залучення капіталу

Джерело: власна розробка.

«Боргові цінні папери, що посвідчують відносини позики і передбачають зобов'язання особи, які їх видала, сплатити у визначений строк певні кошти, є ефективним інструментом залучення іноземного капіталу та врегулювання грошових зобов'язань» [29, с. 85], переважно у формі єврооблігацій. Основними критеріями їх ідентифікації є: відношення емітенту й інвестору до різних юрисдикцій, деномінація в іноземній щодо держави емітента валюті, розміщення відбувається одночасно на міжнародних ринках; залучення до процедури емісії інституціональних інвесторів, включення до умов випуску (меморандуму) застереження про застосовне право, яке прямо підпорядковує права й обов'язки їх власників праву конкретної юрисдикції.

Облігація – це бездокументарний цінний папір, «що посвідчує внесення його першим власником коштів, визначає відносини позики між власником облігації та емітентом, підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість у передбачений проспектом емісії строк та виплатити процентний дохід» [4]. Відповідальність за виконання зобов'язань по облігаціям покладена на емітентів, якими можуть бути суб'єкти господарювання різних форм власності, їх об'єднання, акціонерні та інші товариства.

Ринок облігацій є важливим елементом системи фондового ринку, оскільки забезпечує залучення коштів інвесторів через систему облігаційних позик і формує інвестиційну базу розвитку фондового ринку [30, с. 139]. Однак він знаходиться у стадії початкового формування і значно поступається обсягам ринків корпоративних облігацій розвинених країн. Унаслідок цього він не повною мірою виконує функції забезпечення підприємств реального сектора економіки інвестиційними ресурсами. Однак останніми роками спостерігається поступова активізація ринку корпоративних облігацій, в Україні з'являються компанії – емітенти, які не лише виходять на цей ринок для одноразового залучення коштів під фінансування інвестиційних проектів, а розглядають його як джерело постійного забезпечення фінансовими ресурсами.

Парадигма фінансових ресурсів, як економічної категорії, характеризується широкою варіацією підходів, що різняться залежно від концептуальних підходів до визначення ролі фінансів у економічній системі та місця у відтворювальному процесі: розподільчий та відтворювальний [31, с. 276].

Дилема природи фіктивного капіталу, яка проявляється в облігаціях державних позик, зводиться до такого: кошти від їх емісії витрачаються на бюджетні витрати, що призводить до зростання державного боргу, сприяє посиленню інфляційних процесів тощо. Тому боргова політика держави має бути зваженою і орієнтованою на оздоровлення балансів фінансового сектору, стимулювання економічного зростання в умовах обмежених фінансових можливостей державного сектору. Незважаючи на те, що для емітента державних облігацій гроші фактично не функціонують як капітал, але для покупця вони стають капіталом, тому що він одержує по них процентний дохід.

Державні цінні папери є головним інструментом державних запозичень, які дають змогу залучати значні фінансові ресурси для покриття касових розривів, фінансування дефіциту державного бюджету, стимулювання інвестиційних процесів в країні [32, с. 25].

За методологією Євростату сектор державного управління включає чотири підгалузі: центральний уряд; органи державної влади; місцеве самоврядування; фонди соціального забезпечення [33]. Європейський Союз реалізує послідовну стратегію оптимізації боргової політики, засновану на таких принципах: консолідація національних бюджетів та підвищення конкурентоспроможності економік, урегулювання дисбалансів сфери державних фінансів, усунення фрагментації вторинного ринку державних облігацій з урахуванням програми макроекономічного коригування, гнучкий підхід до вибору джерел фінансування з точки зору ринків, валют, інструментів, термінів випуску боргових інструментів, збільшення термінів погашення боргових інструментів на внутрішньому ринку одночасно з консолідацією та підвищенням дохідності державних цінних паперів,

розширення та диверсифікація мережі інвесторів внутрішнього ринку за рахунок збільшення частки іноземних і небанківських інвесторів.

Для фінансування суспільних потреб в Європейських країнах практикують середньострокове планування бюджетів. Н. Алексеевою досліджено «досвід Франції зі складання бюджету на три роки в частині використання цінних паперів як інструментів боргової політики» [34, с. 8]. Нею доведено, «що вмиле використання боргових інструментів фінансування суспільних потреб дає змогу забезпечити інвестиційний та інноваційний розвиток..., реалізувати масштабні проекти, які сприяють підвищенню загального добробуту країни, і навпаки, нерозважлива політика, прийняття популістських рішень загрожують економічній та фінансовій безпеці країни» [34, с. 14].

Завданням супранаціональних інститутів (інститутів наднаціонального рівня – МВФ, Світовий банк, Банк міжнародних розрахунків, ЄБРР) є врегулювання фінансових труднощів як окремих країн, так і регіонів в умовах фінансових криз [35, с. 129]. Саме в такі моменти здійснюються найбільші випуски боргових цінних паперів або на місцевих ринках країн-членів, або на ринку єврооблігацій. Через динамічний характер світової економіки постійно з'являються нові види боргових цінних паперів, як, наприклад, зелені облігації, змінюються підходи до організації випуску відомих паперів, активізується діяльність супранаціональних інститутів як кредиторів.

Боргові цінні папери МВФ можуть розповсюджуватися лише серед його членів, зокрема серед суб'єктність центральних банків і не можуть продаватися на вторинному ринку. Таке правило забезпечує незалежність Міжнародного валютного фонду (МВФ) від приватних інвесторів. Міжнародний банк реконструкції та розвитку (МБРР) має тривалу історію випуску боргових цінних паперів у формі нот та облігацій, основними цілями якого є: ліквідація бідності та голоду, забезпечення загальної початкової освіти, заохочення рівності чоловіків та жінок і розширення прав та можливостей останніх, скорочення дитячої смертності, покращання охорони материнства,

боротьба з ВІЛ/СНІД, малярією та іншими захворюваннями, забезпечення стійкого розвитку навколишнього середовища, формування глобального партнерства з метою розвитку). Особливостями структурованих нот МБРР є: потенційне збільшення доходів як для публічних, так і приватних інвесторів.

МБРР як емітент боргових цінних паперів є доволі привабливим для інвесторів і має найвищий інвестиційний рейтинг *AAA*. Боргові цінні папери мають широкий спектр характеристик у частині гнучкості структури, ліквідності, строків погашення, урахування регіональних переваг, необхідності захисту навколишнього середовища, виду валют тощо [36, с. 12].

Облігації Світового банку використовуються для розрахунку таких індексів, як *Barclays Capital Global Aggregate Index*, *Bank of America Merrill Lynch Global Broad Market Quasi – Govt Index*, *Citigroup World Broad Investment-Grade (World BIG) Bond Index*. Світовий банк створив концепцію глобальних облігацій (середньо- та довгострокових облігацій, які можуть бути деноміновані переважно у вільно конвертованих валютах). МБРР випускає такі види облігацій: двовалютні (*Dual Currency Notes*) – облігації з номіналом у одній валюті, а купоном та/або погашенням основної суми – в іншій валюті, дисконтні (характеризуються гнучкістю, максимальною адаптованістю до потреб інвесторів), “зелені” (залучення коштів для фінансування проектів у сфері екології, зокрема розбудови низьковуглецевої економіки).

На міжнародних ринках зв’язані облігації дають можливість інвесторам не лише диверсифікувати їхні інвестиційні портфелі, а й знайти активи, які краще корелюють з їхніми пасивами за строками погашення. Тому цей фінансовий інструмент має популярність серед інституційних інвесторів, зокрема банківських установ, пенсійних фондів, інститутів спільного інвестування тощо.

Облігації забезпечують захист основної суми вкладень, а також гарантують прибутковість залежно від показників ринкової кон’юнктури на базисні активи або індексів цін на сировинні товари. Таким чином, інвестори можуть отримати вигоду від будь-якої позитивної динаміки показників

базисного індексу, скориставшись додатковими засобами захисту основної суми вкладень.

Одним із факторів підвищення інвестиційної привабливості облігацій є створення додаткового забезпечення зобов'язань емітента [37, с. 41]. Положеннями чинного законодавства визначено основні засади забезпечення виконання зобов'язань, але вони потребують подальшого удосконалення. Залишаються не достатньо врегульованими питання участі осіб, які можуть надавати додаткове забезпечення за зобов'язаннями, у відносинах, що виникають між емітентом та власниками облігацій. Обґрунтування на цій основі шляхів подальшого вдосконалення правового регулювання таких відносин обумовлює актуальність теми дослідження.

Запорукою вдалого розміщення боргових цінних паперів та зацікавленості потенційних інвесторів у них є здійснення оцінки фінансової надійності підприємства-емітента як на етапі прийняття рішення про емісію, так і в подальшому обслуговуванні боргових зобов'язань [38, с. 70]. У системі економічних відносин, які виникають між суб'єктами корпоративної облігаційної позики, основну роль на ринку цінних паперів відіграють емітенти та інвестори. Фінансування додаткових потреб підприємства за рахунок випуску облігацій призводить до появи в такого суб'єкта статусу емітента. Останній виступає безпосереднім носієм економічних відносин позики. При підготовці рішення про залучення коштів за рахунок випуску облігацій підприємство-емітент зважає потенційні можливості їх розміщення. У свою чергу інвестор оцінює фінансову надійність емітента цінних паперів, зокрема на основі критеріїв, встановлених Концепцією створення системи рейтингової оцінки регіонів, галузей національної економіки, суб'єктів господарювання, відповідно до якої «кредитний рейтинг боргового інструменту характеризує рівень спроможності емітента своєчасно та в повному обсязі обслуговувати зобов'язання за таким інструментом і може бути як нижчим, так і вищим від рейтингу позичальника (за наявності обставин, що зменшують кредитний ризик, – застави, гарантії, що надаються третьою особою)» [39].

Відповідно до п. 4 «Положення про порядок здійснення емісії, емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу» «облігації можуть вважатися забезпеченими, якщо емітентом укладаються відповідні договори поруки щодо забезпечення виконання зобов'язання стосовно погашення основної суми боргу/погашення основної суми боргу та виплати доходу за облігаціями або якщо емітенту видається гарантія щодо погашення основної суми боргу/погашення основної суми боргу та виплати доходу за облігаціями» [40]. У табл. 2.5 наведено критерії оцінки забезпечення облігацій за видами.

Таблиця 2.5

**Критерії оцінки облігацій суб'єктів господарювання за видами
забезпечення**

Види забезпечення	Критерії оцінки
1	2
Порука	Поручитель забезпечує виконання зобов'язання щодо погашення основної суми боргу/погашення основної суми боргу та виплати доходу за облігаціями
Гарантія	Банк і/або інша фінансова установа гарантує перед власниками облігацій виконання емітентом зобов'язання щодо погашення основної суми боргу/погашення основної суми боргу та виплати доходу за облігаціями
Вимоги до забезпечення	Розмір забезпечення, отриманого від поручителя(ів), гаранта(ів), з урахуванням раніше наданих ним порук та/або гарантій, не має перевищувати розмір їх власного капіталу
Ознаки безперервності забезпечення	Емітент повинен вживати заходів щодо облігацій відповідно до умов проспекту їх емісії, до моменту виконання зобов'язань перед їх власниками у повному обсязі шляхом укладання/переукладання відповідних договорів (отримання гарантії)
Права емітентів облігацій підприємств	Розміщувати відсоткові та/або дисконтні облігації на суму, яка, з урахуванням суми випусків незабезпечених облігацій цього самого емітента, не перевищує трикратного розміру власного капіталу або розміру забезпечення, що надається йому з цією метою третіми особами

1	2
Обов'язки емітентів облігацій підприємств	Виплачувати відсотковий дохід за облігаціями в розмірі та в строк, що встановлені рішенням про розміщення таких облігацій та проспектом їх емісії

Джерело: побудовано за даними [40].

Перший індекс ринку боргових цінних паперів – індекс доходності високоякісних довгострокових корпоративних облігацій – був розрахований у 1972 році інвестиційним банком Саломон Бразерс (*Salomon Brothers*) [41, с. 47]. Названий індекс використовувався інвестиційними менеджерами для оцінки ризиків операцій із вкладання коштів в облігації. У подальшому ідея індексів боргових цінних паперів поглиблювалася. Широке застосування індексів акцій як індикаторів фондового ринку пояснюється відносно «однорідною» природою пайових цінних паперів порівняно із борговими. Використання індексів облігацій вимагає виконання значно більшого переліку умов на етапі визначення індексної корзини: строковість і періодичність купонних виплат; чітке визначення ставки купону; наявність додаткових умов.

Індекси визначаються з метою аналізу та прогнозування динаміки ринку облігацій шляхом часової екстраполяції значень поточних показників. Для виконання індексами облігацій функції індикаторів ринку боргових цінних паперів необхідно забезпечити їх комплексність; послідовність; гнучкість; точність; прозорість; прогнозованість; репрезентативність. Вітчизняний ринок боргових цінних паперів представлений трьома групами облігацій: державні облігації України, облігації місцевих позик, облігації суб'єктів господарювання.

Побудова індексу облігацій підприємств має два етапи: формування інформаційної бази і розрахунок самого індексу. Належність цінного паперу до інвестиційного класу визначається на основі рейтингів довгострокової кредитоспроможності, встановлених провідними міжнародними рейтинговими агентствами. На період становлення українського фондового ринку в разі

відсутності міжнародного кредитного рейтингу довгострокової кредитоспроможності емітента допускається врахування оцінки кредитного ризику, здійсненої національними рейтинговими агентствами у процесі визначення індексної корзини. Якщо емітенту або емісії облігацій, яка потенційно підлягає включенню до бази розрахунку, присвоєно кілька національних рейтингів довгострокової кредитоспроможності, враховується найнижчий серед них. Клас корпоративних облігацій визначається з урахуванням кількісних показників рівня ліквідності та якісних характеристик відповідних випусків та діяльності емітентів.

У табл. 2.6 наведено критерії віднесення облігацій суб'єктів господарювання до окремих класів.

Таблиця 2.6

Критерії віднесення облігацій суб'єктів господарювання до окремих класів за інвестиційною привабливістю

Клас	Критерії
1	2
А	ліквідність боргових цінних паперів певного випуску є високою, що свідчить про можливість у будь-який момент часу продати або придбати їх на фондовому ринку без значних втрат. На момент оцінки відсутня негативна інформація щодо емітента, керівників емітента або щодо існування проблем із ліквідністю, погашенням будь-яких цінних паперів емітента протягом останніх трьох років. .
	Усі умови випуску боргових цінних паперів відповідають поточним ринковим умовам та є привабливими. Коливання цін купівлі/продажу й обсягів торгів є незначними. Рівень кредитного ризику облігацій відповідає інвестиційному рівню
Б	ліквідність облігацій близька до класу А, але ймовірність підтримання її на цьому рівні протягом тривалого часу є низькою. Більшість умов випуску облігацій відповідає поточним ринковим умовам та є привабливою. Коливання цін купівлі/продажу і обсягів торгів є незначними. Рівень кредитного ризику облігацій відповідає інвестиційному рівню.

1	2
В	ліквідність облігацій випуску є задовільною. На момент оцінки відсутня негативна інформація щодо емітента, керівників емітента або існування проблем із ліквідністю чи погашенням будь-яких цінних паперів емітента протягом останніх двох років. Більшість умов випуску облігацій відповідає поточним ринковим умовам. Водночас, деякі умови випуску є непривабливими для інвесторів. Рівень кредитного ризику облігацій відповідає інвестиційному рівню.
Г, Д	ліквідність облігацій певного випуску є низькою, рівень кредитного ризику не відповідає інвестиційному. Придбання облігацій, емітованих банками, підприємствами харчової, видобувної, переробної та енергетичної галузей забезпечить вищу доходність, аніж надання таким підприємствам кредитів.

Джерело: побудовано за даними [40].

Досвід функціонування ринку корпоративних облігацій в Україні доводить, що оцінка надійності боргових цінних паперів стає найголовнішим чинником подальшого розвитку цього ринку в посткризовий період. Комплексний коефіцієнтний аналіз дозволяє контролювати ефективність використання коштів, залучених за рахунок емісії цінних паперів, а також управляти борговою заборгованістю підприємства – емітента.

Підприємства малого та середнього бізнесу мають обмежені можливості здійснення емісії облігацій для фінансування власних інвестиційних проектів. Альтернативою для них є використання банківських кредитів та власних джерел фінансування. Економічний ефект від емісії облігацій більше проявляється у випадку, коли випуск цінних паперів здійснюється у значних масштабах, що можуть дозволити собі лише великі компанії. Критеріями прийняття рішень про емісію облігацій є: масштаби діяльності підприємства, системний підхід і багатократність, наявність високого кредитного рейтингу.

Механізми формування капіталу суб'єктів господарювання шляхом емісії облігацій зводяться до такого: обґрунтування типу облігаційної позики залежно від вартості залучення капіталу; дослідження кон'юнктури зазначеного ринку, оцінка його чутливості до введення в обіг нового випуску облігацій; визначення

поточного і прогнозного кредитного рейтингу; обґрунтування величини кредитного спреду. Стратегічне управління емісією корпоративних облігацій має такі цілі: диверсифікація у розрізі галузей і регіонів, ефективне використання залученого капіталу для створення умов якісного обслуговування випусків (своєчасної виплати процентів і основної суми боргу).

Існують різні моделі емісійної стратегії підприємства: проста – у разі одноразової емісії корпоративних облігацій, складна – серійне розміщення. Остання сприяє зростанню рейтингу емітента за рахунок підтверджених своєчасних виплат за попередніми емісіями, але вона має дуже важливі передумови: наявність масштабних інвестиційних проєктів, оптимізація основних параметрів облігаційного випуску, визначення ефективних форм андеррайтингу, формування фонду погашення облігацій з визначенням розміру постійних відрахувань, які підприємство має здійснювати для створення викупного фонду до моменту їхнього погашення.

Підтримуємо думку О. Воронкової, «що Україні для виходу з економічної кризи більше потрібна не фінансова допомога, а довгострокові масштабні інвестиції. У вітчизняних реаліях усі урядові спроби активізувати інвестиційну діяльність виявилися неефективними. Тим більше непередбачуваність та заангажованість державної економічної політики у цілому, нестабільність та непрозорість нормативно-правової бази, неефективна податкова та митна політика, масштабна корупція у всіх ешелонах влади є доказами того, що в Україні державне регулювання інвестиційної діяльності має набагато більший дестабілізуючий, ніж стабілізуючий вплив» [42, с. 184].

Важливими для інвесторів на ринку є наявність при випусках облігацій таких параметрів, як дострокове погашення в разі зміни процентної ставки та додаткові гарантії за зобов'язаннями, що забезпечують істотне зниження ризиків інвесторів [43, с. 123]. Визначальними напрямками активізації емісійної діяльності суб'єктів господарювання на ринку корпоративних облігацій є: запровадження дієвого контролю вільного доступу до інформації про емітента, яка не належить до інсайдерської, сприяння зацікавленості емітентів облігацій у

підвищенні інформаційної прозорості, посилення відповідальності емітентів цінних паперів у вигляді збільшення штрафних санкцій за не надання, несвоєчасне надання або надання наперед недостовірної інформації про діяльність підприємства.

Останніми роками спостерігається поступова активізація ринку корпоративних облігацій, в Україні з'являються компанії-емітенти, які не просто виходять на цей ринок для одноразового залучення коштів під фінансування інвестиційних проектів, а розглядають його як джерело постійного забезпечення фінансовими ресурсами та здійснюють серійну емісію корпоративних облігацій [44, с. 52]. Найбільший потенціал на ринку облігацій мають такі суб'єкти господарювання: середні і крупні компанії, які реалізують великі інвестиційні проекти, характеризуються надійним фінансовим станом у частині ліквідності, платоспроможності, фінансової стійкості, позитивним кредитним рейтингом, працюють на динамічно зростаючих ринках тощо. Випуск облігацій є видозміненим різновидом залучення позикового капіталу в порівнянні з кредитом. Підприємство-позичальник не просто отримує гроші від кредиторів, а продає цінний папір – облігацію, що виражає обов'язок підприємства за певний термін повернути сплачені за неї грошові кошти і додатково сплатити за користування цими фінансовими ресурсами.

«Корпоративні облігації використовуються в якості фондового інструменту залучення капіталу практично з початку ХХ ст. Питання емісії облігацій з метою формування капіталу підприємств представлено в економічних теоріях структури капіталу, зокрема в теорії субординації джерел фінансування Гордона Дональдсона (*Gordon Donaldson*, 1913–1993). В ринкових умовах для здійснення емісії облігацій підприємствам необхідні значні ресурси, тому емітентами на ринку корпоративних облігацій можуть бути лише найпотужніші суб'єкти економіки» [45, с. 34].

Корпоративні облігації є привабливим фінансовим інструментом залучення капіталу для великих підприємств із державною часткою. Однак, його активне використання стримують такі фактори: недосконалість

організації державного менеджменту; неефективність управління державними корпоративними правами; відсутність чітко визначеної фінансової стратегії і тактики розвитку; незадовільні фінансові результати; низька кредитоспроможність; слабка обізнаність менеджерів із технологіями фондового ринку.

В умовах складної соціально-економічної ситуації в Україні поширюється практика використання соціальних облігацій. Це «фінансовий інструмент залучення коштів юридичних та фізичних осіб для вирішення конкретних проблем: створення робочих місць, забезпечення самозайнятості, зниження державних витрат, залучення інвесторів» [46, с. 11]. Власники облігацій матимуть змогу не лише сприяти вирішенню соціальних проблем в Україні, а й відслідковувати ефективність використання інвестованих коштів, діяльність соціального підприємства та його вплив на громаду.

Техніко-економічна складова структури економіки України свідчить про низький рівень технічного розвитку підприємств, більшість із яких мають застарілий виробничий апарат [47, с. 40]. Промислові підприємства активно здійснюють капітальні інвестиції з використанням облігаційних позик, які мають багато переваг, але потребують врахування інституціональних факторів, що сприятимуть активізації впливу на інвестиційну активність через взаємодію формальних та неформальних інститутів: фінансове посередництво, капіталізація, оподаткування, корупційна складова. Активізація інститутів стимулювання інвестиційної активності підприємств на фінансовому ринку передбачає: спрощення процедури випуску та розміщення облігацій (на рівні держави та фінансових інститутів), визначення вартості залучення облігаційної позики та витрат на інвестиційну активність. Залучення облігаційної позики надасть відчутний поштовх у структурній перебудові промислових підприємств, оновленні основних фондів, організації випуску конкурентоспроможної високотехнологічної продукції, розширенні виробничих об'єктів, реконструкції, технічному оснащенні, формуванні основного капіталу, фінансових активів, поповненні оборотного капіталу. Це приводить до

пожвавлення інвестиційної активності промислових підприємств, сприятиме зростанню виробництва з високою доданою вартістю та високим ступенем обробки, що дозволить вітчизняним підприємствам підвищити свою конкурентоспроможність на світових ринках.

Прикладом ефективного використання механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання є фінансування будівництва на основі емісії цільових, безпроцентних, дисконтних облігацій [48, с. 65]. Бюджет поповнюється надходженнями податків і зборів, пов'язаних як із процесом випуску та обігу облігацій, так і з процесами зростання оподаткованого прибутку, отриманого в результаті розширення обсягу виробництва (торгівлі, надання послуг чи кредитів) за рахунок додаткового залучення ресурсів шляхом емісії корпоративних облігацій [49].

Найбільшими емітентами облігацій на фондовому ринку України є суб'єкти господарювання (табл. 2.7).

Таблиця 2.7

**Обсяг і структура зареєстрованих випусків облігацій підприємств
у 2013–2017 рр.**

Вид емітента	2013	2014	2015	2016	2017	Абсолютний приріст	Темп приросту, %	
	млн грн							
Усього, у тому числі:	42467,8	29009,2	11421,2	5515,4	8350,3	-34117,5	-80,34	
Підприємства та інші	34427,8	23984,2	11421,2	5515,4	5650,3	-28777,5	-83,59	
Банки	8040,0	4800,0	-	-	2700,0	-5340,0	-66,42	
Страхові компанії		225,0				-	-	
	%							
Усього, у тому числі:	100	100	100	100	100	-	0	
Підприємства та інші	81,07	82,68	100,00	100,00	67,67	-	-13,4	
Банки	18,93	16,55	-	-	32,33	-	13,4	
Страхові компанії	0,00	0,78	0,00	0,00	0,00	-	0	

Джерело: побудовано за даними [8].

Протягом 2013–2017 рр. їх питома вага скоротилася з 81,07% до 67,67%, або на 13,4% за рахунок зростання частки банків.

Негативним індикатором інвестиційної привабливості облігацій є скорочення обсягу інвестицій у цей фінансовий інструмент 34427,8 млн грн до 5650,3 млн грн, або на 28777,5 млн грн (83,59%). Найбільший обсяг випуску облігацій зареєстрували ТОВ «Будспецсервіс» (1130,12 млн грн), ПАТ «Альфа-Банк» (1100,0 млн грн), ПАТ «ОТП Банк» (800,0 млн грн), ПАТ «УКРПОШТА» (600,0 млн грн) (табл. 2.8).

Таблиця 2.8

Емітенти, які зареєстрували найбільші випуски облігацій у 2017 р.

№ з/п	Найменування емітента	Обсяг випуску, млн грн	Частка у загальному обсязі емісій, %
1	ТОВ «Будспецсервіс»	1130,12	13,53
2	ПАТ «Альфа-Банк»	1100,00	13,17
3	ПАТ «ОТП Банк»	800,00	9,58
4	ПАТ «УКРПОШТА»	600,00	7,19
5	ПрАТ «НЕО ВІТА»	575,19	6,89
6	ПрАТ «ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1»	559,32	6,70
7	ПАТ «КРЕДОБАНК»	500,00	5,99
8	ПАТ ЕК «Одесаобленерго»	500,00	5,99
9	ТОВ «Сервіс-технобуд»	474,90	5,69
10	ПрАТ «ПОЗНЯКИ-ЖИЛ-БУД»	347,15	4,16

Джерело: побудовано за даними [8].

У структурі торгів облігаціями підприємств частка позабіржового ринку зросла із 51,95% до 79,53% за рахунок скорочення питомої ваги біржового ринку (табл. 2.9). Обсяг торгів облігаціями підприємств на позабіржовому ринку протягом 2013–2017 рр. скоротився з 51,36 млрд грн до 23,70 млрд грн, а на біржовому – із 47,51 млрд грн до 6,12 млрд грн.

Частка ТОП-10-підприємств, які представлені, переважно, будівельними підприємствами і банківськими установами, у загальному обсязі емісії облігацій розподілена більш рівномірно порівняно з акціями, про що свідчить

не дуже значний розмах варіації – максимальне значення 13,53%, мінімальне – 4,16%.

Таблиця 2.9

Обсяг торгів облигаціями підприємств на біржовому ринку та позабіржовому ринку в 2013–2017 рр.

Вид ринку	Обсяг, млрд грн					Структура, %				
	2013	2014	2015	2016	2017	2013	2014	2015	2016	2017
Позабіржовий ринок	51,36	37,09	40,24	46,27	23,70	51,95	53,05	74,84	83,46	79,53
Біржовий ринок	47,51	32,82	13,53	9,17	6,12	48,05	46,94	25,16	16,54	20,54
Усього	98,87	69,92	53,77	55,44	29,80	100	100	100	100	100

Джерело: побудовано за даними [8].

Найбільшим попитом на біржовому ринку за обсягом виконаних біржових контрактів користалися облигації таких емітентів (табл. 2.10): ПАТ «ТАСКОМБАНК» (1177 млн грн), АТ «ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1» (559 млн грн), ПрАТ «Нео Віта» (500 млн грн), ПАТ «Альфа-Банк» (497 млн грн), ТОВ «Сервіс-Технобуд» (475 млн грн), АТ «ОТП Банк» (413 млн грн).

Таблиця 2.10

Емітенти, облигації яких користувалися найбільшим попитом на біржовому ринку за обсягом виконаних біржових контрактів у 2017 р.

№ ^о з/п	Найменування емітента	Кількість біржових контрактів, шт.	Обсяг виконаних біржових контрактів, млн грн	Частка від загального обсягу виконаних біржових контрактів, %
1	2	3	4	5
1	ПАТ «ТАСКОМБАНК»	59	1177	19,23
2	АТ «ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1»	18	559	9,14
3	ПрАТ «Нео Віта»	19	500	8,17
4	ПАТ «Альфа-Банк»	39	497	8,12
5	ТОВ «Сервіс-Технобуд»	3	475	7,76
6	АТ «ОТП Банк»	2	413	6,74

Закінчення табл. 2.10

1	2	3	4	5
7	ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця»	2	307	5,02
8	ПАТ «ПОЗНЯКИ-ЖИЛБУД»	77	298	4,87
9	ТОВ «Будспецсервіс»	2	290	4,73
10	ТОВ «Експлуатаційна компанія «Сервіс»	3	284	4,64

Джерело: побудовано за даними [8].

За кількістю виконаних біржових контрактів із облігаціями, емітованими суб'єктами господарювання, у 2017 р. лідирують (табл. 2.11): ПАТ «ПОЗНЯКИ-ЖИЛБУД» (77 шт.), ПАТ «ТАСКОМБАНК» (59 шт.), ПАТ «Альфа-Банк» (39 шт.), ТОВ «Іпотечна компанія «Аркада-фонд» (29 шт.), ТЗОВ «Шувар» (24 шт.), АТ «ТАСКОМБАНК» (21 шт.). Галузевий профіль підприємств із найбільшою часткою від загального обсягу виконаних біржових контрактів і кількості угод повторює склад підприємств із найбільшими обсягами емісії облігацій.

Перелік облігацій підприємств емітентів, які у 2017 р. користувалися найбільшим попитом на позабіржовому ринку, наведено в табл. 2.12.

Таблиця 2.11

Емітенти, облігації яких користувалися найбільшим попитом на біржовому ринку за кількістю біржових контрактів у 2017 р.

№з/п	Найменування емітента	Кількість контрактів, шт.	Обсяг виконаних контрактів, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних контрактів, %
1	2	3	4	5
1	ПАТ «ПОЗНЯКИ-ЖИЛБУД»	77	298	4,87
2	ПАТ «ТАСКОМБАНК»	59	1 177	19,23
3	ПАТ «Альфа-Банк»	39	497	8,12
4	ТОВ «Іпотечна компанія «Аркада-фонд»	29	281	4,59
5	ТЗОВ «Шувар»	24	70	1,14

Закінчення табл. 2.11

1	2	3	4	5
6	АТ «ТАСКОМБАНК»	21	115	1,88
7	ПАТ «Нео Віта»	19	500	8,17
8	АТ «ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1»	18	559	9,14
9	ПАТ «Альфа-Банк»	9	37	0,61
10	ТОВ «РУСЬ ІНВЕСТ БУД»	5	100	1,63

Джерело: побудовано за даними [8].

Таблиця 2.12

Емітенти, облігації яких користувалися найбільшим попитом на позабіржовому ринку за обсягом виконаних договорів у 2017 р.

№ з/п	Найменування емітента	Обсяг виконаного договору, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаного договору, %
1	2	3	4
1	ПАТ «ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1»	2790,03	11,78
2	АТ «ТАСКОМБАНК»	2122,57	8,96
3	ТОВ «БУДСПЕЦСЕРВІС», серія LL	1619,01	6,84
4	ТОВ «РЕСУРС-КАПІТАЛ», А	1307,86	5,52
5	ТОВ «СЕРВІС-ТЕХНОБУД»	1239,22	5,23
6	ТОВ «КИЇВСЬКИЙ ПРОЕКТНИЙ ІНСТИТУТ»	653,19	2,76
7	ПрАТ «НЕО ВІТА»	622,23	2,63
8	ТОВ «ЕГРЕС-АГРО»	592,45	2,50
9	ПАТ «Альфа-Банк»	552,82	2,33
10	«ТМО «ЛІКО-ХОЛДІНГ» (серія ВЕ)	552,56	2,33

Джерело: побудовано за даними [8].

Перелік торговців цінними паперами з найбільшим обсягом торгів облігаціями підприємств у 2017 р. на біржовому ринку наведено в табл. 2.13. Це: ТОВ «ДОМІНАНТА ТРЕЙД» (10,55%), ТОВ «ІНВЕСТИЦІЙНИЙ

КАПІТАЛ УКРАЇНА» (8,43%), ТОВ «ПКТБ – ЦІННІ ПАПЕРИ» (6,25%), ПАТ «ОТП БАНК» (5,38%).

Таблиця 2.13

**ТОП-10 торговців цінними паперами з найбільшим обсягом торгів
облігаціями підприємств на біржовому ринку у 2017 р.**

№ з/п	Найменування торговця	Обсяг виконаних договорів, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних договорів, %
1	ТОВ «ДОМІНАНТА ТРЕЙД»	645,80	10,55
2	ТОВ «ІНВЕСТИЦІЙНИЙ КАПІТАЛ УКРАЇНА»	515,87	8,43
3	ТОВ «ПКТБ – ЦІННІ ПАПЕРИ»	382,23	6,25
4	ПАТ «ОТП БАНК»	329,35	5,38
5	ТОВ «КОНКОРД КЕПІТАЛ»	315,19	5,15
6	ПАТ «ТАСКОМБАНК»	299,23	4,89
7	ТОВ «АЧІК»	279,66	4,57
8	ТОВ «ПРОФІ-Т ЦІННІ ПАПЕРИ»	259,76	4,24
9	ПАТ «КРЕДОБАНК»	254,39	4,16
10	ПАТ «КОМЕРЦІЙНИЙ БАНК «ГЛОБУС»	167,24	2,73

Джерело: побудовано за даними [8].

Перелік торговців цінними паперами з найбільшим обсягом торгів облігаціями підприємств у 2017 р. на позабіржовому ринку наведено в табл. 2.14.

Серед них: ТОВ «ФОНДОВА КОМПАНІЯ «АВЕРС ІНВЕСТ» (1876 млн грн), ТОВ «ТЦП-2015» (1850 млн грн), ТОВ «КОМЕКС-ФІНАНС» (1617 млн грн), ТОВ «ДОМІНАНТА ТРЕЙД» (1410 млн грн), ТОВ «Український енергетичний реєстр» (1308 млн грн).

Проведений аналіз дозволяє зробити висновок про помірну концентрацію первинного і вторинного ринку облігацій за емітентами, порівняно з акціями. В структурі торгів превалує позабіржовий ринок. Серед торговців облігаціями спостерігається досить високий рівень конкуренції.

**ТОП-10 торговців цінними паперами з найбільшим обсягом торгів
облігаціями підприємств на позабіржовому ринку у 2017 р.**

№ з/п	Найменування торговця	Обсяг виконаних договорів, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних договорів, %
1	ТОВ «ФОНДОВА КОМПАНІЯ «АВЕРС ІНВЕСТ»	1876	7,92
2	ТОВ «ТЦП-2015»	1850	7,81
3	ТОВ «КОМЕКС-ФІНАНС»	1617	6,83
4	ТОВ «ДОМІНАНТА ТРЕЙД»	1410	5,96
5	ТОВ «Український енергетичний реєстр»	1308	5,52
6	ТОВ «Азово-Чорноморська інвестиційна компанія»	928	3,92
7	ТОВ «АЛЬДАРІС-ІНВЕСТ»	868	3,66
8	ПАТ «УКРСОЦБАНК»	806	3,41
9	ТОВ «XXI СТОЛІТТЯ БРОКЕРІДЖ»	796	3,36
10	ТОВ «Акцептор»	776	3,28

Джерело: побудовано за даними [8].

За корпоративними облігаціями, випущеними на чітко встановлений термін, сплачується визначений в умовах проспекту емісії фіксований процент, що є привабливим як для інвестора, так і для емітента. Відносно легкий доступ до отримання облігаційних позик мають конкурентоспроможні підприємства з великим фінансовим потенціалом, високим кредитним рейтингом і стійкою траєкторією розвитку

2.3 Приватизаційні інструменти формування капіталу суб'єктів господарювання через фондову біржову торгівлю

Особливості корпоративного управління в сучасних умовах української економіки обумовлені траєкторією інституціонального розвитку у пострадянській

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.

Діяльності акціонерних товариств, які створювалися під час приватизації в Україні, притаманні такі вади:

неможливість виконання функції мобілізації та об'єднання капіталів за рахунок отримання грошей в процесі первинного розміщення акцій державою;

низька ліквідність акцій штучно створюваних акціонерних товариств, що негативно впливало на можливості залучення капіталу на фондовому ринку;

неврахування інтересів дрібних акціонерів під час ухвалення управлінських рішень;

відсутність дивідендних виплат, як таких, або використання залишкового принципу до визначення дивідендів на мінімальному рівні;

низька транспарентність діяльності акціонерних товариств, непрозорість виконання рішень зборів акціонерів тощо.

У своїй більшості громадяни України є номінальними власниками акціонерних товариств, вони не мають можливості захищати свої інтереси, не знають і не використовують своїх корпоративних прав.

У процесі управління державними корпоративними правами (ДКП) мають вирішуватися такі основні завдання: «забезпечення участі суб'єктів господарювання у здійсненні заходів, пов'язаних із виконанням державних функцій, а також досягнення інших стратегічних цілей, визначених державою; збільшення за рахунок поліпшення фінансових результатів господарювання об'єктів управління надходження сум податків і зборів до бюджетів, державних цільових фондів, а також неподаткових надходжень у вигляді дивідендів (доходів), нарахованих на акції (частки, паї) господарських товариств, які перебувають у державній власності; здійснення контролю за використанням і збереженням майна господарських товариств, у статутних

фондах яких є державна частка» [50]. Доцільно встановити кількісні критерії ефективності управління державними корпоративними правами, а якщо вони не виконуються, то необхідно розглянути питання про залучення в оборот підприємства приватного капіталу в процесі приватизації, що зменшить обсяг державних корпоративних прав.

Основними суб'єктами, що забезпечують управління ДКП, є: Фонд державного майна України (ФДМУ) (щодо корпоративних прав, які підлягають продажу в процесі приватизації), Державні холдингові компанії (ДХК) та інші державні корпорації (щодо контрольних пакетів акцій приватизованих підприємств); Компанії з управління активами (КУА) – щодо дрібних пакетів акцій та інших корпоративних прав, які не користуються попитом на ринку [51, с. 209].

У структурі ФДМУ моніторинг корпоративних прав держави у статутних капіталах господарських товариств здійснюють центральний апарат та регіональні відділення. Протягом кінця 2005 – початку 2017 р. кількість відкритих акціонерних товариств, створених шляхом приватизації та корпоратизації, які підлягають моніторингу з боку структур ФДМУ скоротилася з 954 до 208, або на 746 (78,2%) [52]. Станом на 10.03.2017 центральним апаратом ФДМУ контролюється 71 підприємство (34,14% їх загальної кількості), регіональними відділеннями – 137 підприємств (65,86%). Центральний апарат ФДМУ переважно здійснює моніторинг підприємств із високою державною часткою – від 75% до 100%. Протягом 2006-2016 років кількість холдингових та інших державних корпорацій скоротилася з 15 до 10, станом на 10.03.2017 8 із них контролюється центральним апаратом, 2 – регіональними відділеннями ФДМУ.

Кількість підприємств, у яких інші органи влади мали корпоративні права держави у статутних капіталах господарських товариств, змінювалася таким чином: протягом кінця 2005 – початку 2017 р.: акціонерні товариства – зросла із 121 до 131, у т. ч. у розрізі часток: від 10 до 25% – до 5 підприємств, від 25% до 50% – із 5 до 13 підприємств, від 50% до 75%- до 10, від 75% – до 100% – до 8.

Натомість кількість підприємств, які мали частку 100-відсоткового володіння держави, скоротилася із 116 до 98. Чисельність холдингових компаній, державних акціонерних, державних акціонерних холдингових компаній, національних акціонерних компаній зростає із 17 до 18, у т. ч. кількість компаній зі 100% часткою залишилася незмінною – 17, натомість виникло підприємство, у якому частка держави на кінець аналізованого періоду припадає на інтервал від 25% до 50%. Загалом у структурі концентрації власності, що відноситься до господарських товариств, які знаходяться в управлінні інших органів виконавчої влади, найбільша питома вага приходить на 100% пакет (але вона скоротилася із 96,38% до 63,78%) за рахунок збільшення кількості підприємств із часткою до 10% – до 4, від 10% до 25% – до 15, від 25% до 50% – із 5 до 31, від 50% до 75% – до 10, від 75% до 100% – до 8.

Відповідно до статті 15 Закону України «Про приватизацію державного майна» «приватизація державного майна серед інших методів здійснюється шляхом продажу акцій (часток, паїв), що належать державі у господарських товариствах, на аукціоні, за конкурсом, на фондових біржах та іншими способами, що передбачають загальнодоступність та конкуренцію покупців; продажу акцій на міжнародних фондових ринках, у тому числі у вигляді депозитарних розписок» [53].

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.

Для залучення іноземних інвесторів розроблено механізми продажу акцій акціонерного товариства з державною часткою на міжнародних фондових ринках за рішенням уряду України. Приватизація об'єктів групи Г – акціонерних товариств, крім єдиних майнових комплексів, має відбуватися шляхом продажу контрольного пакета акцій. У разі його відсутності приватизаційні процедури відбуваються на основі конкурсу.

У процесах приватизації можуть брати участь фінансові посередники за обов'язкової умови розкриття інформації про довірителя, в інтересах якого здійснюється покупка акцій, державним органам приватизації. На фондових біржах виставляються для продажу акції, що залишилися після купівлі контрольного пакета, а також пакети акцій підприємств, державна частка в статутному капіталі яких не перевищує 25%. Акції, не продані на фондових біржах, пропонуються для продажу на спеціалізованих грошових аукціонах або відкритих грошових регіональних аукціонах.

ФДМУ визначився із черговістю виставлення на продаж пакетів акцій господарських товариств – наказом від 30.01.2017 № 132 затверджено відповідний «план-графік, в якому визначено спосіб продажу, розмір пакета, що пропонуватиметься до продажу, та орієнтовний термін оголошення про продаж» [54]. План-графік опубліковано у газеті «Відомості приватизації», до нього включено 63 об'єкта, з них: 29 – пропонуватимуться до продажу за конкурсом; 28 – на фондовій біржі; 6 – на аукціоні. На фондових біржах передбачено виставлення на продаж такі об'єкти груп В, Г, Е (табл. 2.15).

У 2017 р. до продажу на фондових біржах виставлено державні частки у статутних капіталах 28 підприємств, серед яких – дев'ять обласних енергетичних компаній, підприємства вугільної промисловості, машинобудування, сільськогосподарські та туристичні підприємства, інфраструктурні підприємства із водо- та газопостачання, страхова компанія.

Таблиця 2.15

**План-графік продажу державних пакетів акцій господарських товариств,
які знаходяться у віданні ФДМУ на фондових біржах у 2017 р.**

№ з/п	Код за ЄДРПОУ	Назва підприємства	Статутний капітал	
			тис грн	частка, що буде виставлена на продаж, %
1	2	3	4	5
Січень				
Регіональне відділення по Херсонській області				
1	00486801	ПАТ «Червоний Чабан»	3347,35	24,945
2	02498091	ПрАТ «Херсон-Діпромiсто»	275,664	17,997
Регіональне відділення по Кіровоградській області				
3	05390842	ПАТ «Струмок»	31,7	19,82
Березень				
Регіональне відділення по Львівській області				
4	35879807	ПАТ «Львівська вугільна компанія»	305610	37,578
Регіональне відділення по Луганській області				
5	00710457	ПАТ «Сільськогосподарське підприємство «Селекція-племресурси»	3193,551	12,91
Регіональне відділення по Херсонській області				
6	01036483	ПАТ «Херсонводбуд»	12951,8	49,549
7	00218354	ВАТ «Генічеський машинобудівний завод»	10032,96	4,59
8	30704866	ПАТ «Виробництво «Технік»	3214,9	28,026
9	14312499	ПАТ «Машинобудівний завод «Аметист»	7957,7	49,569
Регіональне відділення по Хмельницькій області				
10	00236062	ПАТ «Кам'янець-Подільськсільмаш»	114,03	30,979
Регіональне відділення по Черновіцькій області				
11	02574248	ПрАТ «Туристичний комплекс «Черемош»	48851,42	9,677
12	14314682	ПАТ «Чернівецький радіотехнічний завод»	66458,91	21,524
Регіональне відділення по Львівській області				
13	05777118	ПрАТ «Перемишлянський приладобудівний завод «Модуль»	6028,6	24,72

Закінчення табл. 2.15

1	2	3	4	5
Червень				
Центральний апарат ФДМУ				
14	20413052	ПАТ по газопостачанню та газифікації «Коростишівгаз»	8,835	22,555
15	01057723	ПАТ «Гайворонський тепловозоремонтний завод»	9898,6	100
Липень				
Центральний апарат ФДМУ				
16	23293513	ПАТ «Сумиобленерго»	44281,374	25
17	00130872	ПАТ «ДТЕК Дніпроенерго»	149185,8	25
18	00131268	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	81896,468	25
19	00131305	ПАТ «Київенерго»	27091,07	25
20	00131713	ПАТ «Одесаобленерго»	152123,89	25
21	23269555	ПАТ «ДТЕК Західенерго»	127905,41	25
22	23343582	ПАТ «Донбасенерго»	236443,01	25
23	23359034	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	59916,17	25
Вересень				
Регіональне відділення по Івано-Франківській області				
24	00119681	ВАТ «Автолившмаш»	5159,5	25,998
Жовтень				
Центральний апарат ФДМУ				
25	22800735	ПАТ «Черкасиобленерго»	37098,33	46
Листопад				
Регіональне відділення по Херсонській області				
26	35568570	ПАТ «Індустріальна скляна компанія»	68346,2	23
Грудень				
Центральний апарат ФДМУ				
27	02308021	ПрАТ «Страхова компанія «Астарта»	1280	26,31
Регіональне відділення по Тернопільській області				
28	00306650	ВАТ «Тернопільське об'єднання «Текстерно»	48709,52	25

Джерело: побудовано за даними [54].

Позитивно слід оцінити обраний метод продажу зазначених вище підприємств шляхом підвищення ціни акцій. Удосконалення діючого механізму залучення приватного капіталу у підприємства з державною часткою пов'язано із продажем додаткового випуску їх акцій через фондові біржі.

ФДМУ розпочав підготовку до виставлення на продаж на фондових біржах (аукціони за методом підвищення ціни) низки компаній паливно-енергетичної галузі. Підготовка до приватизації є обов'язковим етапом продажу, і дозволить забезпечити його за чітко встановленою процедурою.

Для активізації біржових механізмів формування капіталу підприємств із державною часткою доцільно внести зміни до Закону України «Про управління об'єктами державної власності» [55], якими визначити поняття «державне (національне) акціонерне товариство» як корпоратизоване державне підприємство, що не підлягає приватизації та не менш як 75% акцій якого перебуває в державній власності, з метою зняття заборони на залучення приватного капіталу шляхом додаткового випуску акцій із метою залучення приватних інвестицій у розвиток власного виробництва або надання фінансової допомоги дочірнім підприємствам [56, с. 35].

Скрізь призму інституціональної теорії «корпоративне управління можна визначити як систему формальних та неформальних норм, що визначають права власності, механізми їх реалізації та захисту шляхом проведення корпоративного, незалежного аудиторського та суспільного контролю. Оскільки корпорація є відкритою системою, то основним завданням корпоративного управління є нагляд та контроль за діями управлінського персоналу і дотриманням інтересів стейкхолдерів (усіх зацікавлених осіб)» [57, с. 643]. Вартість корпоративних прав держави обумовлена часткою держави в статутних капіталах господарських товариств, яка надає їй право на управління товариствами, отримання певної частки їх прибутку (дивідендів), а також активів у разі ліквідації.

Протягом 2016 р. загальна кількість об'єктів, у яких Фонд Державного майна України здійснює управління державними корпоративними правами, скоротилася з 358 до 345 (табл. 2.16).

Таблиця 2.16

Загальна кількість об'єктів, у яких Фонд Державного майна України здійснює управління державними корпоративними правами, та їх структура

Вид об'єктів	01.01.2016		31.12.2016	
	од.	структура, %	од.	структура, %
Всього об'єктів, із них	358	100	345	100
публічні акціонерні товариства (ПАТ), створені шляхом приватизації та корпоратизації	222	62,01	212	61,45
державні холдингові компанії та державні акціонерні корпорації	11	3,07	10	2,90
акціонерні товариства, створені за участю ФДМУ	71	19,83	68	19,71
товариства з обмеженою відповідальністю	54	15,08	55	15,94

Джерело: побудовано за даними [58].

Основна їх частина представлена ПАТ, створеними шляхом приватизації та корпоратизації, – відповідно 62,01% і 61,45% на початок і кінець року. За результатами аналізу фінансово-господарської діяльності підприємств за 9 місяців 2016 року, встановлено, що із 182 державних підприємств та господарських товариств з державною часткою більше 50 % статутного капіталу: 42 – прибуткові (із них 14 – працювали ефективно, 28 – задовільно); 48 – працювали неефективно; 92 – не оцінювалися (з ряду причин).

Аналіз проводився відповідно до Порядку здійснення контролю за виконанням функцій з управління об'єктами державної власності, затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 19 червня 2007 р. № 832 [59], та Методичних рекомендацій застосування критеріїв визначення ефективності управління об'єктами державної власності, затверджених наказом

Мінекономрозвитку від 15 березня 2013 р. № 253 [60]. Низька ефективність управління державними корпоративними правами дискредитує нестандартну, з погляду постулатів економічної теорії, поведінку акціонованих підприємств.

У 2016 році господарськими товариствами, що знаходяться в сфері управління ФДМУ, з чистого прибутку, отриманого за результатами фінансово-господарської діяльності у 2015 році, сплачено до державного бюджету 1249,3 млн грн, у т. ч. 20,5 млн грн дивідендів. Найбільшими платниками до державного бюджету є ПрАТ «Президент-Готель», ПАТ «НТК «Електронприлад», ПАТ «Центральне конструкторське бюро «Ритм», ПАТ «Тернопільський радіозавод «Оріон», ПАТ «Турбоатом».

ФДМУ здійснює управління державними корпоративними правами господарських товариств, переданих на приватизацію. Переважна їх більшість мають незадовільний фінансово-економічний стан. Підприємства, в основному, обтяжені боргами та потребують значних фінансових інвестицій. При цьому ФДМУ не має бюджетних коштів для підтримки суб'єктів господарювання через відсутність відповідного бюджетного фінансування. Формами приватизації є: аукціон, аукціон за методом зниження ціни, аукціон без оголошення ціни, викуп, конкурс, конкурс з відкритістю пропонування ціни за принципом аукціону, повторний конкурс з відкритістю пропонування ціни за принципом аукціону, фондова біржа, відкриті грошові регіональні аукціони.

У 2016 р. ФДМУ уклав меморандум про співпрацю з організаторами електронних аукціонів, серед яких товарні біржі [61]: «Перспектива-Коммодіті», «Українська міжрегіональна спеціалізована», «Іннекс», «Українська універсальна», «Універсальна товарно-сировинна», «Перша Універсальна Біржа «Україна», а також ПАТ Державна акціонерна компанія «Національна мережа аукціонних центрів». Метою цього Меморандуму є співпраця і консолідація зусиль Сторін щодо реалізації об'єктів малої приватизації державної власності на аукціонах в електронній формі на засадах прозорості, публічності та максимальної ефективності. Дія меморандуму поширюється на об'єкти приватизації груп А, Д та Ж, визначених Законом

України «Про приватизацію державного майна». Для створення умов для активізації фондових механізмів приватизації укладено Угоду №19/14/83 11.02.2013 «Про інформаційне співробітництво між Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку та Фондом державного майна України».

ФДМУ співпрацює з такими фондовими біржами: ПрАТ «Українська фондова біржа» (УФБ), ПАТ «Київська міжнародна фондова біржа» (КМФБ), ПАТ «Українська Міжбанківська валютна біржа» (УМВБ), ПрАТ «Фондова біржа «ІННЕКС», ПрАТ «Фондова біржа «Перша фондова торговельна система» ПФТС», ПрАТ «Фондова біржа «Універсальна», ПАТ «Українська біржа», ПАТ «Фондова біржа «Перспектива», ПрАТ «Східноєвропейська фондова біржа».

В Україні вже формується практика успішного використання фондових механізмів для приватизації [62; 63]. 16 червня 2016 р. на Східноєвропейській фондовій біржі вперше в історії української приватизації відбувся аукціон без оголошення ціни. До продажу пропонувався пакет акцій у розмірі 95,85% статутного капіталу ПАТ «Славутський завод залізобетонних виробів». Участь у торгах взяли троє учасників, запропонована одним з учасників ціна протягом торгів зросла майже у 10 разів. Фахівці ФДМУ визнають продаж удалим, оскільки об'єкт із 2004 р. безуспішно виставлявся на продаж 440 разів і не працює вже 12 років.

На ПАТ «Фондова біржа ПФТС» 10 березня 2017 р. відбувся аукціон ФДМУ, у рамках якого інвестори мали змогу придбати пакет акцій ПАТ «Сільськогосподарське підприємство «Селекція-Племресурси» (код ЄДРПОУ 710457). Розмір пакета склав 12,91% статутного капіталу (кількість акцій – 1 649 184 штук). Початкова вартість пакета акцій зазначеного ПАТ становила 49475,52 грн. У результаті торгів пакет акцій продано за 65802,44 грн. Заявки до участі в аукціоні були отримані від декількох потенційних покупців, завдяки чому початкова ціна державного пакету акцій, в ході торгів зросла на третину.

Протягом десятирічного періоду відбулося істотне скорочення підприємств з державним капіталом із 1316 до 522 підприємств, або більше ніж

у 2,5 рази, переважна більшість яких знаходиться у віданні Фонду державного майна України. Продовження існуючої тенденції залучення приватних власників в капітал таких підприємств потребує врахування можливостей фінансового ринку, фондового зокрема. Якщо такі можливості є обмеженими, необхідно здійснювати пошук шляхів підвищення ефективності управління корпоративними правами держави: впроваджувати кодекси корпоративного управління; розробити прозору дивідендну політику на кожному підприємстві; підвищити відповідальність вищого менеджменту за досягнення індикативних показників діяльності підприємства; покращити кадрову політику шляхом набору персоналу на основі проведення конкурсів; розробити чітку систему мотивації робітників та їх стимулювання за досягнення вищих показників продуктивності праці.

2.4 Комплексне оцінювання параметрів розвитку фондового ринку України у розрізі інструментів формування капіталу суб'єктів господарювання

Сучасний розвиток фінансової системи України значною мірою залежить від об'єктивних та сукупних процесів, що пов'язують між собою соціальний, економічний та науково-технічний прогрес.

Теоретичні та практичні аспекти функціонування ринку цінних паперів досліджені в працях вітчизняних вчених Т. Оришин [64], С. Самець [65], І. Школьник [66]. У працях Ж. Гарбар [67], О. Ковтун, Г. Кучерової [68] робиться акцент на основні показники розвитку фондового ринку.

Інтегральні індикатори надають користувачам узагальнену інформацію про стан фондового ринку, його сегментів, фінансових інструментів та інфраструктури. Вони характеризують операції з цінними паперами у межах національних кордонів [69, с. 39]. Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку було затверджено Методику розрахунку інтегрального індексу фондового ринку № 237 від 20.12.2000, яка визначає порядок

розрахунку інтегрального індексу фондового ринку, інформаційну базу та критерії відбору підприємств для розрахунку. «Метою розрахунку даного індексу є визначення макроекономічної ситуації і тенденцій розвитку фондового ринку України. Для розрахунку інтегрального індексу фондового ринку на основі звітності торговців цінними паперами відбираються всі виконані угоди купівлі-продажу з акціями підприємств на вторинному ринку» [70]. На жаль, оприлюднення цього індексу регулятором припинилося у 2008 році. Тому виникає потреба у розробці нових підходів до узагальнюючої оцінки розвитку фондового ринку.

«Основними інструментами фондового ринку України є акції, державні, муніципальні, корпоративні облігації, деривативи, цінні папери інститутів спільного інвестування. Ліквідний та надійний ринок акцій...сприяє залученню й перерозподілу фінансового капіталу в перспективні сфери економіки. Завдяки здатності ринку акцій до перетворення заощаджень у інвестиції відбувається поширення фінансових потоків між різними галузями та секторами економічної системи країни, чим досягається деякий баланс та покращення загальної економічної ситуації» [71, с. 24]. Проаналізуємо тенденції розвитку ринку акцій в Україні (табл. 2.17).

Загальна сума випусків акцій у 2017 р. порівняно з 2011 р. збільшилась на 870,9 млрд грн, або на 177,05%, досягши рівня 1362,8 млрд грн. Обсяг зареєстрованих випусків акцій також зріс на 266,64 млрд грн, або на 458,46%. Станом на останню звітну дату він становив 324,8 млрд грн. Кількість випусків акцій, що перебувають в обігу на фондовому ринку в 2017 році порівняно з 2011 р. зменшилась із 15611 од. до 11295 од, або на 4316 од. (27,65%). Аналогічну тенденцію протягом 2011–2017 рр. спостерігаємо і за наступними показниками, які продемонстрували скорочення: обсяг торгів акціями на ринку цінних паперів – із 636,07 млрд грн до 126,9 млрд грн, або на 509,17 млрд грн (80,05%), у т.ч. за рахунок біржового сегменту – на 63,29 млрд грн (на 92,27%), позабіржового – на 445,88 млрд грн (на 78,57%).

Таблиця 2.17

Показники, що характеризують розвиток ринку акцій України

Показник	Період, що аналізується (роки)							Приріст 2017/2011	
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	абсо- лютний	темп приросту, %
Загальна сума випусків акцій, млрд грн	491,90	507,74	571,97	716,32	838,62	1037,0	1362,8	870,9	177,05
Обсяг зареєстрованих випусків акцій, млрд грн	58,16	15,84	64,23	144,35	122,30	199,4	324,8	266,64	458,46
Кількість випусків акцій, що перебувають в обігу на фондовому ринку (ФР), шт.:	15611	15611	14706	12616	12216	11829	11295	-4316	-27,65
– які допущено до торгів на фондових біржах (ФБ)	897	1338	1499	1466	1166	958	956	59	6,58
– які не допущено до торгів на ФБ	14714	14273	13207	11150	11050	10871	10339	-4375	-29,73
Питома вага випусків акцій, не допущених до торгів на ФБ, %	94,25	91,43	89,81	88,38	90,46	91,9	91,5	-2,75	-2,92
Обсяг торгів акціями на ринку цінних паперів (ЦП), млрд грн:	636,07	591,86	171,10	415,50	462,28	482,5	126,9	-509,17	-80,05
– на позабіржовому	68,59	21,54	44,92	24,46	5,22	2,1	5,3	-63,29	-92,27
– на біржовому	567,48	570,32	126,19	391,04	457,06	480,4	121,6	-445,88	-78,57
Питома вага обсягу торгів акціями на ФБ, %	10,78	3,64	26,25	5,89	1,13	0,44	4,18	-6,6	-61,22

Джерело: власні розрахунки.

Унаслідок указаної динаміки частка обсягу торгів акціями на біржовому ринку в 2017 р. склала 4,18%, що менше на 6,6% відносно 2011 р. Така тенденція досліджуваних показників свідчить про погіршення стану ринку акцій в Україні, що потребує прийняття певних рішень на державному рівні. Низьку якість пайового капіталу віддзеркалює висока питома вага акцій, не допущених до торгів на фондових біржах, яка втім протягом аналізованого періоду скоротилася із 94,25 % до 91,5%, або на 2,75%.

«Наступним, але не менш важливим сегментом фондового ринку, на якому відбувається обіг боргових зобов'язань, є ринок облігацій. До його інструментів відносять державні, муніципальні та корпоративні облігації, які, як мають певні відмінності та властивості, так і доповнюють одна одну» [71, с. 25].

Державні облігації (табл. 2.18) є важливим інструментом наповнення державного бюджету України на зворотній основі. Протягом 2011–2017 рр. кількість випусків державних облігацій, що перебувають в обігу на фондовому ринку в 2017 р. порівняно з 2011 р. збільшилась із 119 шт. до 373 шт., або на 254 шт. (213,45%). Обсяг торгів державними облігаціями має знижувальну тенденцію – із 855,55 млрд грн до 256,12 млрд грн, або на 599,43 млрд грн (на 70,06%). Лише у 2012, 2013, 2015 рр. 100% державних облігацій України допущені до торгів на фондових біржах. Найбільша питома вага державних облігацій, не допущених до біржових торгів, спостерігалася у 2016 р. – 9,87%, на кінець аналізованого періоду вона становила 6,97%.

Позитивним також є збільшення частки торгів облігаціями на біржовому ринку з 11,59% (у 2011 р.) до 62,41% (у 2017 р.), що свідчить про прозорість діяльності даного сектору фондового ринку та підвищує його інвестиційну привабливість. У 2017 р. із загальної кількості державних облігацій України, які допущено до торгів на фондових біржах, майже 100% перебували у біржовому реєстрі за I рівнем лістингу на фондових біржах «ПФТС», «Перспектива», «Українська Біржа».

Таблиця 2.18

Показники, що характеризують розвиток ринку державних облігацій України (ДОУ)

Показник	Період, що аналізується (роки)							Приріст 2017/2011	
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	абсо- лютний	темп прирос- ту, %
Кількість випусків ДОУ, що перебувають в обігу на ФР, шт.:	119	142	184	265	264	304	373	254	213,45
– які допущено до торгів на ФБ	114	142	184	263	264	274	347	233	204,39
– які не допущено до торгів на ФБ	5	0	0	2	0	30	26	21	420,00
Питома випусків ДОУ, не допущених до торгів на ФБ, %	4,20	0,00	0,00	0,75	0,00	9,87	6,97	2,77	65,95
Обсяг торгів ДОУ на ринку ЦП, млрд грн:	855,55	1217,06	721,47	688,09	283,36	339,49	256,12	-599,43	-70,06
– на позабіржовому	756,43	1038,28	375,6	142,32	33,23	129,40	66,60	-689,83	-91,20
– на біржовому	99,12	178,78	345,87	545,77	250,13	210,09	189,52	90,4	91,20
Питома вага обсягу торгів ДОУ на ФБ, %	11,59	14,69	47,94	79,32	88,27	61,88	74,00	62,41	538,48

Джерело: сформовано автором за даними [72; 73].

Ринок муніципальних облігацій (табл. 2.19) є не таким розвиненим сегментом українського фондового ринку як ринок державних, проте залишається достатньо перспективним. У 2013 та 2015–2017 рр. реєстрація випусків облігацій місцевих позик не відбувалася.

Про погіршення їх якості свідчить зростання питомої ваги випусків, не допущених до торгів на фондових біржах із 69,09% до 100%, а також скорочення частки біржової торгівлі із 27,54% до 0%. Отже, можна зробити висновок, що ринок муніципальних облігацій характеризується досить високим рівнем фінансового ризику та низьким ступенем захищеності його учасників.

Вагомий внесок у розвиток вітчизняного фондового ринку робить ринок корпоративних облігацій (табл. 2.20). Проте, він характеризується нестабільністю, про що свідчить зниження майже усіх аналізованих показників. Обсяг зареєстрованих випусків корпоративних облігацій протягом 2011–2016 рр. скоротився із 35,91 млрд грн до 5,5 млрд грн, а у 2017 р. він зріс до 8,4 млрд грн. Загальне зменшення складає 27,51 млрд грн (76,61%). Попри зростання кількості випусків корпоративних облігацій, які перебувають в обігу на фондовому ринку, із 4849 шт. у 2011 р. до 11829 у 2017 р., обсяг торгів корпоративними облігаціями демонструє стійку тенденцію до скорочення із 103,7 млрд грн у 2011 р. до 29,80 млрд грн у 2017 р. (на 71,26%).

При цьому частка біржового сегменту зростала протягом 2011–2013 рр. із 20,66% до 48,05%, а потім до кінця 2017 року скоротилася до 20,47%. Протягом аналізованого періоду питома вага випусків корпоративних облігацій, які не допущено до торгів на фондову біржу, перевищує 90%. Наприкінці 2017 р. кількість корпоративних облігацій, що допущено до обігу на фондових біржах, становила 125 випусків. Протягом 2017 р. в біржовому реєстрі за II рівнем лістингу перебувало 12 облігацій підприємств.

Таблиця 2.19

Показники, що характеризують розвиток ринку облігацій місцевих позик (ОМП) в Україні

Показник	Період, що аналізується (роки)							Приріст 2016/2011	
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	абсолютний	темп приросту, %
Обсяг зареєстрованих випусків ОМП, млн грн	584,50	5680,25	0,00	2375,0	0	0	0	-584,5	-100
Кількість випусків ОМП, що перебувають в обігу на ФР, шт.:	55	67	67	68	68	4	0	-55	-100
– які допущено до торгів на ФБ	17	20	14	8	4	4	0	-17	-100
– які не допущено до торгів на ФБ	38	47	53	60	64	0	0	-38	-100
Питома вага випусків ОМП, які не допущено до торгів на ФБ, %	69,09	70,15	710	88,24	94,12	100	-	-69,09	-100
Обсяг торгів ОМП на ринку ЦП, млрд грн:	1,67	7,48	3,60	4,11	2,43	2,97	2,93	1,26	75,45
– на позабіржовому	1,21	1,09	2,7	3,53	2,41	2,97	2,93	1,72	142,15
– на біржовому	0,46	6,39	0,9	0,58	0,02	0	0	-0,46	-100
Питома вага обсягу торгів ОМП на ФБ, %	27,54	85,43	25,00	14,11	0,82	0	0	-27,54	-100

Джерело: власні розрахунки.

Таблиця 2.20

Показники, що характеризують розвиток ринку корпоративних облігацій (КО) України

Показник	Період, що аналізується (роки)							Приріст 2017/2011	
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	абсо- лютний	темп приросту, %
Зареєстровано випусків КО, млрд грн	35,91	51,39	42,74	29,01	11,42	5,5	8,4	-27,51	-76,61
Кількість випусків КО, що перебувають в обігу на ФР, шт.:	4849	5185	5488	5753	5908	11829	н/д	-	-
– які допущено до торгів на ФБ	395	472	548	537	389	958	н/д	-	-
– які не допущено до торгів на ФБ	4454	4713	4940	5216	5519	10871	н/д	-	-
Питома вага випусків КО, які не допущено до торгів на ФБ, %	91,85	90,90	90,01	90,67	93,42	91,90	-	-	-
Обсяг торгів КО на ринку ЦП, млрд грн:	103,70	124,89	98,87	69,92	53,77	55,44	29,80	-73,9	-71,26
– на позабіржовому	82,28	98,54	51,36	37,09	40,24	46,27	23,70	-58,58	-71,20
– на біржовому	21,42	26,35	47,51	32,83	13,53	9,17	6,1	-15,32	-71,52
Питома вага обсягу торгів КО на ФБ, %	20,66	21,10	48,05	46,95	25,16	16,54	20,47	-0,19	-0,92

Джерело: власні розрахунки.

У структурі біржового списку у розрізі фондових бірж наприкінці 2017 р. за кількістю корпоративних облігацій виділяється «Перспектива» (62 випусків облігацій підприємств: 3 – II рівня лістингу, 59 – позалістингові). Це становило 49,6% від загальної кількості випусків облігацій підприємств, які допущено до торгів на ринках капіталу» [8].

Ринок деривативів є досить молодим сегментом фінансового ринку та мало розвиненим. Він представлений в першу чергу ф'ючерсними контрактами, опціонами та опціонними сертифікатами. Динаміку показників, що характеризують розвиток ринку деривативів України подано у табл. 2.21. Протягом 2011–2016 рр. кількість випусків деривативів, що перебувають в обігу на фондовому ринку, збільшилася з 209 шт. до 361 шт., але питома вага випусків, допущених до торгів на фондовій біржі, скоротилася з 33,01% до 27,98%. Обсяг торгів деривативами на ринку цінних паперів у 2011 р. склав 23,98 млрд грн, у 2017 р. – 5,62 млрд грн. Скорочення становить 18,36 млрд грн, або 76,56%. Проте питома вага обсягу торгів деривативами на фондових біржах є досить високою і коливалася на рівні 89,5% у 2017 році до 100% у 2013 р.

Ще однією формою фінансового посередництва, яка останнім часом користується популярністю, є система колективного інвестування, представлена на фондовому ринку інвестиційними та пенсійними фондами (табл. 2.22). Протягом 2014–2017 рр. номінальна вартість розміщених цінних паперів ІСІ, що перебувають в обігу, серед суб'єктів господарювання скоротилася із 82,46 млрд грн до 68,33 млрд грн.

Їх питома вага у загальному обігу скоротилася з 96,85% до 93,95%. При цьому частка нерезидентів збільшилася з 17,16% до 22,47%. Біржовий ринок цінних паперів ІСІ характеризувався нижчим рівнем концентрації, ніж позабіржовий ринок. За підсумками 2017 р. обсяг торгів цінними паперами ІСІ на організованому ринку становив 57,51 млн грн (табл. 2.23).

Таблиця 2.21

Показники, що характеризують розвиток ринку деривативів України

Показник	Період, що аналізується (роки)							Приріст 2017/2011	
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	абсо- лютний	темп приросту, %
Кількість випусків деривативів, що перебувають в обігу на ФР, шт.:	209	320	349	333	343	361	н/д	-	-
– які допущено до торгів на ФБ	140	230	265	239	244	260	н/д	-	-
– які не допущено до торгів ФБ	69	90	84	94	99	101	н/д	-	-
Питома вага випусків деривативів, які не допущено до торгів на ФБ, %	33,01	28,13	24,07	28,23	28,86	27,98	н/д	-	-
Обсяг торгів деривативами на ринку ЦП, млрд грн:	23,98	24,91	18,01	9,6	5,87	2,40	5,62	-18,36	-76,56
– на позабіржовому	0,17	0,13	0	0,01	0,04	0,12	0,59	0,42	247,06
– на біржовому	23,82	24,78	18,01	9,59	5,83	2,28	5,03	-18,79	-78,88
Питома вага обсягу торгів деривативами на ФБ, %	99,33	99,48	100,00	99,90	99,32	95,0	89,5	-9,83	-9,90

Джерело: власні розрахунки.

На ТОП – емітентів цінних паперів ІСІ закритого типу припадає 5188 біржових контракти обсягом 39,4 млн грн, частка яких становить 68,82% від загального обсягу виконаних біржових контрактів на організаторах торгівлі.

Таблиця 2.22

Номінальна вартість та структура розміщених цінних паперів ІСІ, що перебувають в обігу (наростаючим підсумком)

Дата	Серед юридичних осіб			Серед фізичних осіб			Усього
	рези- дентів	нерези- дентів	всього	рези- дентів	нерези- дентів	всього	
	млрд грн						
31.12.2013	67,85	14,61	82,46	2,63	0,04	2,67	85,14
31.12.2014	63,92	16,07	79,99	2,73	0,04	2,77	82,75
31.12.2015	62,36	16,71	79,07	3,34	0,04	3,38	82,45
31.12.2016	53,2	14,42	67,62	4,09	0,04	4,13	71,75
31.12.2017	51,99	16,34	68,33	4,36	0,04	4,4	72,73
	структура, %						
31.12.2013	79,69	17,16	96,85	3,09	0,05	3,14	100,00
31.12.2014	77,24	19,42	96,66	3,30	0,05	3,35	100,00
31.12.2015	75,63	20,27	95,90	4,05	0,05	4,10	100,00
31.12.2016	74,15	20,10	94,24	5,70	0,06	5,76	100,00
31.12.2017	71,48	22,47	93,95	5,99	0,05	6,05	100,00

Джерело: власні розрахунки

На ТОП емітентів цінних паперів ІСІ відкритого типу припадає 263 біржових контракти обсягом 16,93 млн грн, частка яких становить 29,16% від загального обсягу виконаних біржових контрактів на організаторах торгівлі. Перелік цінних паперів ІСІ закритого типу, які у 2017 році користувалися найбільшим попитом на біржовому ринку, наведено в табл. 2.24.

Таблиця 2.23

ТОП цінних паперів ІСІ відкритого типу, які користувалися найбільшим попитом на біржовому ринку у 2017 р. на Українській біржі

№ з/п	Найменування емітента	Кількість біржових контрактів, шт.	Виконані контракти на біржах	
			обсяг, млн грн	відсоток, %
1	Відкритий спеціалізований пайовий інвестиційний фонд «УНІВЕР.УА/Тарас Шевченко» Фонд Заощаджень»	177	9,45	16,27
2	Відкритий спеціалізований пайовий інвестиційний фонд «УНІВЕР.УА/Михайло Грушевський» Фонд Державних Паперів»	77	7,30	12,57
3	Відкритий спеціалізований пайовий інвестиційний фонд акцій «УНІВЕР.УА/Ярослав Мудрий» Фонд Акцій»	9	0,18	0,32
	Разом	263	16,93	29,16

Джерело: побудовано за даними [8].

Таблиця 2.24

ТОП цінних паперів ІСІ закритого типу і венчурних фондів, які користувалися найбільшим попитом на біржовому ринку у 2017 р.

№ з/п	Організатори торгівлі	Найменування емітента	Кількість контрактів, шт.	Виконані контракти на біржах	
				обсяг, млн грн	відсоток, %
1	2	3	4	5	6
ІСІ закритого типу					
1	Перспектива	ЗНПФ «ІНВЕСТИЦІЙНИЙ КАПІТАЛ – ФОНД ОБЛІГАЦІЙ».	4	17,61	30,31
2	УБ	ЗНПФ «Індекс Української Біржі» ПрАТ «КІНТО»	4232	13,15	23,65

Закінчення табл. 2.24

1	2	3	4	5	6
3	УБ	АТ «ЗНКІФ «ПРОФІ-Т ІНВЕСТ»	2	5,00	8,61
4	УБ	Закритий спеціалізований пайовий Інвестиційний фонд банківських металів «КІНТО-Голд»	909	2,97	5,11
5	УБ	ПАТ «ЗНКІФ «Синергія – 7»	31	0,62	1,06
6	УБ	ПАТ «ЗНКІФ «Синергія – 4»	9	0,04	0,07
7	УБ	ПАТ «ЗНКІФ «Синергія – 5»	1	0,01	0,01
		Разом	5188	39,4	68,82
венчурні фонди					
1	ІННЕКС	ЗНВПФ «Новий»	23	0,54	0,93
2	ПФТС	ПВІФ «ГАРАНТ» НВЗТ	5	0,28	0,48
3	УБ	ПВІФ «ГАРАНТ» НВЗТ	2	0,15	0,26
4	УБ	ПВІФ «АІК-ПРЕМІУМ ФОНД» НВЗТ	2	0,04	0,07
5	ПФТС	ПАТ «ЗНВКІФ «УКРАЇНСЬКІ ПОРТФЕЛЬНІ ІНВЕСТИЦІЇ»	1	0,04	0,06
6	УБ	ПВІФ «АІК-ФОНД БУДІВНИЦТВА» НВЗТ	2	0,04	0,07
7	УБ	ПВІФ «АІК-АЛЬТЕРНАТИВНИЙ ФОНД МОЖЛИВОСТЕЙ» НВЗТ	2	0,04	0,07
8	ІННЕКС	ЗНВПФ «Лідер»	1	0,04	0,06
9	ІННЕКС	ЗНВПФ «Вікторія»	1	0,01	0,02
		Разом	39	1,18	2,02

Джерело: побудовано за даними [8]

Перелік цінних паперів ІСІ венчурних фондів, які у 2017 р. користувалися найбільшим попитом на біржовому ринку, наведено в табл. 2.25. На ТОП емітентів цінних паперів ІСІ венчурних фондів припадає 39 біржових контракти обсягом 1,18 млн грн, частка яких становить 2,02% від загального обсягу виконаних біржових контрактів на організаторах торгівлі.

**Зведена таблиця показників діяльності ТОП-емітентів інститутів
спільного інвестування на біржовому ринку**

Вид інституту спільного інвестування	Кількість контрактів, шт.	Обсяг виконаних контрактів, млн грн	Середній обсяг контракту, тис грн	Відсоток від загальної кількості виконаних контрактів, %
Відкриті	263	16,93	64,37	29,16
Закриті	5188	39,4	7,59	68,82
Венчурні	39	1,18	30,26	2,02
Разом	5490	57,51	10,48	100,00

Джерело: побудовано за даними [8].

Зведену таблицю показників діяльності ТОП-емітентів інститутів спільного інвестування на біржовому ринку наведено в табл. 2.26. Найбільший обсяг виконаних контрактів на біржовому ринку приходить на закриті ІСІ – у абсолютному вартісному вимірі 39,4 млн грн, у кількісному – 5188 угод, або у 68,82% їх загальної кількості.

Таблиця 2.26

**ТОП-10 цінних паперів ІСІ, які користувалися найбільшим попитом на
позабіржовому ринку у 2017 р.**

№ з/п	Найменування емітента	Обсяг виконаного договору, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаного договору, %
1	2	3	4
1	ТОВ «Компанія з управління активами	2638,60	6,90
2	«КРИСТАЛ ЕССЕТ МЕНЕДЖМЕНТ» ТОВ «КУА «РЕДІ-ІНВЕСТ» (ПЗНВІФ «Інвестиції та розвиток – Третій»)	1860,00	4,86
3	ТОВ «КУА «ЕСКО-КАПІТАЛ» (ЗНВПФ «ЕСКО-ПРЕМІУМ»)	1723,45	4,51

Закінчення табл. 2.26

1	2	3	4
4	ТОВ «ВП» (ПЗНВІФ «Українські технології»)	1702,58	4,45
5	ЗНВПФ «Фонд інвестицій в машинобудування»	1573,67	4,12
6	ТОВ «ФІНТЕХНОЛОГІЇ» (ПВНЗІФ «КОНЦЕПТ»)	1464,90	3,83
7	ТОВ «КУА «ЛЕМАКО ЕССЕТ МЕНЕДЖМЕНТ» (ЗНВПФ «Континентальний фонд нерухомості»)	1358,14	3,55
8	ТОВ КУА «ЛЕМАКО ЕССЕТ МЕНЕДЖМЕНТ» (ЗНВПФ «ЛЕМАКО КАПІТАЛ»)	1300,16	3,40
9	ТОВ «КУА «ЛЕМАКО ЕССЕТ МЕНЕДЖМЕНТ»	1144,74	2,99
10	ТОВ «ФІНТЕХНОЛОГІЇ» (ПВІФ «ФЕНІКС» НВЗТ)	1110,72	2,90
	Разом	15877,0	41,5

Джерело: побудовано за даними [8].

Утім за середніми обсягами контрактів лідирують: відкриті ІСІ (64,37 тис. грн), венчурні ІСІ (30,26 тис. грн). Обсяг виконаних договорів на неорганізованому ринку ТОП – емітентами у 2017 р. становить 15877,0 млн грн, що у 276 разів перевищує відповідний показник біржового ринку.

Перелік торговців цінними паперами з найбільшим обсягом торгів цінними паперами ІСІ у 2017 р. на біржовому ринку наведено в табл. 2.27, вони становили 102,1 млн грн. Найбільший відсоток від загального обсягу виконання договорів приходить на: ТОВ «УНІВЕР КАПІТАЛ» (25,80%), ТОВ «ІНВЕСТИЦІЙНИЙ КАПІТАЛ УКРАЇНА» (21,95%), ТОВ «КІНТО, ЛТД» (17,02%), ТОВ ФОНДОВА КОМПАНІЯ «ФІНЕКС – УКРАЇНА» (12,54%).

**ТОП-10 торговців цінними паперами з найбільшим обсягом торгів
цінними паперами ІСІ на біржовому ринку у 2017 р.**

№ з/п	Найменування торговця	Обсяг виконаних договорів, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконання договорів, %
1	ТОВ «УНІВЕР КАПІТАЛ»	26,34	25,80
2	ТОВ «ІНВЕСТИЦІЙНИЙ КАПІТАЛ УКРАЇНА»	22,41	21,95
3	ТОВ «КІНТО, ЛТД»	17,38	17,02
4	ТОВ ФОНДОВА КОМПАНІЯ «ФІНЕКС-УКРАЇНА»	12,8	12,54
5	ТОВ «Фрідом фінанс Україна»	10,4	10,19
6	ТОВ «МЕРЕЖА ФОНДОВИХ МАГАЗИНІВ ПЛЮС»	10,04	9,83
7	ТОВ «ВЕЛКО ІНВЕСТ»	1,08	1,06
8	ТОВ «НАВІГАТОР-ІНВЕСТ»	0,59	0,58
9	ТОВ «ТРАДЕКС-ТРЕЙД»	0,56	0,55
10	ТОВ «ФІНАНСОВА КОМПАНІЯ «СОКРАТ»	0,5	0,49
	Разом	102,1	100,00

Джерело: побудовано за даними [8].

Перелік торговців цінними паперами з найбільшим обсягом торгів цінними паперами ІСІ у 2017 р. на позабіржовому ринку наведено в табл. 2.28. Обсяг виконаних договорів ТОП-10 торговцями цінними паперами з найбільшим обсягом торгів цінними паперами ІСІ на позабіржовому ринку у 2017 р. становив 20277,85 млн грн. Найбільший відсоток від загального обсягу виконаних договорів мають такі торговці цінними паперами: ТОВ «ЕНЕРГЕТИЧНА РЕЄСТРАЦІЙНА КОМПАНІЯ» (11,45%), ТОВ «ПЕРШЕ РЕЄСТРАЦІЙНЕ БЮРО» (8,73%), ТОВ «XXI СТОЛІТТЯ

БРОКЕРІДЖ» (7,44%), ТОВ «БЕНЕФІТ БРОК» (6,36%), ІНВЕСТИЦІЙНО-ФІНАНСОВА КОМПАНІЯ ПРОФІНВЕСТ (4,18%).

Таблиця 2.28

ТОП-10 торговців цінними паперами з найбільшим обсягом торгів цінними паперами ІСІ на позабіржовому ринку

№ з/п	Найменування торговця	Обсяг виконаних договорів, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних договорів, %
1	ТОВ «ЕНЕРГЕТИЧНА РЕЄСТРАЦІЙНА КОМПАНІЯ»	4379,79	11,45
2	ТОВ «ПЕРШЕ РЕЄСТРАЦІЙНЕ БЮРО»	3336,99	8,73
3	ТОВ «ХХІ СТОЛІТТЯ БРОКЕРІДЖ»	2844,92	7,44
4	ТОВ «БЕНЕФІТ БРОК»	2430,79	6,36
5	ІНВЕСТИЦІЙНО-ФІНАНСОВА КОМПАНІЯ ПРОФІНВЕСТ	1599,12	4,18
6	ТОВ «ДОМІНАНТА ТРЕЙД»	1452,26	3,80
7	ТОВ «Спікер-Брок-Інвест»	1186,26	3,10
8	ТОВ «ФОНДОВА КОМПАНІЯ «АВЕРС ІНВЕСТ»	1118,06	2,92
9	ТОВ «ДОНБРОКФІНАНС»	1061,86	2,78
10	ТОВ «ВЕЛКО ІНВЕСТ»	867,80	2,27
	Разом	20277,85	100,00

Джерело: побудовано за даними [8].

Обсяг виконаних договорів ТОП-10 торговцями цінними паперами з найбільшим обсягом торгів цінними паперами ІСІ на позабіржовому ринку у 2017 р. у 198,6 разів перевищує відповідний показник біржового ринку.

У табл. 2.29 наведено склад і структуру обсягів торгів на фондовому ринку України у розрізі фінансових інструментів. Максимальний обсяг торгів цінними паперами спостерігався у 2012 році (2707,86 млрд грн), мінімальний – у 2013 р. (459,67 млрд грн).

Таблиця 2.29

**Склад і структура обсягів торгів на фондовому ринку України
у розрізі фінансових інструментів протягом 2011–2017 рр.**

Фінансові інструменти	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Середнє
	млрд грн							
Акції	636,07	591,86	571,1	415,5	462,28	482,5	126,9	469,5
Облігації – всього, у т.ч.	960,92	1349,43	823,94	762,12	339,56	397,9	288,85	703,2
- державні	855,55	1217,06	721,47	688,09	283,36	339,49	256,12	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 інститутів спільного інвестування	114,42	141,66	287,98	240,1	102,6	70,4	38,3	142,2
Всього	1735,39	2107,86	1701,03	1427,32	910,31	953,2	459,67	1327,8
	структура, %							
Акції	36,65	28,08	33,57	29,11	50,78	50,62	27,61	35,36
Облігації – всього, у т.ч.	55,37	64,02	48,44	53,40	37,30	41,74	62,84	52,96
- державні	49,30	57,74	42,41	48,21	31,13	35,62	55,72	46,92
- муніципальні	0,10	0,35	0,21	0,29	0,27	0,31	0,64	0,27
- корпоративні	5,98	5,92	5,81	4,90	5,91	5,82	6,48	5,77
Деривативи	1,38	1,18	1,06	0,67	0,64	0,25	1,22	0,97
Цінні папери інститутів спільного інвестування	6,59	6,72	16,93	16,82	11,27	7,39	8,33	10,71
Всього	100	100	100	100	100	100	100	100
Питома вага державних облігацій України у загальному обсязі торгів облігаціями, %	89,03	90,19	87,56	90,29	83,45	85,32	88,67	88,59

Джерело: власні розрахунки.

Протягом 2011–2017 рр. переважна частина обсягів торгів облігаціями приходилася на державні облігації України – вона зросла із 49,30% до 55,72%. Питома вага акцій скоротилася із 36,65% до 27,61%. Частка корпоративних облігацій коливалася на рівні 4,9–6,48%, деривативів – на рівні 0,25–1,38%. Неоднозначною є структурна динаміка цінних паперів інститутів спільного інвестування – протягом 2011–2013 рр. спостерігалось зростання питомої ваги із 6,59% до 16,93%, а до кінця 2017 р. вона скоротилася до 8,33%. Проаналізувавши тенденції розвитку основних секторів фондового ринку оцінимо інтегральний показник, який характеризуватиме рівень його розвитку. Інтегральний показник розвитку фондового ринку розраховано таким чином:

$$I_{FR} = \frac{\sum_{i=1}^n I_i}{n}, \quad (2.1)$$

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:

$$I_i = \left| \frac{x_i}{\bar{x}} - 1 \right|, \quad (2.2)$$

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.

У табл. 2.30 наведено середні значення обсягів торгів на фондовому ринку України у розрізі фінансових інструментів, за якими розраховано нормалізовані значення у абсолютному значенні (табл. 2.31) та за модулем (табл. 2.32–2.33).

Таблиця 2.30

**Середні значення обсягів торгів на фондовому ринку України у 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

Джерело: власні розрахунки.

Таблиця 2.31

**Нормалізовані значення середніх значень обсягів торгів
на фондовому ринку України у розрізі фінансових інструментів
у абсолютному значенні, од.**

Фінансові інструменти	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Середнє
Акції	1,199	0,685	1,014	0,747	2,047	2,037	0,657	1,122
Облігації								
- державні	1,958	2,464	1,545	1,892	0,868	1,137	2,344	1,815
- муніципальні	-0,994	-0,979	-0,987	-0,983	-0,984	-0,981	-0,962	-0,984
- корпоративні	-0,641	-0,644	-0,651	-0,706	-0,646	-0,651	-0,611	-0,654
Деривативи	-0,917	-0,929	-0,936	-0,960	-0,961	-0,985	-0,927	-0,942
Цінні папери ІСІ	-0,604	-0,597	0,016	0,009	-0,324	-0,557	-0,500	-0,357
Середнє	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Джерело: власні розрахунки.

Таблиця 2.32

**Нормалізовані значення середніх значень обсягів торгів
на фондовому ринку України у розрізі фінансових інструментів
за модулем, од.**

Фінансові інструменти	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Середнє
Акції	1,199	0,685	1,014	0,747	2,047	2,037	0,657	1,198
Облігації								
- державні	1,958	2,464	1,545	1,892	0,868	1,137	2,344	1,744
- муніципальні	0,994	0,979	0,987	0,983	0,984	0,981	0,962	0,981
- корпоративні	0,641	0,644	0,651	0,706	0,646	0,651	0,611	0,650
Деривативи	0,917	0,929	0,936	0,96	0,961	0,985	0,927	0,945
Цінні папери ІСІ	0,604	0,597	0,016	0,009	0,324	0,557	0,5	0,372
Сума	6,313	6,298	5,149	5,297	5,83	6,348	6,001	5,891
Середнє за кількістю фінансових інструментів (інтегральний показник)	1,052	1,050	0,858	0,883	0,972	1,058	1,000	0,982

Джерело: власні розрахунки.

Середні значення обсягів торгів на фондовому ринку України у розрізі фінансових інструментів протягом 2011–2017 рр. складають: акції – 469,5 млрд грн, державні облігації – 623,0 млрд грн, цінні папери інститутів спільного інвестування – 142,2 млрд грн, середнє за інструментами – 221,3 млрд грн.

Нормалізовані значення середніх значень обсягів торгів на фондовому ринку України у розрізі фінансових інструментів у абсолютному значенні протягом 2011-2017 років становлять: по акціях – 1,122, по державних облігаціях – 1,815. По інших фінансових інструментах 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 у 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.

Динаміку інтегрального показника фондового ринку України наведено на рис. 2.6, який описується поліноміальним трендом, і демонструє високу волатильність ринку. Парабола має гілки догори і описується рівнянням:

$$y = 0,0148x^2 - 0,1191x + 1,1628, R^2 = 0,4489 \quad (2.3)$$

де y – значення інтегрального показника фондового ринку України;
 x – номер часового лагу.

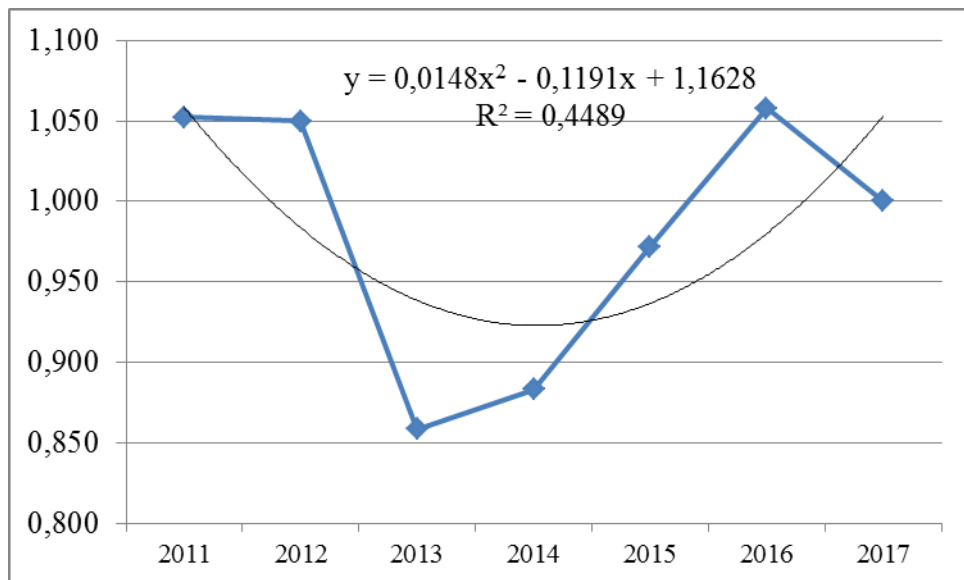


Рис. 2.6. Динаміка інтегрального показника фондового ринку України

Джерело: власні розрахунки

Для визначення мінімального розміру функції розрахуємо похідну першого ступеня:

$$\frac{dy}{dx} = 2*0,0148x - 0,1191. \quad (2.4)$$

Прирівнявши її до нуля, отримаємо мінімальне значення функції, яке становить 4 і приходить на 2014 р. Протягом 2011–2013 рр. значення інтегрального показника фондового ринку України скоротилося із 1,052 до 0,858, а потім зросло до 1,0 у 2017 р.

Висновки до розділу 2

1. Найбільші випуски акцій на фондовому ринку припадають на підприємство 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. Біржовий ринок України є висококонцентрованим, оскільки переважний обсяг торгів здійснює обмежене коло торговців цінними паперами.

2. На позабіржовому ринку найбільшим попитом користуються акції таких емітентів: фінансові, будівельні, хімічні, інноваційні підприємства, суб'єкти господарювання у сфері зв'язку. Для зазначеного ринку характерна помірна монополізація, оскільки переважний обсяг торгів сконцентрований у одного торговця цінними паперами.

3. 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, превалюють банківські установи, будівельні, енергетичні корпорації.

4. Тенденціями розвитку сегмента облігацій фондового ринку є: зростання частки позабіржового ринку за рахунок скорочення питомої ваги біржового ринку. Найбільшим попитом на біржовому ринку за обсягом і

кількістю виконаних біржових контрактів користалися облігації емітентів, які відносяться до банківської, будівельної, фармацевтичної сфер. На позабіржовому ринку за обсягом торгів облігаціями підприємств превалюють будівельні підприємства. Відсоток від загального обсягу виконаних договорів торговцями цінними паперами розподілений практично рівномірно на біржовому та позабіржовому ринках.

5. Проаналізований стан управління державними корпоративними правами у статутних капіталах підприємств, які підлягають приватизації і знаходяться у віданні Фонду державного майна України, дозволив зробити висновок про його неефективність. Незадовільний фінансовий стан більшості підприємств із державною часткою потребує зміни власника і формування дієвої системи корпоративного управління. Вітчизняна практика продажу державних пакетів акцій на фондових біржах, що формується, свідчить про її ефективність через змагальність покупців, прозорість угод і сприяє формуванню об'єктивної ціни державних корпоративних прав.

Список використаних джерел до розділу 2

1. Цивільний кодекс України : Закон України від 16.01.2003 № 435-IV/
URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/435-15/>
2. Гнатів О. М. Проблема визначення змісту корпоративних прав, посвідчених пайовими цінними паперами. *Університетські наукові записки*. 2008. № 1. С. 104–107.
3. Stein B. *The Capitalist Code: It Can Save Your Life and Make You Very Rich*. Humanix Books, P.O. Box 20989, West Palm Beach, FL 33416, USA, 2017.
URL: https://www.amazon.com/dp/1630060844/ref=sspa_dk_detail_3?-psc=1#reader_B06XBHSG1Q/
4. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. URL: <https://zakon.help/law/3480-IV/>

5. Про інститути спільного інвестування : Закон України від 05.07.2012 № 5080-VI. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>.
6. Корніяка О. В. Роль пайових цінних паперів у процесі розвитку вітчизняного підприємництва (друга половина XIX – початок XX ст.). *Історія народного господарства та економічної думки України*. 2015. Вип. 48. С. 88–98.
7. Костирко Л. А. Фондові інструменти формування капіталу суб'єктів господарювання: тенденції, проблеми, пріоритети. *Часопис економічних реформ*. 2017. № 3. С. 57–65.
8. Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2017 рік. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/rtchniy-zvt-nktsprf-za-2017-rk/>
9. Thau A. *The Bond Book*. Third Edition. New York City: The McGraw-Hill Companies, 2010. 428 p.
10. Про іпотечні облігації : Закон України від 22.12.2005 № 3273-IV. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3273-15>.
11. Афоніна Є. В. Місце банків на ринку боргових цінних паперів. *Інвестиції: практика та досвід*. 2010. № 24. С. 66–69.
12. Петренко І. П. Досвід США у використанні боргових цінних паперів для проектного фінансування: державний та муніципальний сектор. *Ефективна економіка*. 2011. № 9. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2011_9_30.
13. Про випуск казначейських зобов'язань : Постанова Кабінету Міністрів України від 05.09.2012 № 836. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/836-2012-%D0%>.
14. Курищук К. Внутрішній ринок державних цінних паперів у забезпеченні ефективності боргової політики України. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2014. Вип. 1. С. 52–57.

15. Онишко С. В. Роль державних цінних паперів у реструктуризації боргових зобов'язань України. *Економічний вісник Запорізької державної інженерної академії*. 2016. Вип. 4 (2). С. 65–69.

16. Петренко І. П. Теоретичні засади участі боргових цінних паперів у формуванні реального інвестиційного капіталу. *Інвестиції: практика та досвід*. 2014. № 4. С. 36–41.

17. Покатаєва О. В., Косова Е. В. Перспективи розвитку фінансового права в умовах асоціації України з Європейським Союзом. *Право та державне управління*. 2015. № 4. С. 22–26.

18. Кулик М. М. Бездокументарні облігації як різновид боргових цінних паперів. *Проблеми законності*. 2015. Вип. 129. С. 148–153.

19. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо облігацій : Закон України від 02.06.2011 № 3461-VI. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3461-17>.

20. Зінченко Ф. Міжнародний ринок боргових цінних паперів. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2016. № 2. С. 99–116.

21. Воронкова О. М. Фондовий ринок України як механізм залучення інвестиційного капіталу. *Збірник наукових праць Донецького державного університету управління «Проблеми та перспективи забезпечення стабільного соціально-економічного розвитку»*. Серія «Економіка». Маріуполь, ДонДУУ, 2017. Т. XVIII. Вип. 304. С. 13–22.

22. Бриндак Д. В. Проблеми розуміння категорії «борг» в процесі становлення інституту боргових цінних паперів. *Право і суспільство*. 2011. № 3. С. 103–106.

23. Комплексна Програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року : Постанова Правління Національного банку України від 18 червня 2015 року № 391 (у редакції рішення Правління Національного банку України від 16 січня 2017 року № 28). URL: <https://beta.bank.gov.ua/about/refactoring>.

24. Гончарук Д. В. Перспектива використання «strips» на ринку державних боргових цінних паперів України в контексті впровадження досвіду

країн ЄС. *Державно-управлінські студії*. 2017. № 1. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/deruprs_2017_1_8.

25. Бриндак Д. В. Еволюція боргових цінних паперів. *Право і суспільство*. 2011. № 5. С. 58–61.

26. Гончаренко В. О. Вексель як вид боргового цінного паперу. *Актуальні проблеми держави і права*. 2009. Вип. 51. С. 278–283.

27. Про обіг векселів в Україні : Закон України від 05.04.2001 № 2374-III. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/2374-14>.

28. Браткова І. М. Вдосконалення інструментів ринку боргових цінних паперів уряду в контексті глобальних тенденцій. *Вісник Академії митної служби України. Серія: Економіка*. 2014. № 1. С. 136–141.

29. Виговський О. І. Колізійні питання обігу боргових цінних паперів у міжнародному приватному праві. *Бюлетень Міністерства юстиції України*. 2011. № 8–9. С. 81–86.

30. Нічосова Т. В. Формування механізму управління емісійною діяльністю підприємства на ринку облігацій. *Наукові праці НДФІ*. 2008. Вип. 1. С. 134–142.

31. Хрущ Н. А., Доценко В. В. Аналіз сучасних підходів до визначення сутності фінансових ресурсів підприємства. *Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки*. 2015. № 3 (3). С. 274–277.

32. Бондарчук А. В. Державні цінні папери як інструмент боргової політики: міжнародний досвід. *Стратегічні пріоритети*. 2013. № 4. С. 22–28.

33. *Eurostat – Structure of government debt*. URL: http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Structure_of_government_debt.

34. Алексеева Н. І. Фінансування суспільних потреб: європейський досвід і українські перспективи : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / Держ. ВНЗ «Київ. нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана». Київ, 2017. 20 с.

35. Капленко О. І., Северіна Х. І. Регулювання валютно-кредитних відносин через боргові цінні папери супранациональних інституцій. *Наукові праці НДФІ*. 2015. Вип. 3. С. 119–132.

36. 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. Т. 2. Ekonomiczne nauki. С. 11–13.

37. Федоришин О. О. Порука як спосіб додаткового забезпечення зобов'язань емітента облігацій підприємств. *Вісник Академії адвокатури України*. 2010. Число 3. С. 39–44.

38. Якимчук Т. П. Методика розрахунку показників облігаційної позики підприємства-емітента. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2011. № 2. С. 67–71.

39. Про схвалення Концепції створення системи рейтингової оцінки регіонів, галузей національної економіки, суб'єктів господарювання: Розпорядження Кабінету Міністрів України від 01.04.2004 № 208-р. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/208-2004-%D1%80>.

40. Про затвердження Положення про порядок здійснення емісії, емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу: Рішення НКЦПФР від 27.12.2013 № 2998. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z0171-14>.

41. Шинкаренко А. В. Удосконалення процесу управління ризиками інвестиційної діяльності банку: індекс облігацій підприємств. *Економічний часопис-XXI*. 2013. № 11–12(2). С. 45–48.

42. Воронкова О. М. Інвестиційна конкурентоспроможність України та фінансовий ринок: узгодження напрямів розвитку [розділ 2.4]. *Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів: монографія* / за заг. ред. д.е.н., професора С. В. Онишко. Ірпінь: Вид-во Національного університету ДПС України, 2016. С. 169–186.

43. Мельник О. В., Якимчук Т. П. Емісійна діяльність підприємств гірничодобувної промисловості з випуску корпоративних облігацій. *Фінанси України*. 2008. № 1. С. 118–126.

44. Лютий І. О., Нічосова Т. В. Формування механізму управління емісійною діяльністю підприємства на ринку облігацій. *Фінанси України*. 2008. № 6. С. 45–53.

45. Майстер А. Підприємства державного сектору економіки на ринку корпоративних облігацій України. *Економіст*. 2015. № 4. С. 33–35.

46. Свинчук А. А. Соціальні облігації як фінансовий інструмент розвитку соціальних підприємств в Україні. *Наука й економіка*. 2015. Вип. 2. С. 7–12.

47. Богуцька О. А. Облігаційна позика як джерело інвестиційної активності підприємств. *Стратегія і механізми регулювання промислового розвитку*. 2015. С. 31–41.

48. Коваленко Є. С. Механізм облігаційного фінансування підрядних підприємств: передумови впровадження та ефективність використання. *Будівельне виробництво*. 2014. № 56. С. 61–66.

49. Гончарук О. О. Корпоративні облігації у механізмі фінансування діяльності підприємств. *Ефективна економіка*. 2014. № 6. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2014_6_74.

50. Про затвердження Основних концептуальних підходів до підвищення ефективності управління корпоративними правами держави: Постанова Кабінету Міністрів України від 11.02.2004 № 155. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/155-2004-%D0%BF>.

51. Ярошевська О. В. Формування капіталу суб'єктів підприємництва в процесі приватизації через фондову біржову торгівлю. *Причорноморські економічні студії*. 2017. № 15. С. 207–211.

52. Моніторинг корпоративних прав держави у статутних капіталах господарських товариств станом на 10.03.2017. URL: <http://www.spfu.gov.ua/ua/documents/press-list/spf-management-news/10266.html>.

53. Про приватизацію державного майна : Закон України від 04.03.1992 № 2163-XII. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/2163-12/page>.

54. Про затвердження плану-графіка виставлення об'єктів груп В, Г, Е на продаж в 2017 році : Наказ Фонду Державного майна України від 30.01.2017 № 132. URL: <http://www.spfu.gov.ua/ru/documents/4264.html>.

55. Про управління об'єктами державної власності : Закон України від 21.09.2006 № 185-V. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/185-16/ed20110520>.

56. Федоренко А. В. Управління державними корпоративними правами. *Економіка і прогнозування*. 2014. № 4. С. 23–37.

57. Дєєва Н. Е., Ярошевська О. В. Фондові механізми управління державними корпоративними правами в економіці України. *Молодий вчений*. 2017. № 3. С. 641–645.

58. Звіт про роботу Фонду державного майна України в 2016 році. URL: http://www.spfu.gov.ua/userfiles/pdf/zvit-uryad-f1-44_9551.pdf.

59. Про затвердження Порядку здійснення контролю за виконанням функцій з управління об'єктами державної власності та критеріїв визначення ефективності управління об'єктами державної власності : Кабінет Міністрів України; Постанова, Порядок від 19.06.2007 № 832. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/832-2007-%D0%BF>.

60. Про затвердження Методичних рекомендацій застосування критеріїв визначення ефективності управління об'єктами державної власності : Наказ Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 15.03.2013 № 253. URL: <http://consultant.parus.ua/?doc=09TDL10DCF>.

61. Організатори електронних аукціонів: Меморандум про співпрацю Фонду державного майна України № 96 від 23 березня 2016 року. URL: <http://www.spfu.gov.ua/ua/content/spf-privatization-auctions-Organizatori-elektronnih-aukcioniiv.html>.

62. Ярошевська О. В. Приватизаційні інструменти формування капіталу суб'єктів підприємництва на фондовому ринку. *Naukowa przestrzeń Europy-*

2017: materiały XIII Międzynarodowej naukowo-praktycznej konferencji (Zarządzanie, 07–15 kwietnia 2017 roku). Zarządzanie: Nauka i studia, 2017. Ekonomiczne nauki. С. 39–42.

63. 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.

64. Оришин Т. М., Данилюк Н. О. Реалії та перспективи розвитку фондового ринку в Україні. *Інноваційна економіка*. 2013. № 7. С. 252–255.

65. Самець С. М., Іконніков О. В. Місце і значення ринку цінних паперів в економіці України. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2010. № 20. С. 244–252.

66. Школьник І. О., Червякова С. В. Реформування вітчизняної розрахунково-клірингової системи як передумова забезпечення ефективності функціонування інфраструктури ринку цінних паперів. *Проблеми економіки*. 2012. № 3. С. 15–19.

67. Гарбар Ж. В. Сучасний стан та тенденції розвитку фондового ринку України. *Збірник наукових праць ВНАУ. Серія: Економічні науки*. 2012. № 4 (70). Т. 2. С. 33–41.

68. Ковтун О. А., Кучерова Г. Ю. Аналіз загальних тенденцій розвитку фондового ринку України на засадах інтегрального оцінювання. *Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту. Серія «Економіка і менеджмент»*. 2014. № 2 (17). С. 75–86.

69. Дєєва Н. Е. Інтегральний індекс фондового ринку: інформаційна ємність і проблеми використання. *Вісник економічної науки України*. 2009. № 2 (16). С. 37–40.

70. Про затвердження Методики розрахунку інтегрального індексу фондового ринку № 237 від 20.12.2000: Рішення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку. URL: <http://www.uapravo.net/data/base48/ukr48307.htm>.

71. Ярошевська О. Комплексне оцінювання розвитку фондового ринку України. *Схід*. 2017. № 3. С. 21–27.

72. Річні звіти Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. *Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України*. URL: <http://www.nssmc.gov.ua>.

73. Річний звіт НКЦПФР за 2016 рік. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/rtchniy-zvt-nktspfr-za-2016-rk/>

РОЗДІЛ 3 ФУНКЦІОНУВАННЯ ІННОВАЦІЙНИХ МЕХАНІЗМІВ ФОНДОВОГО РИНКУ В СИСТЕМІ КРУГООБІГУ КАПІТАЛУ

3.1 Похідні цінні папери в системі управління ризиками формування капіталу суб'єктів господарювання

Сучасний фондовий ринок є неоднорідним через різноманіття його фінансових інструментів і виникнення нових унаслідок досягнення сучасного фінансового інжинірингу. Використання деривативів і на внутрішньому, і на зовнішньому фінансових ринках позитивно вплине на формування капіталу суб'єктів господарювання.

Закон України «Про похідні фінансові інструменти (деривативи)» надає визначення деривативу як договору, який передбачає одне або декілька таких зобов'язань: одноразово або періодично сплачувати суми коштів (у тому числі в разі пред'явлення вимоги іншою стороною) в залежності від значення базового показника; у разі пред'явлення вимоги іншою стороною у майбутньому купити або продати базовий актив або укласти інший дериватив; здійснити відчуження базового активу на користь іншої сторони у визначений час у майбутньому, а іншій стороні – прийняти та оплатити такий базовий актив [1]. Таким чином, учасники угод із купівлі-продажу деривативів мають власні зобов'язання та права щодо відчуження базових активів.

Деривативи (*derivative financial instruments*) 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 доходності 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 [2, с. 93].

До похідних відносять інструменти, які відповідають таким критеріям: «розрахунки провадитимуться у майбутньому; вартість змінюється внаслідок змін відсоткової ставки, курсу цінних паперів, валютного курсу, індексу цін, кредитного рейтингу (індексу) або інших змінних, що є базисними; відсутність потреби у початкових інвестиціях» [1]. В основі угод із деривативами лежать активи (товари; оборотні, необоротні, нематеріальні активи; кредити; валютні та фондові цінності) і індекси. Найбільш поширеними базовими активами є: товари, житлові застави, нерухоме майно, акції, облігації, позики. Угоди з індексами укладаються на відсоткові ставки, валютні курси, фондові індекси, індекси споживчих цін тощо [3].

Похідні фінансові інструменти поділяються на «умовні (біржові та позабіржові опціони, а також різні види страхування контрактів) і безумовні (ф'ючерси, форварди та свопи)» [4]. Вони виступають інструментом хеджування, оскільки компенсують зміну справедливої вартості потоку грошових коштів, пов'язаного із фінансовим активом або фінансовим зобов'язанням.

Виходячи зі світової практики, перспективним є використання цінних паперів з вбудованими деривативами [5, с. 37], які можуть бути віддільними від основного інструменту, або невіддільними (облігації з правом дострокового викупу, обмінні облігації), щодо яких відсутні особливі вимоги до оформлення, реєстрації та використання, оскільки вони оформлюються шляхом укладання угоди між емітентом та інвесторами.

Згідно з «Порядком реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії» [6] строк виконання зобов'язань за ними не може перевищувати шість місяців. «У разі емісії опціонних сертифікатів з поставкою, базовим активом яких є об'єкт будівництва, емітент має бути власником або

користувачем земельної ділянки. Розміщення та обіг опціонних сертифікатів здійснюються на фондових біржах, які забезпечують доступ учасників фондового ринку до розкритої інформації про емітента. Останній не має права змінювати прийняте рішення про розміщення опціонних сертифікатів у частині обсягу прав за опціонними сертифікатами, умов розміщення, строку дії, кількості опціонних сертифікатів, умов поставки базового активу. До реєстрації та опублікування інформації про внесення змін до проспекту емісії опціонних сертифікатів емітент не має права здійснювати розміщення опціонних сертифікатів» [6].

На абсолютно конкурентному ринку кожен продавець отримує нормальний прибуток, на фондовому ринку будь-яка нова інформація миттєво знаходить віддзеркалення в ціні за принципом мартингальності цін. Мартингал є випадковим процесом, який на основі середньоквадратичного відхилення дозволяє прогнозувати у майбутньому є його справжній стан. В основі оцінки мартингальності фондового ринку лежить поточна ціна базового активу за умов отримання економічними агентами постійних тимчасових переваг, оцінки очікуваної прибутковості і нейтральності до ризику. За умов виконання ряду передумов отримана прибутковість акцій відповідатиме результатам справедливої гри, представленою різницею мартингалів. Подальший розвиток зазначених підходів пов'язаний із побудовою субмартингальної моделі, відповідно до якої інвестор чекає на отримання прибутковості з урахуванням ризикової складової активів. Мартингальні моделі на фондовому ринку мають широку сферу використання, включаючи похідні цінні папери, і тісно пов'язані з броунівським рухом, а також його ефективністю.

М. Барінова [7, с. 9] розглядає можливості використання похідних фінансових інструментів, зокрема деривативів, на вітчизняному фондовому ринку. Високо оцінюючи науковий доробок указаних авторів, слід зазначити, що проблеми комплексної оцінки стану фондового ринку потребують подальшого дослідження.

Масштаби ринків, де здійснюються операції на основі інструментів своп, форвардних і похідних цінних паперів, є значними і у багато разів перевищують капітал реального сектора економіки. Відірваність руху фінансових інструментів від останнього здатне призводити до ефекту фінансового пухиря. Похідні фінансові інструменти виконують такі функції: інформаційна (інвестор отримує актуальну інформації про майбутній стан ринку); стабілізаційна (генерування високого рівня дохідності вкладень), стимулююча (прискорення розвитку економіки та фондового ринку), захисна (забезпечення прав та гарантій інвесторів). Інформаційна функція тісно пов'язана з інноваційною складовою фондового ринку і когнітивними, поведінковими аспектами.

Через інноваційну культуру можна домогтися істотного впливу на культуру професійної діяльності, виробничих відносин, фінансового ринку тощо [8, с. 127]. Матрицю розподілення інвестицій у фондові інновації наведено у табл. 3.1.

Таблиця 3.1

Матриця розподілення інвестицій у фондові інновації

Частково поліпшуючі: нові характеристики існуючих продуктів, процесів, технологій фондового ринку	Поліпшуючі: розширення функцій фондових інструментів і підвищення їх якості
Еволюційні: поширення обігу деривативів у різних сегментах фінансового ринку: банківський, страховий тощо	Принципово нові: використання електронних технологій хеджування ризиків інвестицій у похідні цінні папери

Джерело: власна розробка.

Вибір клітинки «Принципово нові» пов'язаний із тим, що у сучасних умовах кількісні та якісні характеристики класичних видів цінних паперів зазнають лише незначних змін. При цьому сфера обігу деривативів розширюється і охоплює все нові сфери фінансово-кредитних відносин, що обумовлює стрімкий розвиток цифрових технологій, інформатизації, комп'ютеризації економічного простору тощо.

Деривативи, як форма контракту, укладаються для перерозподілу «фінансових ризиків і передбачають попередню фіксацію умов проведення у майбутньому певних операцій із метою страхування ціни або курсу фінансових інструментів на визначений строк чи дату у майбутньому. Це дозволяє покупцеві і продавцеві протягом визначеного терміну застрахуватись від ризику зміни курсу базового активу» [9, с. 245]. Деривативи дозволяють торгувати базовими активами навіть за високого рівня ринкових ризиків і використовуються як альтернатива прямому інвестуванню без реальної поставки забезпечення. Причиною виникнення похідних фінансових інструментів є: складність визначення параметрів емісії цінних паперів в умовах невизначеності внутрішнього і зовнішнього середовища; попит на механізми хеджування фінансових ризиків; необхідність адаптації до мінливої кон'юнктури фондового ринку; потреба у створенні нових, високоприбуткових фінансових продуктів.

Постанова Кабінету Міністрів «Про затвердження Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів» від 19.04.1999 № 632 визначає зміст основних інструментів фондового ринку. Загальними рисами форвардного, ф'ючерсного контрактів і опціонів є стандартна (типова) форма. «Форвардний (ф'ючерсний) контракт – це зобов'язання особи придбати (продати) базовий актив у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією цін у договорі: під час укладання (для форвардного контракту), на момент укладання (для ф'ючерсного контракту)» [10]. Опціон засвідчує право придбати (продати) базовий актив на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією ціни на час укладення такого контракту або на час такого придбання за рішенням сторін контракту. «Опціонний сертифікат – цінний папір, що засвідчує право його власника на придбання або на продаж емітентові базового активу в строк та на умовах, визначених у проспекті емісії цих опціонних сертифікатів» [11].

Існують певні особливості проведення торгів деривативами, базовим активом яких є валютні цінності, курс іноземної валюти (банківських металів)

до гривні, відсоткові ставки або індекси, що визначають динаміку курсу гривні (іноземної валюти, банківських металів) до інших валют (банківських металів). Для цього фондова біржа «зобов'язана погодити з Національним банком України типові (зразкові) форми деривативів за кожним його видом до початку торгівлі ними» [12] і надати НБУ пакет документів, в який входять правила торгівлі деривативами і типова (зразкова) форму деривативу.

Закон України «Про інститути спільного інвестування» визначає вимоги до похідних фінансових інструментів [13]. Інвестиційний прибуток від проведення платником податку операцій з цінними паперами, деривативами та корпоративними правами, випущеними в інших, ніж цінні папери, формах, визначається відповідно до вимог статті 165 Податкового Кодексу України [14].

Відповідно до статті 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» «за умисне незаконне розголошення, передачу або надання доступу до інсайдерської інформації, у тому числі щодо придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), передбачається штраф у розмірі від десяти до п'ятдесяти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або в розмірі до ста п'ятдесяти відсотків прибутку (надходжень), одержаних в результаті цих дій. За ті самі дії, вчинені повторно протягом року, – у розмірі від п'ятдесяти до ста тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або в розмірі від ста п'ятдесяти до трьохсот відсотків до прибутку (надходжень), одержаних у результаті цих дій» [15].

Статтею 5 Закону України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення» передбачено, що суб'єктами: первинного фінансового моніторингу є професійні учасники фондового ринку, а державного – НБУ та інші уповноважені органи [16]. Попри значний потенціал, існує низка факторів, які стримують ринок похідних фінансових інструментів: низька активність, зумовлена відсутністю інфраструктури, недостатньо спроможний попит, незрозумілість для більшості

учасників фондового ринку механізму укладання і виконання форвардних, ф'ючерсних та свопових контрактів.

Незважаючи на недостатній розвиток ринку деривативів, недосконалість вітчизняного законодавства українські емітенти використовують найбільш прості їх форми для хеджування ризиків товарного і фінансового ринку, що відображає процеси фінансіалізації економіки. Для використання більш складних фінансових інструментів необхідно створити передумови для розвитку відповідної інфраструктури, створення системи ефективного клірингу, розробки стандартів діяльності спеціалізованих клірингових установ. Серед інструментів ринку похідних цінних паперів найбільшою довірою в українських користуються ф'ючерсні контракти без поставки базового активу (валюти) (табл. 3.2).

Таблиця 3.2

Деривативи, які користувалися найбільшим попитом на біржовому ринку (за обсягом виконаних біржових контрактів) у 2017 р.

№ з/п	Найменування емітента	Вид фінансового інструменту	Кількість біржових контрактів, шт.	Обсяг виконаних біржових контрактів, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних біржових контрактів (%)
1	2	3	4	5	6
1	ПАТ «Українська біржа»	Ф'ючерсний контракт без поставки базового активу (валюти)	10912	2775,12	87,49
2			3356	323,12	10,19
Разом			14268	3098,24	97,68
3	ПАТ «Українська біржа»	Ф'ючерсний контракт без поставки базового активу (фондового індексу)	2246	71,13	2,24

Закінчення табл. 3.2

1	2	3	4	5	6
4	ПАТ «Українська біржа»	Опціон на купівлю з поставкою базового активу (деривативів)	41	1,18	0,04
5			39	0,64	0,02
6	ПАТ «Українська біржа»	Ф'ючерсний контракт з поставкою базового активу (товару)	9	0,39	0,01
7	ПАТ «Українська біржа»	Ф'ючерсний контракт без поставки базового активу (процентної ставки)	12	0,30	0,01

Джерело: побудовано за даними [17].

У 2017 р. кількість біржових контрактів становила 14268 шт., обсяг виконаних біржових контрактів на організаторах торгівлі – 3098,24 млн грн, відсоток від загального обсягу виконаних біржових контрактів на організаторах торгівлі – 97,68%. Усі вони укладені на ПАТ «Українська біржа».

Найбільші відсотки від загального обсягу виконаних договорів приходить на деривативи таких емітентів: ТОВ «Авалон Статус» – 17,78%, ТОВ «Авалон Престиж» – 16,83%, ТОВ «ТМО «ЛІКО – ХОЛДІНГ» – 14,71%, ТЗОВ «Завод № 3» – 8,64%, ТЗОВ «Будівельна група «АВІЛА» – 8,14% (табл. 3.3).

Таблиця 3.3

Деривативи, які користувалися найбільшим попитом на позабіржовому ринку (за обсягом виконаних біржових контрактів) у 2017 р.

№ з/п	Найменування емітента	Обсяг договору, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних договорів, %
1	2	3	4
1	ТОВ «Авалон Статус»	105,64	17,78
2	ТОВ «Авалон Престиж»	100,01	16,83

Закінчення табл. 3.3

1	2	3	4
3	ТОВ «ТМО «ЛІК0-ХОЛДІНГ»	87,43	14,71
4	ТзОВ «Завод № 3»	51,36	8,64
5	ТзОВ «Будівельна група «АВІЛА»»	48,39	8,14
6	ТзОВ «ІНВЕСТИЦІЇ У БУДІВНИЦТВО»	32,69	5,50
7	ТзОВ «ЗБІГ»	31,62	5,32
8	ТзОВ «УКР-ЄВРО-СЕРВІС»	29,78	5,01
9	ТзОВ «Агросадівник»	19,47	3,28
10	ТОВ «АВАЛОН ГРНІН»	18,03	3,03

Джерело: побудовано за даними [17].

У ТОП торговців цінними паперами з найбільшим обсягом торгів деривативами на біржовому ринку (табл. 3.4) входять: ТОВ «КАПІТАЛ ТАЙМС» – 898,95 млн грн, або 17,89% (ф'ючерсний контракт), ТОВ «ІК» А. І. С.Т. – ІНВЕСТ» та ТОВ «КАСТОДІ-БРОК» – по 706,78 млн грн, або 14,06% (опціонний сертифікат).

Таблиця 3.4

ТОП-10 торговців цінними паперами з найбільшим обсягом торгів деривативами на біржовому ринку у 2017 р.

№ з/п	Найменування ТЦП	Обсяг виконаних договорів, млн грн	Вид цінних паперів	Відсоток від загального обсягу виконаних договорів, %
1	2	3	4	5
1	ТОВ «КАПІТАЛ ТАЙМС»	898,95	Ф'ючерсний контракт	17,89
2	ТОВ «ІК» А. І. С.Т. – ІНВЕСТ»	706,78	Опціонний сертифікат	14,06
3	ТОВ «КАСТОДІ-БРОК»	706,78		14,06

Закінчення табл. 3.4

1	2	3	4	5
4	ТОВ «УНІВЕР КАПІТАЛ»	639,66	Ф'ючерсний контракт	12,73
5	СПІЛЬНЕ ПІДПРИЄМСТВО ТОВ «ДРАГОН КАПІТАЛ»	582,18		11,58
6	ТОВ «І-ІНВЕСТ»	379,11		7,54
7	ТОВ «СПІКЕР-БРОК-ІНВЕСТ»	199,30	Опціонний сертифікат	3,97
8	ТОВ «КІНТО.ЛТД»	164,88	Ф'ючерсний контракт	3,28
9	ТОВ «КАПІТАЛ ТАЙМС»	115,07		2,29
10	ТОВ «УНІВЕР КАПІТАЛ»	102,07		2,03
	Разом	4494,78		89,43

Джерело: побудовано за даними [17].

На позабіржовому ринку найбільш міцні конкурентні позиції мають такі торговці із відповідним відсотком від загального обсягу виконаних договорів: ТОВ «Підприємство «Росан-Цінні Папери» (38,58%), ТзОВ «ТЦП «ПГІ» (27,02%), ТзОВ «Карпати-брок» (19,69%), ТзОВ «Інвестиційна компанія» А.І.С.Т.-Інвест» (14,71%) (табл. 3.5).

Таблиця 3.5

ТОП-4 торговців цінними паперами з найбільшим обсягом торгів деривативами на позабіржовому ринку у 2017 р.

№ ^о з/п	Найменування ТЦП	Обсяг виконаних договорів, млн грн	Відсоток від загального обсягу виконаних договорів, %
1	ТОВ «Підприємство «Росан-Цінні Папери»	2293	38,58
2	ТзОВ «ТЦП «ПГІ»	1606	27,02
3	ТзОВ «Карпати-брок»	1170	19,69
4	ТзОВ «Інвестиційна компанія» А.І.С.Т.-Інвест»	874	14,71
	Разом	5943	100

Джерело: побудовано за даними [17].

Обсяг торгів деривативами у 2017 р. на позабіржовому ринку (5943 млн грн) перевищує відповідний показник біржового ринку (4494,78 млн грн). ТОП – 10 торговців цінними паперами на біржовому ринку опосередковують виконання 89,43% договорів. Щодо позабіржового ринку, то 100% торгів зосереджуються на 4 торговцях цінними паперами.

3.2. Механізми залучення капіталу суб'єктами господарювання на фондовому ринку в умовах валютної нестабільності

Успішне функціонування відкритої економіки «неможливе без розвиненого й стійкого фінансового ринку. Для стабілізації фінансового становища у зв'язку з обмеженістю фінансових ресурсів держави постає необхідність забезпечити розширене відтворення шляхом залучення» [18] в діяльність суб'єктів господарювання капіталу із зовнішніх джерел.

Основними джерелами формування фінансових ресурсів підприємств є власні (акціонерний і пайовий капітал, амортизація, валовий дохід, додатні фінансові результати, нерозподілений прибуток) та залучені кошти (отримані кредити, емісія облігацій і векселів). Ефективними стратегіями залучення капіталу відповідно до суб'єктів є: використання власних коштів (для великих та вузькоспеціалізованих суб'єктів господарювання), об'єднання фінансових ресурсів (для середніх та великих підприємств), пошук венчурних джерел фінансування (для формування та реалізації перспективних інноваційних програм малих та середніх підприємств наукоємних галузей), перехресне фінансування в рамках вертикальної та горизонтальної інтеграції [19; 20]. Основним товаром торгівлі фондових інститутів між собою та з іншими є фінансові фонди, а їх ціною – є відсоткова ставка, тому для фінансового ринку найважливішим питанням є стан грошового обігу та стійкості грошової одиниці.

Проблеми валютно-фондових відносин та їх впливу на формування капіталу суб'єктів господарювання досліджуються багатьма вченими. Погоджуємося з О. Масленко, що «сучасна архітектура світової валютної системи вибудовувалась під впливом та в інтересах окремих країн світу й у такому вигляді давно не забезпечує сталого розвитку та стабільності» [21, с. 265]. Окрім джерела глобальної нестабільності, вона стала інструментом геополітичного впливу провідних світових гравців ринку капіталів і досягнення переслідуваних ними зовнішньополітичних цілей. Утім, як справедливо зауважують Є. Медведкіна, В. Золотько, «сучасні тенденції глобалізації значно поглибили процеси інтеграції фінансових ринків, що сприяло кращому розподілу фінансових ресурсів, але водночас підвищилося залежність національних економік різних країн» [22, с. 85]. На думку Т. Черемісової, «головне функціональне призначення валютних ринків – це обслуговування фінансових і валютно-кредитних відносин в умовах глобалізації світогосподарських зв'язків» [23, с. 199].

«Валютні відносини, виходячи з їх економічної природи, перебувають у безпосередньому діалектичному взаємозв'язку з процесами фінансової глобалізації» [24, с. 132], а також розвитком фондових ринків. Світові фінансові ринки істотно впливають на кон'юнктуру національних економік, які відносяться до малих відкритих економік. Виходячи з потреб розробки адекватних механізмів валютного регулювання та з «огляду на чутливість національної економіки до кризових явищ можна виділити такі етапи: передкризовий період (2006 – вересень 2008) – поступальне підвищення ефективності регулювання валютного ринку; кризовий період (жовтень 2008–2009) – введення жорстких адміністративних обмежень із одночасним реформуванням організаційних аспектів та інструментарію здійснення валютних операцій; посткризовий період (2010–2011) – відміна тимчасових антикризових заходів та подальша лібералізація валютного регулювання» [25, с. 60].

Для дослідження чинників валютної нестабільності використаємо

методику технічного аналізу цін, в основу якої покладено існування трьох типів трендів: первинний (довгостроковий), вторинний (проміжний), малий (короткостроковий). У рамках кожного з них виділяють три фази: накопичення (скупка/розпродаж базових активів «розумними» інвесторами), участь (зміна тренду, різкий скачок цін, активізація трейдерів), реалізація (розпізнання нового тренду ринком, формування ажіотажного попиту на базові активи, реалізація прибутку і закриття позицій «розумними інвесторами»). При цьому необхідно брати до уваги, що значущість трендів визначається обсягом торгів. Чим більше є обсяг торгів, тим реальніше сформований тренд відображає реальну ситуацію на ринку.

Об'єктом дослідження є паритет валют євро, долар, ієна з часовим лагом, який розпочинається у 2011 р. У першому півріччі зазначеного року курс зріс до рівня 1,4833, проте, прогнози щодо подальшого його збільшення не виправдалися на практиці, оскільки у другому півріччі курс пари євро/долар знизився до рівня 1,30, що пояснюється експертами негативним впливом суверенного боргу євросони. Зважаючи на боргову європейську кризу, валютна пара євро/долар демонструвала обернені тенденції протягом 2011 р. (рис. 3.1).

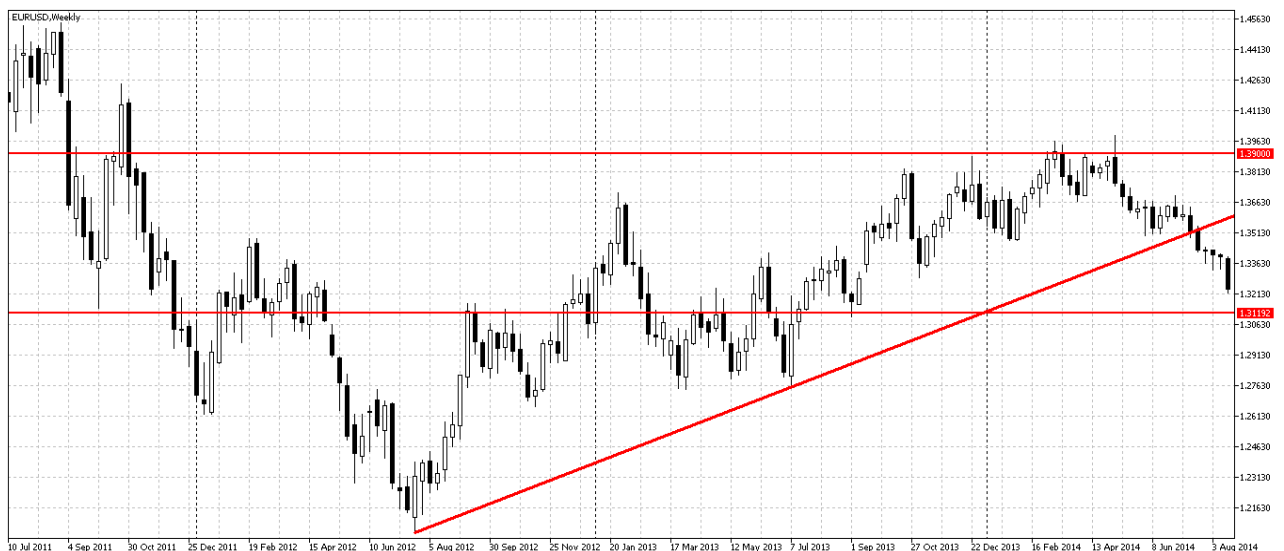


Рис. 3.1. Технічний аналіз динаміки курсу пари євро/долар за період 10 липня 2011 р. – 2 серпня 2014 р.

Джерело: побудовано автором у середовищі MetaTrader 4 за даними [26]

Загалом високу волатильність курсу валютної пари протягом 2011 р. пояснюють економіко-політичними факторами Євросони та США. Орієнтуючись на лідерів країн, що декларували широкий спектр заходів виходу з боргової кризи, інвестори мали й позитивні очікування, які так і не виправдалися, навіть за результатами Євросаміту у грудні 2011 р.

Зважаючи на наявне всебічне навантаження на курс євро та на значну репатріацію капіталу, експертами (*ING, Standard Bank, Lloyds TSB*) прогнозувалося подальше падіння пари євро / долар до рівня 1,25–1,20 вже на початку 2012 р. Експертні прогнози для першої половини 2012 р. виправдалися падінням курсу пари до рівня 1,20, проте, у другому півріччі формується зростаючий тренд. Відштовхнувшись від сильної лінії підтримки курс EUR почав свою висхідну тенденцію, яка з невеликими корекціями продовжилася до середини 2014 р.

Крім того, практика показує, день праці у США є точкою відліку осіннього тренда, оскільки саме у даний період виникли перші розмови про *fiscal cliff* – фіскальний обрив. Досліджуючи динаміку тренда курсу пари євро / долар, спостерігаємо стабільне зростання. У той період, макроекономіка євросони, в порівнянні з американською, очевидно програвала, тому зростання курсу пари євро/долара обумовлено схильністю інвесторів до прийняття ризику, або політикою «анти-долара». Таким чином, *fiscal cliff* створив середовище для продажу долара, тому курс євро зростав як антипод долару, що пояснюється невиправданими очікуваннями ринку, який обнадіяв Федеральну резервну систему США щодо згортання *QE* – *Quantitative Easing* (монетарної політики кількісного пом'якшення). Очікуване звуження *QE* було провокованим і привело до зростання американської прибутковості, що обумовило зростання курсу долара проти курсу ієни. Зростаючі курси пари євро/долар і долар/ієна створили максимально сприятливе середовище для торгівлі, що дозволило реалізувати популярну стратегію «*carry trade*». Висхідна тенденція по курсу пари *EUR / USD* спостерігалася протягом всього 2013 р., проте, у 2014 р. тренд змінив свій напрям на зворотній (рис. 3.2). На початку

2014 р. курс кілька разів наближувався до рівня 1,39, але його перевищення даної помітки не спостерігалось. Поштовхом до ослаблення курсу пари *EUR/USD* були чутки про вихід Італії з ЄС наприкінці 2013 р., а головним фундаментальним фактором восени 2014 р. стали санкції, які Євросоюз ввів проти Росії.

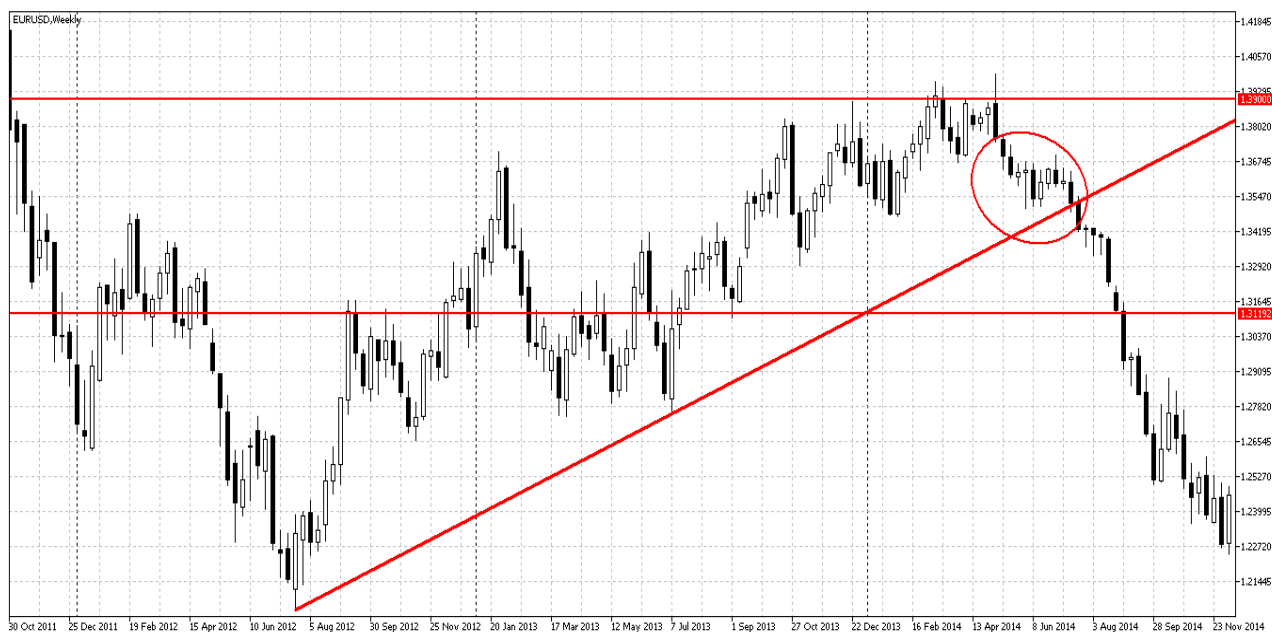


Рис. 3.2. Технічний аналіз динаміки курсу пари євро/долар за період 30 жовтня 2011 р. – 23 листопада 2014 р.

Джерело: побудовано автором у середовищі *MetaTrader 4* за даними [26]

Перекриття ринку збуту для європейських виробників різко погіршило економічну ситуацію, що обумовило потужний поштовх до зміцнення курсу долара. У той період Євросоюз перебудовував економіку, але впроваджені заходи призводили тільки до прискорення падіння курсу євро. Запущена головою Європейського центрального банку Маріо Драгі (італ. – *Mario Draghi*) програма *QE* та заходи щодо зниження процентних ставок з рівня 0,15% до рівня 0,05%, обумовили формування низхідної тенденції курсу валюти до початку 2015 р.

У період, коли до паритету валютної пари залишалось всього 4 центи, падіння змінилося корекцією і курс коливався в межах інтервалу 1,04–1,14 протягом 2015–2016 рр. (рис. 3.3).

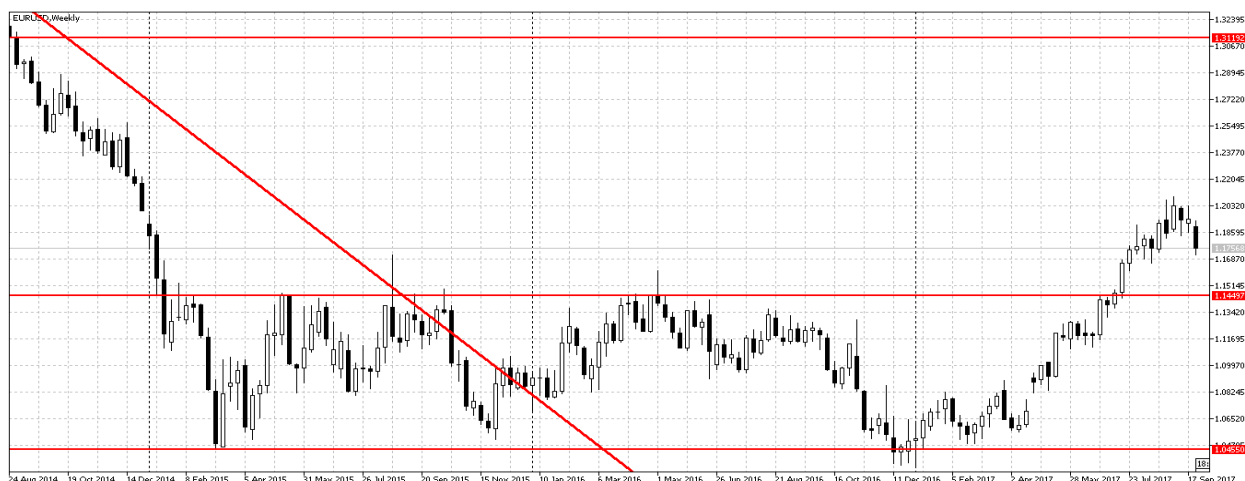


Рис. 3.3. Технічний аналіз динаміки курсу пари євро/долар за період 24 серпня 2014 р. – 17 вересня 2017 р.

Джерело: побудовано автором у середовищі MetaTrader 4 за даними [26]

Основними факторами, які зумовили зазначений хід подій, були: у 2015 році – обіцянки Федеральної резервної системи США про підвищення процентної ставки, які щоквартально відтерміновувалися, аж до кінця року, а також чутки про скорочення програми QE Європейським центральним банком; у 2016 році – підняття питання про проведення референдуму в Великобританії щодо виходу з єврозони – *BrExit*.

Воно довго обговорювалося економістами з усього світу – одні фахівці стверджували, що вихід буде, а інші – вважали цю подію малоімовірною, оскільки вона порушувала би економічні домовленості в країнах ЄС. Після референдуму курс долару проти євро зміцнювався поки не досяг знову ключового рівня підтримки 1,0400, на якому ціна відчула сильний опір. Даний рівень тестувався ціною неодноразово, але так і не був пробитий.

На рис. 3.4 можна чітко простежити, скільки торкань курс робив до зазначеного рівня 1,04, який став відправною точкою курсу пари EUR / USD.

Вихід Великобританії з ЄС як фактор більш негативно вплинув на економіку самої країни, ніж на наслідки для економіки ЄС, що підтверджує висхідний тренд курсу *EUR / USD*. Проведення виборів президента США у 2017 році похитнуло стійкість курсу долара, дестабілізуючи його рівень.

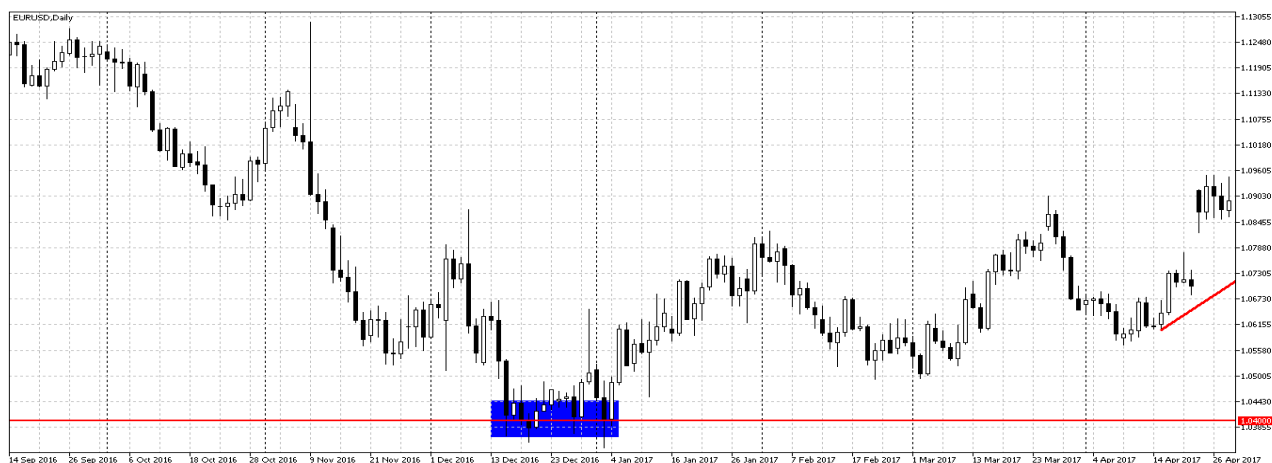


Рис. 3.4. Технічний аналіз динаміки курсу пари євро/долар за період 14 вересня 2016 р. – 26 квітня 2017 р.

Джерело: побудовано автором у середовищі MetaTrader 4 за даними [26]

Так, за 2017 рік валютна пара пройшла вгору 16 фігур, досягнувши історичного та психологічного рівня 1.2000 (рис. 3.5).

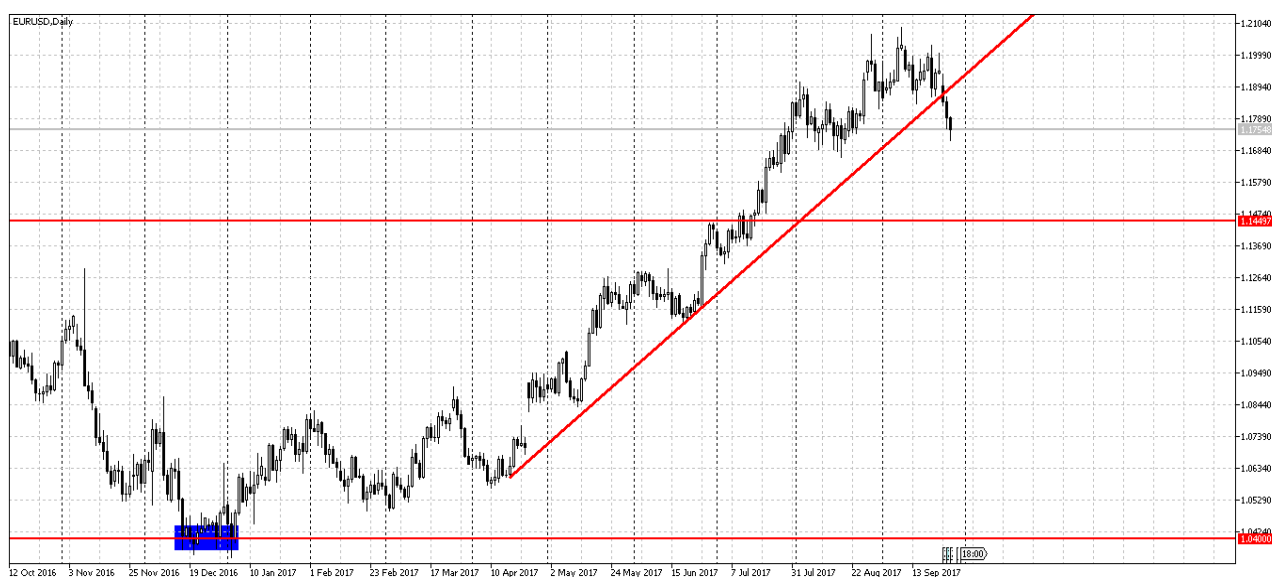


Рис. 3.5. Технічний аналіз динаміки курсу пари євро/долар за період 12 жовтня 2016 р. – 13 вересня 2017 р.

Джерело: побудовано автором у середовищі MetaTrader 4 за даними [26]

Як відомо з практики, заяви політиків дуже сильно впливають на курс національної валюти, оскільки інвестори дуже швидко та непередбачено реагують на висловлювання перших осіб країни. Не дивлячись на те, що Федеральна резервна система США двічі в 2017 р. піднімала рівень процентних

ставок з 0,75% до 1.25% – напрямок тренда курсу долара не змінився, лише тільки був скорегований.

Щодо найближчих перспектив, на даний момент не можна точно охарактеризувати формування тенденції курсу пари євро/долар на наступні періоди, але дуже схоже, що формується фігура «голова і плечі». Вона означає розворот тренда, тому очікується повноцінний рух ціни вниз. За другим сценарієм ціна знову піде вгору в продовження тренду до наступної ключової фігури 1.2400.

Розглянемо особливості формування курсу ієни. Загалом, ієна вважається менш ризикованою валютою, тому інвестори найчастіше використовують її як валюту «сховище» у період криз. Зазначене також впливає на зростання її курсу, що формує рецесію економіки у Японії. Зростаючий курс ієни сформував дисбаланс для експортерів між доходами, що отримувалися у євро та доларах, та витратами, що формувалися в ієнах. Політичним рішенням у 2012 році нового прем'єр-міністра Сіндзо Абе (яп. 安倍 晋三) було негайне зниження курсу національної валюти «вручну», що дало змогу за 4 місяці знизити рівень курсу на 20% у порівнянні із курсом долару. Зазначений спад жорстко критикувався іншими країнами-учасниками міжбанківського валютного ринку. За даними рис. 3.6 спостерігаємо стрімке зниження курсу валютної пари долар/ієна як результат зміни курсу національного банку за політичним рішенням нового прем'єр міністра.

Даною ситуацією скористалися крупні гравці ринку, зокрема, фонд Джорджа Сороса (*Soros Fund Management*), який у 2012 р. отримав дохід від інвестування у японські акції та валюту на рівні 10%. Низхідний тренд тривав до кінця 2012 р. і курс ієни впав на 32% (рис. 3.7).

Наприкінці 2012 р. стрімке падіння курсу змінилося на його зростання до середини 2015 р., після чого перейшло у боковий тренд. Таким чином, ціна у 2015 р. майже досягла рівня 126, тоді як ключові історичні рівні опору сягнули рівня 84.00, 103.75, 118.40, 125.80. Загалом, для Японії курс в діапазоні 100–125 ієн за долар є прийнятним для експортерів країни.



Рис. 3.6. Технічний аналіз динаміки курсу японської ієни за період 11 червня 2009 р. – 1 березня 2015 р.

Джерело: побудовано автором у середовищі MetaTrader 4 за даними [26]

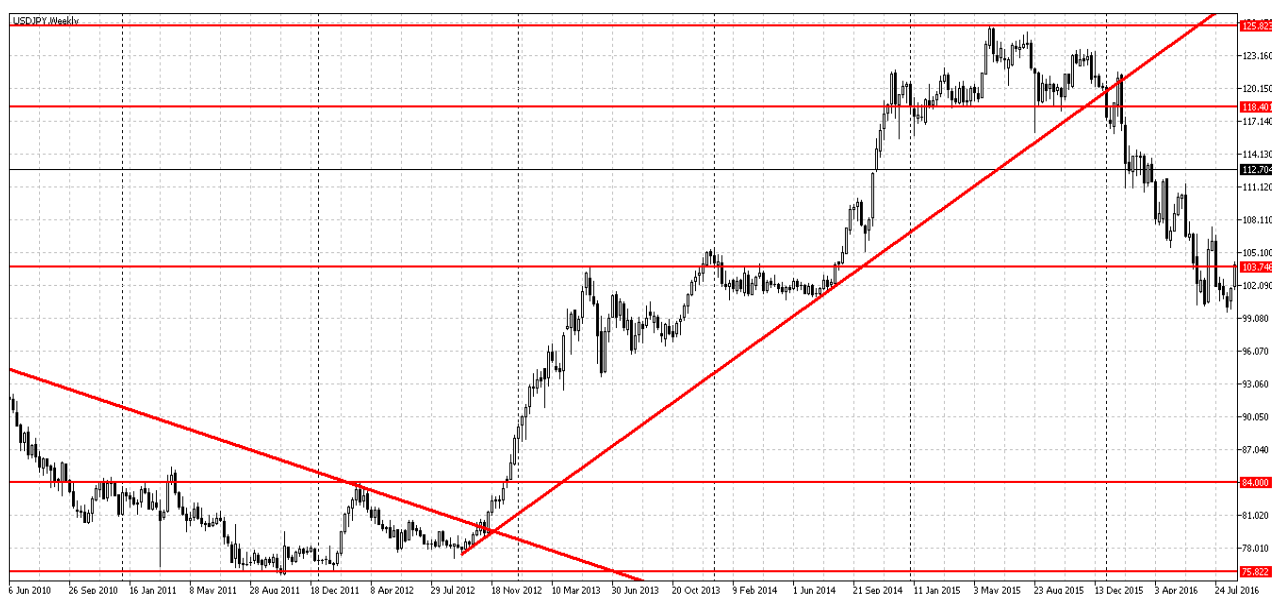


Рис. 3.7. Технічний аналіз динаміки курсу японської ієни за період червень 2009 р. – 24 липня 2016 р.

Джерело: побудовано автором у середовищі MetaTrader 4 за даними [26]

У період знецінення національної валюти Японії як компенсаційний варіант інвестування актуалізувався корпоративний сектор, в результаті чого зростають показники виручки від реалізації продукції, надання послуг суб'єктів даного сектору на 25% у період з 2012 р. по 2015 р.

Зважаючи на те, що економічні результати економіки Японії у 2015 р. динамічно коливалися, що, загалом, призвело до рецесії, тому початок 2016 р. став для економіки країни нульовим (рис. 3.8).

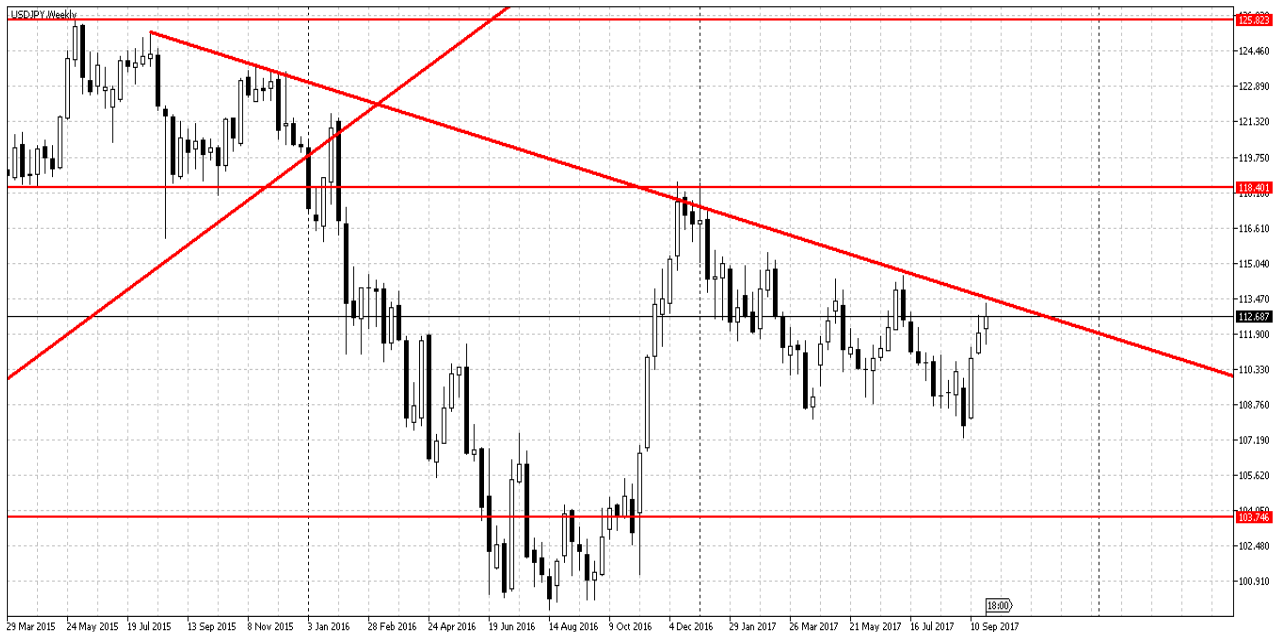


Рис. 3.8. Технічний аналіз динаміки курсу японської ієни за період березень 2015 р. – вересень 2017 р.

Джерело: побудовано автором у середовищі MetaTrader 4 за даними [26]

Зазначене було обумовлено різновекторністю розвитку окремих галузей, зокрема показники приватного споживання, інвестицій корпоративного капіталу та зовнішній попит (експорт) не виправдали очікування, що у сумі дестабілізувало економічну систему держави (*Itochu ERI*).

Підтримати ВВП країни вдалося за рахунок зростання показників державного та приватного інвестування у ринок нерухомості, що обумовлено зниженням ставки національним банком, і, тим самим, цін на нерухоме майно. Рушійною силою в економіці країни також стало розширення бюджету державних витрат. Таким чином, очікування щодо зростання ВВП країни у 2016–2017 фінансовому році коливаються в межах 0,8-1%. Прогнозні показники також враховували погрішність високосного року, оскільки база для розрахунків розширювалася на 1 додатковий день, а масштабах всієї країни це значний обсяг.

Зважаючи на те, що кардинальні зміни змушують інвесторів додатково страхуватися, більшість з них у період очікування Референдуму у Великобританії скоригували власні інвестиційні стратегії і розмістили активи в державні облігації, золото та японську ієну, що обумовили стрімке посилення національної валюти Японії. Як результат, Національний банк Японії встановлює додаткові регуляторні умови, у разі досягнення рівня 100 за долар здійснюватимуться заходи щодо інтервенції. На практиці ми бачимо (рис. 3.9), що рівень 100 ціни чітко тримався на ринку, в результаті сформувався трикутник на рівні 100 та 126.

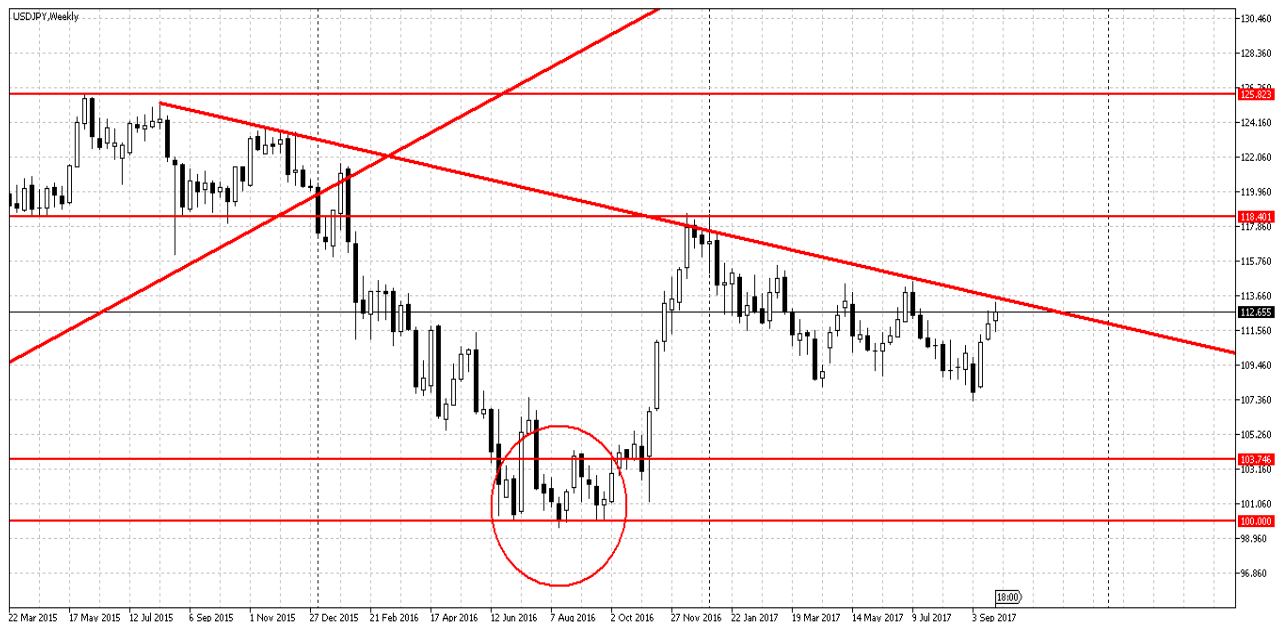


Рис. 3.9. Технічний аналіз динаміки курсу японської ієни за період березень 2015 р. – вересень 2017 р.

Джерело: побудовано автором у середовищі MetaTrader 4 за даними [26]

Певний час фігура працюватиме, проте, вже наприкінці року буде корекція, у якій бік – прояснять додаткові фактори найближчих періодів.

За останні роки девальваційні процеси в Україні стали руйнівною силою, які негативно впливають на стан національної економіки, ускладнюють процес формування і обігу фінансового капіталу. У свою чергу, коливання курсової динаміки гривні, починаючи з 2014 р., посилили занепокоєння стосовно

міцності національної грошової одиниці, що мало наслідки і для фондового ринку, який відчуває брак фінансових ресурсів для залучення капіталу суб'єктами господарювання.

Проблеми діалектичного взаємозв'язку кругообігу фінансового капіталу та валютної стабільності в Україні знаходяться у центрі уваги багатьох учених. Зокрема, А. Мещеряков, С. Сопотян, проаналізувавши валютний ринок України та динаміку курсу національної грошової одиниці, виділили такі основні проблеми, що потребують негайного вирішення: «негативний вплив девальвації гривні відносно іноземних валют на економічний розвиток і темпи інфляції; значне підвищення попиту на іноземну валюту у населення і суб'єктів господарювання внаслідок втрати довіри до національної валюти; зростання рівня доларизації національної економіки; необхідність стабілізації валютного ринку України за допомогою удосконалення валютного законодавства та його адаптації до вимог ЄС» [27, с. 43]. С. Федулова акцентує увагу на суперечливих наслідках «валютизації» як економічного явища. До позитивних результатів вона відносить: «певну гарантію збереженню заощаджень населення; сприяння збільшенню іноземних і вітчизняних інвестицій і допомоги з боку міжнародних фінансових організацій, а також поверненню раніше вивезеного за кордон національного капіталу. Негативними наслідками валютизації для економіки України є: посилення зовнішньої залежності, збільшення ризику настання дефолту, сприяння тінізації економічних відносин, зубожіння населення, послаблення конкурентоспроможності малого і середнього бізнесу тощо» [28, с. 233].

Дослідженню валютних ризиків формування капіталу на фондовому ринку та інвестування у фінансові інструменти, їх оцінці та прогнозуванню на основі сучасних технологій, у тому числі за допомогою технічного аналізу присвятили свої праці такі вчені, як С. Аптекарь, В. Дорохольський [29], О. Дзюблюк, О. Владимир [30], М. В. Ігнатишин, М. І. Ігнатишин [31], Б. Кишакевич, О. Юзв'як [32], А. Колдовський [33], С. Мархвінська [34], І. Роговська-Іщук [35], Т. Юрченко [36]. Утім недостатньо дослідженими є

питання досягнення валютної стабільності в Україні з огляду на збільшення капіталізації фінансового ринку.

Об'єктивна оцінка кругообігу фінансового капіталу передбачає визначення найбільшої величини можливих втрат на заданому горизонті, розраховану на певному довірчому інтервалі, яка характеризує високий рівень зрілості системи управління ризиками. Однією з найбільш її загроз є ризик коливання валютного курсу, який має дуже великий вплив на діяльність суб'єктів господарювання, особливо в країнах із перехідною економікою, для яких характерними є варіативність валютних курсів.

Технічний аналіз є інструментом узагальнення практичного досвіду, надання емпіричних оцінок економічним процесам, який ґрунтується на оцінці динаміки змін ключових індикаторів ринку цінних паперів і валют. У його основі лежить теза про те, що поведінка детермінованої відкритої системи обумовлюється причинно-наслідковими зв'язками. Це означає, що її майбутнє жорстко й однозначно визначено минулим і, за умови знання законів розвитку, майбутня поведінка системи може передбачатися і прогнозуватися.

З погляду прихильників фундаментального аналізу зазначена парадигма є хибною. Компромісним варіантом є забезпечення синтезу технологій фундаментального і технічного аналізу, коли для прогнозування вартості активів засобами технічного аналізу як база використовуються результати фундаментального аналізу, який дозволяє визначити реальну поточну вартість активів, що може не співпадати з ринковою і обліковою. Розрахунок індексу фрактальної розмірності дозволяє виділити лише ефективні методи технічного аналізу, які є доречними в кожній конкретній ситуації. Таким чином, незважаючи на відмінність поглядів учених, технічний аналіз є невід'ємним етапом прогнозування валютного курсу [37, с. 51].

Динаміка валютного курсу значно впливає на функціонування механізму залучення іноземного капіталу. Його принципами є: мобілізація потенціалу фінансових інструментів фондового ринку; збільшення їх різноманітності відповідно до провідного світового досвіду; забезпечення необхідних умов для

виправдання ділових очікувань суб'єктів господарювання та захисту їх прав майнового і немайнового характеру; усунення подвійного оподаткування операцій із цінними паперами [38, с. 85].

Інформаційна прозорість діяльності підприємств сприяє процесу залучення, підвищує рівень інвестиційної привабливості, збільшує ліквідності капіталу і захищає інтереси емітентів та інвесторів. Для досягнення вищого рівня інформаційної прозорості необхідним є здібності апарату управління до відкритої інформаційної взаємодії, інформаційна обізнаність про стан і тенденції розвитку підприємств, наявність інформації про ведення фінансово-господарських операцій, вільний доступ до фінансової звітності підприємств потенційних інвесторів.

У світовій практиці спостерігається чітко виражена тенденція приваблення інвестора прозорою структурою бізнесу та підсилення його вибору великим попитом акцій на фондовому ринку. Наступною тенденцією є збільшення обсягів інвестицій інвесторами у компанію після результативних доказів сумлінної праці. Більшості акціонерних підприємств, за умови готовності та бажанні купівлі акцій інвесторами, притаманна тенденція, що супроводжується перерозподілом прав власності після здійснення емісії акцій. Власники й менеджери українських підприємств тому і не поспішають здійснювати емісію акцій, адже вони змінюють відносини власності шляхом фіксації і перерозподілу або випускають облігації.

Технічний аналіз курсу національної валюти проведено за даними 2012 р. – 10 міс. 2017 р., за його результатами виділено чотири фрактали з визначенням меж часових лагів. Протягом 2012 р. – жовтня 2013 р. (рис. 3.10) курс гривні коливався в межах коридору 7,99–8,23 грн за 1 дол. США. Початок 2012 р. ознаменувався формуванням стабільного лінійно зростаючого тренду, який набирив прискорення у другій половині року. Крім того, у грудні 2012 р. зафіксовано стрімке зростання курсу до максимального рівня 8,23 грн за 1 дол. США і подібне швидке його зниження до значення 7,99 грн за 1 дол. США. Таким чином, лінію підтримки, яка з'єднує важливі мінімуми (низи) ринку,

за досліджуваний період ціна досягала кілька разів, але нижче не знижувалася.



Рис. 3.10. Технічний аналіз динаміки курсу гривні за період 2012 р. – жовтень 2013 р.

Джерело: побудовано за даними [26]

«Виникнення й існування лінії підтримки обумовлено процесами, коли продавці є активними гравцями на ринку і штовхають ціну вниз. Чим активніші будуть продавці, і чим пасивніші будуть покупці, тим імовірніше, що рівень лінії підтримки буде пробитий і ціна піде вниз. Утім протягом виділеного часового лагу валютний курс гривні так і не зміг перетнути лінію опору, яка сформувалася за період і з'єднує важливі максимуми (вершини) ринку. Опір виникає в момент, коли покупці більше або не можуть, або не хочуть купувати певну валюту за вищими цінами. Одночасно з кожним рухом ціни вгору наростає опір продавців, і збільшуються продажі, що також чинить понижуючий тиск на ціну. Рух вгору уповільнюється і якби впирається в невидиму стелю, пробити яку зараз не може» [39, с. 275].

Значні коливання курсу з вересня 2012 р. зумовлені операціями з валютою крупних державних банків, яким було обмежено доступ Національним банком України (НБУ) до міжбанківського валютного ринку. Подальші спекулятивні операція з валютою сприяли дестабілізації курсу

гривні, у відповідь на що, НБУ провів ряд інтервенцій, зобов'язав продавати 50% обсягів виручки від реалізації продукції та надання послуг суб'єктів господарювання – експортерів, обмежив обсяги переводів фізичних осіб із-за кордону (не більше ніж 150 тис. грн на місяць). Зазначені дії державного регулятора сприяли зниженню курсу валюти вже наприкінці грудня 2012 р. і підтвердили наявність достатніх можливостей для дестабілізації курсу національної валюти. Подальший розвиток сформованого тренду курсу гривні наведено на рис. 3.11.



Рис. 3.11. Технічний аналіз динаміки курсу гривні за період 2012 р. – червень 2015 р.

Джерело: побудовано за даними [26]

Наприкінці 2013 р. негативні очікування щодо ризику девальвації національної валюти, що були обумовлені революцією в країні, позначилися на показниках експорту, довгострокового кредитування, інвестицій, удорожчання обслуговування державного боргу тощо. Зазначена ситуація призвела до зростання цін на внутрішньому ринку країни за рахунок збільшення логістичних витрати, собівартості імпортних товарів, та формування незадоволеного попиту на іноземну валюту, що обумовило розширення нелегального ринку обміну.

Як наслідок, імпортна продукція зростає у ціні і продукує зростання цін на продукцію галузей економіки, дорожчає паливо, зростає вартість транспортних витрат, довгострокове кредитування скорочується, незадоволений попит на валюту зростає і обумовлює ажіотаж на чорному ринку. Різка девальвація гривні викликала відтік іноземного інвестиційного капіталу, негативами якого є: скорочення ресурсів валютного ринку, зменшення можливостей щодо ефективного розміщення капіталу та масштабів проектного фінансування і прямих іноземних інвестицій; ускладнення відносин між національними й іноземними банками в частині валютного обслуговування власних і клієнтських інтересів; обмеження доступу до міжнародних валютних ринків та ринків капіталів; звуження спектра виконуваних банками валютних операцій; посилення конкуренції та підвищення ефективності функціонування банківських установ як головних учасників системи валютних відносин; занепад ринкової інфраструктури в частині звуження суб'єктного та кількісного складу учасників валютного ринку; скорочення міжнародних резервів країни та несприятлива зміна їх структури. Останній чинник зменшує ефективність механізмів управління золотовалютними резервами, як одного з основних методів валютного регулювання у розпорядженні НБУ, використовуваного для досягнення основної мети своєї діяльності – забезпечення стабільності національної грошової одиниці

Україна ввійшла в зону нестабільності економічного розвитку у 2013 році, коли відбулося скорочення офіційних резервних активів України на 6817,92 млн дол. США, або на 21,74% (табл. 3.17). Витрати на обслуговування державного боргу, наявність кризових явищ в країні призвели до рекордного скорочення обсягу офіційних резервних активів України за 2014 р. із 17805,59 млн дол. США до 6419,66 млн дол. США, або на 63,95%. Подальша девальвація гривні у 2015 р. зумовлюється різними чинниками. Посилення військового конфлікту на Донбасі на початку року призвело до різкого скорочення промислового виробництва та експортних надходжень.

Стрімке знецінення гривні разом із підвищенням житлово-комунальних

тарифів призвело до сплеску споживчої інфляції. Так, у результаті курс гривні за 2015 р. знизився з рівня більше ніж 15 грн за 1 дол. США до більше ніж 24 грн за 1 дол. США (рис. 3.12).

Таблиця 3.6

**Динаміка офіційних резервних активів України
станом на початок року**

Рік	Обсяг, млн дол. США	Приріст до попереднього року	
		абсолютний, млн дол. США	відносний, %
2012	31364,11	х	х
2013	24546,19	-6817,92	-21,74
2014	17805,59	-6740,6	-27,46
2015	6419,66	-11385,9	-63,95
2016	13441,59	7021,93	109,38
2017	15444,98	2003,39	14,90

Джерело: побудовано заданими [40].



Рис. 3.12. Технічний аналіз динаміки курсу гривні за період 2015 р. – вересень 2017 р.

Джерело: побудовано заданими [26]

Критичним є зростання курсу гривні у лютому 2015 р. до рівня більше ніж 30 грн за 1 дол. США. Його зміцненню до кінця року сприяло зовнішнє валютне кредитування та приріст офіційних резервних активів України на 7021,93 млн дол. США, або на 109,38%.

З метою стабілізації валютного ринку та приборкання інфляції НБУ застосовував жорстку монетарну політику та продовжив дію окремих адміністративних обмежень на валютному ринку, що дало змогу стабілізувати валютний ринок та закласти стійкий дезінфляційний тренд. Завдяки закріпленню умов режиму гнучкого обмінного курсу, посиленню незалежності НБУ, реформуванню механізму розроблення та прийняття рішень із монетарної політики було сформовано необхідні умови для зміни її режиму. Зокрема, затверджено Стратегію монетарної політики на 2016–2020 рр., яка базується на застосуванні режиму інфляційного таргетування. Незважаючи на прийняті заходи, початок 2016 р. супроводжувався подальшою девальвацією гривні вже з новим посиленням, основною причиною якого став відтік депозитів у валюті з банків, скорочення обсягів і кількості операцій із валютою (рис. 3.13).



Рис. 3.13. Технічний аналіз динаміки курсу гривні за період 2016 р. – жовтень 2017 р.

Джерело: побудовано заданими [25]

Проте, населення активно витрачало заощадження у валюті для

компенсації значних втрат реальної вартості їх доходів. Загалом, 2016 р. продемонстрував перші кроки до стабілізації поточної ситуації, але такі фактори як: гібридна війна, високий рівень відсоткових ставок банків, регуляторні обмеження експорту та валютних операцій, податкові зміни, корупція, декларативність більшості програм підтримки державою бізнесу тощо, стримували відновлення позицій гривні у світі та на внутрішньому ринку. Утім стабілізації ситуації сприяли адміністративні заходи державного регулятора у сфері грошово-кредитної політики. У 2016 р. відбулося шість засідань Ради з фінансової стабільності НБУ, на яких розглядалися актуальні проблеми фінансового сектору та економіки й обговорені кроки для мінімізації ризиків і посилення стійкості фінансової системи. Беручи до уваги поступову макроекономічну стабілізацію в Україні, члени Ради підтримали курс НБУ на поступову лібералізацію валютного регулювання щодо послаблення обмежень, які стосуються репатріації дивідендів, та скасування 2%-ого пенсійного збору з купівлі іноземної валюти.

Початок 2017 р. також супроводжувався знеціненням валютного курсу гривні, що перевищив значення 27 грн за 1 дол. США., проте, у першому півріччі спостерігалось підвищення його рівня. Зазначені коливання були обумовлені коригуванням прогнозних даних щодо основних макроекономічних показників країни, які погіршилися в частині рівня інфляції та обсягу ВВП країни. Друга половина 2017 р. знову позначилася знеціненням гривні, оскільки її тренд знизився до рівня 25,45 грн/дол. США, після чого розгорнувся у бік зростання. Так, за результатами технічного аналізу прогнозується подальше зростання тренду, як мінімум до рівня 27,2–27,5 грн/дол. США за умов незмінності факторів впливу. Але наприкінці року витрати Державного казначейства України зростають, що може зміцнити висхідний тренд.

Для уточнення прогнозів валютного курсу доцільно використовувати елементи фундаментального аналізу, зокрема в частині статистичної оцінки очікуваних втрат; неочікуваних втрат як максимально можливих на заданому довірчому інтервалі; значних втрат, які є малоймовірними, але незначно

перевищують максимальні втрати. Вирішенню вказаної задачі сприятиме використання стрес-тестів для ідентифікації подій, які можуть мати негативний вплив на розмір економічного капіталу. Вони дозволять проаналізувати якісну та кількісну сторони стійкості вартості фінансового капіталу суб'єктів господарювання на фондовому ринку до коливання вартості валют. Кількісні критерії мають ідентифікувати шоківі сценарії, які можуть виникнути на ринку. Якісні критерії мають на меті оцінку здатності суб'єктів господарювання абсорбувати втрати капіталу при коливанні валютних курсів. Стрес-тести передбачають: симуляцію екстремальних стресових сценаріїв, через одночасне збільшення варіації ціни капіталу та зменшення рівня ліквідності; оцінку чутливості ринкового ризику суб'єктів господарювання до зміни волатильності валютного курсу національної валюти; виявлення стресових сценаріїв, які найбільш негативно впливають на характеристики вартості фінансового капіталу.

3.3. Фондова електронна торгівля цінними паперами як інструмент формування капіталу суб'єктів господарювання

Сучасний фондовий ринок є складною соціально-економічною системою, якій притаманні динамічність, значний вплив зовнішнього оточення та антропогенного фактору, неповнота і асиметричність одержуваної його суб'єктами інформації. «Поява новітніх інформаційних технологій і процеси фінансової глобалізації загострили конкуренцію на фінансових ринках і привели до розвитку електронних систем торгівлі на його організованому біржовому сегменті. Виникнення електронного кругообігу цінних паперів, стійке зростання обсягів операцій із ними, скорочення часу поширення, обробки інформації істотно впливає на фондові механізми і фінансовий ринок загалом, оскільки робить його доступним для широкого кола суб'єктів ринку» [41, с. 93].

Проблеми розвитку фінансового ринку України та його фондового сегменту знаходяться у центрі уваги багатьох учених. С. Бірюк відзначає, що «посилення ролі фондового ринку у сучасній економіці трансформує і значення фондових бірж, які виконують такі функції: організаційну, цінову, прогнозу, посередницьку, забезпечення ліквідності, інформаційну тощо» [42, с. 46]. Т. Котенко вважає, що «технічний прогрес, розвиток біржової справи не змінили основу організації біржової торгівлі, однак відбулися значні зміни, які дозволили підвищити її ефективність, полегшити процес обігу цінних паперів, вдосконалити систему комунікацій» [43, с. 393]. С. Мошенським узагальнено історичні аспекти розвитку операцій із цінними паперами в Україні ХІХ – початку ХХ ст. [44, с. 203]. В. Голомб розглядає періодичні кризи на фондових біржах через призму гіпотез ефективного і фрактального ринків [45, с. 75]. Високо оцінюючи науковий доробок указаних авторів, слід визнати недостатню увагу вчених до проблем впливу електронного обігу цінних паперів на фондову торгівлю і розвиток фінансового ринку в цілому.

Інформація є основою для прийняття інвестиційних рішень на ринку. Тому фактично фондова біржа є складною інформаційною моделлю, у якій різноманітна інформація «трансформується» у поточну вартість цінних паперів. Вона потребує існування надійних каналів зв'язку між «постачальниками» новин (у першу чергу – емітентами) та споживачами інформації (інвесторами, регуляторами). Інформація, яка надається біржею, має відповідати таким вимогам: зрозумілість, доступність, своєчасність.

«Електронні біржові технології торгівлі пройшли тривалий шлях еволюції, які формалізуються такими етапами: торгівля в залі із застосуванням комп'ютерного обладнання, торгова система з використанням електронного забезпечення; електронна торговельна система, електронна біржа. Спочатку автоматизація стосувалась лише окремих технологічних процесів, таких як направлення заявок на біржу, розповсюдження інформації про ринок тощо. У поточний час електронні торговельні системи повністю автоматизують торгівлю в біржовому залі і функціонують у двох режимах – закритій і

відкритій» [46, с. 8]. У закритій торговій системі клієнти, як правило, надсилають свої заявки через брокера, який має доступ до торгової системи. Відкрита торгова система надає можливість своїм клієнтам безпосередньо, через мережу Інтернет, здійснювати всі біржові операції. На електронній біржі всі транзакційні етапи здійснюються автоматично, інтегруються між собою за допомогою електронних зв'язків процесів прийняття і передачі заявок, визначення ціни, виконання угоди, клірингу і розрахунків, надання інформації і забезпечення контролю виконання. Комп'ютеризація біржової діяльності означає ліквідацію кордонів між біржею і рештою оптових ринків, що дозволяє всім бажаючим брати участь у біржовій торгівлі через комп'ютерну систему, а найголовніше – забезпечує шлях до створення єдиного ринкового середовища.

Найбільш відомими у світі електронними майданчиками, призначеними для торгівлі цінними паперами і фундаментального аналізу фондового ринку, є інтерактивні фінансово-інформаційні системи *Bloomberg*, *REUTERS*, *Financial Times*, *Tenfore*. «На вітчизняному біржовому ринку відбуваються помітні зрушення щодо освоєння новітніх інформаційних технологій, які кардинально змінюють підходи до ведення бізнесу, відкриваючи нові можливості щодо його розвитку. Виникнення в нашій країні електронних технологій свідчить про значне підвищення технічного рівня торгівлі цінними паперами, що має позитивний вплив на економіку в цілому» [47, с. 6].

Закон України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» визначає електронну торговельно-інформаційну мережу як «сукупність програмно-технічних засобів, що використовуються фондовою біржею для забезпечення укладення угод щодо цінних паперів» [48].

Положенням про функціонування фондових бірж встановлено, що «електронна торговельна система повинна забезпечувати: підготовку інформації, необхідної для виконання біржових контрактів (договорів); захист інформації (у тому числі на електронних носіях), що стосується укладання біржових контрактів (договорів), від втрати або несанкціонованого доступу

(захист має відповідати вимогам законодавства про електронний документообіг та забезпечувати неможливість витоку, знищення та блокування інформації, порушення цілісності та режиму доступу до інформації); обмін інформацією в електронній торговельній системі фондової біржі шляхом створення, відправлення, передавання, одержання, зберігання, оброблення, використання та знищення документів в електронному вигляді» [49]. Відповідно до діючого законодавства України, біржі зобов'язані розкривати на своїх сайтах дані стосовно: біржового курсу цінного паперу; ціни відкриття; ціни закриття; обсягу укладених біржових контрактів; а також інформацію про невиконані та/або анульовані біржові контракти, внесені зміни до них.

Інтернет-трейдинг (англ. *Internet-trading*) – це «сучасна технологія укладання угод з пінними паперами, яка дозволяє компанії-брокеру автоматично обслуговувати необмежену кількість клієнтів шляхом спрямування інформації про їхні заявки безпосередньо в торговельну систему біржі» [50]. Технології онлайн – трейдингу є способом доступу до торгів на фондовій біржі з використанням Інтернету, які дозволяють управляти грошовими коштами, купувати чи продавати цінні папери за допомогою спеціалізованого для таких цілей програмного забезпечення (ПЗ) і отримання віддаленого доступу до біржових торгів. Поширеним стало встановлення серверів учасників торгів поряд із серверами біржі (колокейшн – англ. *collocation*), що дозволяє уникнути затримок, викликаних проходженням сигналу по каналах зв'язку між ними та шлюзом біржі. Перспективним напрямком є введення можливості доступу до торгової системи не лише через стаціонарні комп'ютери, а й з мобільних пристроїв.

Інтернет-трейдинг має такі переваги для інвестора: прямий доступ до біржової інформації та інструментарій її аналізу; можливість самостійно виставляти заявки та укласти угоди, моніторити власний портфель активів в онлайн режимі; прийнятна вартість операцій з купівлі-продажу; висока ліквідність; прозорість угод і низькі спреди – різниця між кращими цінами покупки й продажу у той самий момент часу на будь-який актив (акції,

ф'ючерси, опціони); швидке відкриття рахунку при мінімальному стартовому капіталі. Доступ до торгів надається онлайн-брокером, який забезпечує своїх клієнтів ПЗ для зв'язку з біржею в процесі проведення торгів і здійснює технічну підтримку даної діяльності.

Послуги онлайн-брокериджу надаються торговцем цінними паперами. Прямий електронний доступ до біржових торгів (*direct market access – DMA*) є подібним до Інтернет-трейдингу за визначенням, але інший з технологічної точки зору. Ця технологія являє собою високошвидкісний електронний канал («шлюз»). Застосування новітніх технологій і механізмів електронної торгівлі приводить до поступового зникнення різниці між традиційною біржовою торгівлею та електронними позабіржовими торговельними системами. Така тенденція проявляється у прагненні бірж використовувати систему електронної торгівлі, яка відмовляється від голосових торгів (*pit-based*) і перетворюється в систему так званих «торгових точок» (*trading points*), що обслуговують клієнтів за допомогою віддалених робочих терміналів.

Лідерами у сфері використання електронних технологій торгівлі цінними паперами є ПАТ «Позабіржова фондова торговельна система» (ПФТС), ПАТ «Українська біржа», ПАТ «Фондова Біржа «Перспектива». На їх сайтах створено простий та зрозумілий інтерфейс для непрофесійних приватних інвесторів, введено режим «віртуальних торгів» (демо-торгів).

«Для отримання статусу онлайн-брокера на Біржі ПФТС необхідно: стати учасником біржі, підключитися до шлюзу *PFTS Bridge*, зареєструвати клієнтські торговельні рахунки на біржі ПФТС. Шлюз *PFTS Bridge* – програмний інтерфейс для підключення зовнішніх систем до торговельної системи *PFTS NEXT*» [51]. Його функції: підключення брокерських систем (організації Інтернет-трейдингу): отримання у режимі реального часу інформації із торгової системи та здійснення активних транзакцій (виставлення/зняття заявок); автоматизації бек-офісу компанії: отримання у режимі реального часу інформації із торгової системи (угоди, котирування, інструменти), у т.ч. про власні котирування та угоди компанії; налагодження

автоматичного отримання у режимі реального часу інформації із торгової системи *PFTS NEXT*. Отримана за допомогою шлюзу *PFTS Bridge* торговельна інформація може використовуватися виключно для власних потреб компанії-члена біржі, її розповсюдження можливо виключно після укладання додаткового Договору з ПФТС.

Онлайн-брокерами на біржі ПФТС є: ТОВ «Інвестиційний Капітал Україна», ПрАТ «Інвестиційна фінансова компанія «АРТ КАПІТАЛ». Використовуються сертифіковані брокерські системи: *QUIK MP* «Брокер» (компанія *ARQA Technologies*), *SmartTrade* (компанія *IT Invest*), *NetInvestor* (компанія МФД-ІнфоЦентрПлюс), *Alor Trade* (компанія Алор +).

Біржовий термінал з прив'язкою торговельного рахунку до ідентифікатора користувача «*PFTS Investor*» надає можливість учаснику біржі ПФТС надавати своїм клієнтам в режимі on-line інформацію про стан ринку і отримувати клієнтські заявки, використовуючи Інтернет як засіб комунікації. Клієнт учасника біржі за допомогою «*PFTS Investor*» має можливість виставляти свої котирування, відстежувати стан свого портфеля і своєї позиції по цінним паперам та грошовим коштам. «*PFTS Investor*» має переваги як для клієнта (справжній біржовий термінал; забезпечує технічну підтримку поряд із терміналами брокерів), так і для онлайн-брокерів (розвантаження від щоденної механічної роботи, моніторинг дій клієнта).

«Українська біржа запустила ринок заявок, Інтернет-трейдинг, он-лайн розрахунок індексу, механізм торгівлі цінними паперами через центрального контрагента шляхом створення ТОВ «Український центральний контрагент». Робоча станція/Термінал є клієнтською частиною ПЗ, яке встановлюється і працює на персональному комп'ютері Клієнта та надає можливість, інтерактивного обміну інформацією про котирування й угоди із цінними паперами» [52, с. 8].

На Українській біржі заявки можуть прийматися як з робочих станцій, встановлених трейдерам професійних учасників ринку, так і через термінали систем Інтернет-трейдингу, підключених до торгової системи з використанням

шлюзу. «Невід'ємною складовою є система обліку позицій клієнтів торговця за допомогою даних зберігача. Депозитарій, в свою чергу, зберігає в реєстрі цінні папери, випущені в документальній формі, самостійно веде облік цінних паперів у бездокументарній формі, зберігає грошові кошти в Національному банку» [53].

Освоївши програму *RTS Plaza*, біржа сертифікувала чотири брокерські торгові системи, що дозволило успішно здійснювати торгівлю цінними паперами на сучасному рівні. Одночасно слід зауважити важливість для вітчизняного фондового ринку підключення до торгівлі системи *GL NET* всесвітньо відомої компанії *SUN Gard*, технологічне рішення якої відкриває дорогу на вітчизняний ринок зарубіжним інвесторам і дозволяє українським брокерам надавати глобальним інвесторам можливість торгувати акціями вітчизняних підприємств, а також отримати доступ до торгівлі на всіх електронних ринках світу.

Електронна торгова система (*ETC*) фондової біржі «Перспектива» – це сукупність організаційних, технологічних та технічних засобів, що використовуються Біржею для забезпечення укладання Договорів з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами. Обмін інформацією в *ETC* Біржі здійснюється шляхом електронного документообігу. Для участі в Біржових торгах або перегляду інформації про торги на Біржі необхідно отримати доступ до *ETC* Біржі у торговому або переглядовому режимах відповідно. Авторські майнові права на комп'ютерну програму «Система електронних торгів» належать ТОВ «БІТ ПРОДАКШН».

Фондова біржа «Перспектива» має такі термінали: «*BIT eTrade* – торговий термінал брокера фондового ринку, *BIT eTrade Future* – торговий термінал брокера строкового ринку, *BIT eTrade IPO* – торговий термінал емітента/андерайтера при первинному розміщенні, аукціоні, *BIT eTrade Mail* – система електронної пошти» [54]. За допомогою *ETC* Біржі та Торгового терміналу *BIT eTrade* учасник Біржових торгів отримує авторизований доступ до Ринків, реалізованих на Біржі. Взаємодія між Учасником Біржових торгів та Біржею

щодо подання Заявок, укладання Договорів та отримання інформації про хід Біржових торгів забезпечується за допомогою Торгового терміналу *BIT eTrade*. Електронні технології біржових торгів мають такі переваги [55, с. 76]: «підвищення ліквідності ринку, можливість цілодобового доступу до ринку капіталів, здійснення торговельних операцій на різних ринках шляхом стирання часових і просторових меж; зниження собівартості здійснення торговельних операцій; збільшення кількості учасників торгів за рахунок оперативного оприлюднення інформації про попит і пропозицію на ринку цінних паперів».

В умовах глобалізації світового економічного простору вітчизняні суб'єкти господарювання мають самостійно забезпечувати свою господарську чи виробничу діяльність фінансовими коштами. Фінансовий ринок, як один з найважливіших інструментів економіки, стає перспективним джерелом забезпечення додаткового капіталу для функціонування та розвитку підприємств [56, с. 184]. Саме на фінансових ринках здійснюється рух грошових коштів, під час якого вони накопичуються у суб'єктів господарювання для ефективного та продуктивного використання. А це сприяє не лише зростанню продуктивності економіки, а й веде до покращення добробуту населення всієї країни. Тож актуальним стає дослідження інструментів фінансового ринку та взаємодії його сегментів, оскільки його розвиток є характерним індикатором стану вітчизняної економіки.

Під час формування капіталу суб'єкти господарювання застосовують альтернативні шляхи залучення та накопичення фінансових ресурсів, серед яких досить новий інструмент – криптовалюти («віртуальні валюти»). Даний вид валют виник у результаті технологічного прогресу та інтенсивного розвитку інформаційних технологій, зокрема мережі Інтернет. Застосування мережевих технологій посилює доступність до електронних валют, які мають здатність досить швидко реагувати на зміни фінансових ринків. Криптовалюта є досить зручною формою миттєвих, тобто електронних розрахунків та є перспективною формою інвестування, оскільки за друге півріччя 2017 року вартість *Bitcoin* зросла у півтора рази. Криптовалюта стала неймовірно

популярною останнім часом, тому все більше людей входить у цю індустрію з кожним днем. Однак далеко не всім вдається на цьому заробити, адже, незважаючи на всю перспективність цієї сфери, вона є досить складною і вимагає деяких технічних знань [57, с. 609]. Тож, в умовах швидких темпів глобалізації економіки та ефективного функціонування електронних криптовалют, даний напрям дослідження набуває надзвичайної актуальності.

Питанням розвитку та функціонування фінансових ринків присвячено багато наукових праць. Так, О. Никитенко у своїй роботі [58, с. 248] провів аналіз складових фінансового ринку та розглянув існуючі підходи до визначення його сегментів. Визначенню ролі фінансових посередників у формуванні вітчизняної моделі фінансового ринку присвячена робота І. Школьник [59]. Основи функціонування фінансового ринку, фактори його розвитку і роль у мобілізації та розподіленні фінансових ресурсів розглянули І. Николишин та Н. Зізяк [60, с. 54]. Зародження та історію виникнення ринку криптовалют проаналізовано у роботах В. Лук'янова [61], Т. Желюк та О. Бречко [62]. Удосконаленням теоретичних та методичних основ фінансового обліку криптовалюти займався Т. Яцик [63]. С. Васильчак у роботі [64] аналізував особливості функціонування криптовалют у світових платіжних системах.

Високо оцінюючи результати досліджень вітчизняних вчених, необхідно зазначити, що в науковій літературі ще не знайшли належного висвітлення проблеми формування капіталу суб'єктів господарювання на фінансових ринках з використанням інноваційних технологій.

У сучасних ринкових умовах вітчизняні суб'єкти господарювання стикаються з проблемою недостатньо ефективного формування фінансових ресурсів, оскільки їх основними джерелами стають власні та залучені кошти. Варто зазначити, що до фінансових ресурсів підприємств відносяться не лише грошові кошти, а й різні види цінних паперів та валют. Різноманітність джерел та умов формування фінансового капіталу сприяє збільшенню додаткових фінансових ресурсів та зростанню потенціалу розвитку. Використання

механізмів фінансового ринку надає підприємцям нові можливості щодо нарощування капіталу.

Систему Bitcoin побудовано на тимчасовій комп'ютерній мережі, тобто без єдиного центру. Вона являє собою розподілену систему обліку фінансових операцій (транзакцій), або гігантську бухгалтерську книгу (нім. – ledger, укр. реєстр), звану ще як блокчейн. Біткоїни, як грошова система, володіє корисними функціями – проведення і облік транзакцій. Внутрішню розрахункову грошову одиницю – власне біткоїни або *BTC* – створює сама система в ході постійної емісії – випуску нових одиниць. Емісія біткоїнів обмежена і скорочується з часом: зменшується вдвічі приблизно кожні 4 роки. При цьому, всі нові біткоїни, отримані в результаті емісії, використовуються, як фінансовий стимул, заохочення для тих членів системи, так званих майнерів (англ. *miner*, укр. – видобувач), які виконують корисну роботу, забезпечуючи контроль і запис нових транзакцій в блокчейн. Згодом, майнері можуть передавати частину своїх біткоїнів будь-якому учаснику системи за взаємною домовленістю, в якості оплати за послуги і товари, включаючи фіатні гроші (англ. *fiat currency*) – тип грошей або валюти, цінність яких походить не від власної вартості або гарантії обміну на золото або іншу валюту, а від декрету, наказу, згоди використання їх як засобу платежу. Надійність криптовалюти визначається відсутністю єдиного центру регулювання обігу та неможливістю внесення змін до існуючого алгоритму, встановленням лімітів на її максимальну кількість, що обумовлює відсутність інфляції.

Розвиток бренду криптовалют потягнув за собою утворення форк (англ. *fork* – виделка) – явища в системі, при якому один великий ланцюг розподіляється на два, і після цього вони продовжують працювати вже незалежно один від одного. У результаті форку (розгалуження) з однієї криптовалюти виходить дві, які існують як паралельні ланцюжки транзакцій. Яскравим прикладом процесу є відгалуження від прямолінійного ланцюга біткоїну незалежної криптовалюти у 2017 р., яка отримала назву «Біткоїн Кеш» (*Bitcoin Cash*). Біткоїн і форк Біткоїна мають абсолютно різні курси, технічні

характеристики, команди розробників, відрізняються також клієнти і гаманці. Що стосується «Біткоїн Кеш», він стартував досить успішно, і багато майнерів направили свої потужності на підтримку його роботи. Тим не менш, його перспектива на сьогоднішній день – питання спірне. Це показова ситуація для всіх валют, адже новий Біткоїн хоч і отримав більший розмір блоку, але характеризується більшою складністю мережі, що для майнерів означає зайві витрати на видобуток. Таким чином, в майбутньому вони будуть підтримувати тільки ту валюту, яка приносить більший дохід. Альтернативні криптовалюти *Litecoin (LTC)*, *Namecoin (NVC)*, *Novacoin (NVC)*, *Terracoin (TRC)* поряд з батьківською Bitcoin активно використовуються в сфері спекуляцій користувачами в усьому світі.

«Юридичний статус віртуальної валюти не визначений у більшості країн, і тільки Німеччина офіційно визнала *BTC* варіантом приватних грошей. Розпливчасті законодавчі норми, що стосуються обігу віртуальних платіжних засобів в інших країнах, допускають використання біткоїнів в електронній комерції. На таких майданчиках, як *BTC-e* (інтернет – платформа, біржа для торгівлі криптовалютами та обміну на паперові гроші) обсяг неорганізованих торгів з високими відсотками комісій б'є всі світові рекорди. Для маніпулювання учасниками залучаються новітні технології, тому існує великий ризик зростання кіберзлочинів: злому гаманців, хакерських атак, закриття інтернет – платформ» [65, с. 19].

Другою за популярністю криптовалютою в світі є Ефіріум (*Ethereum*), її оновлення відбулося у 2016 році, однак велика кількість розробників і користувачів мережі Internet були незадоволені новими характеристиками системи. Форк криптовалюти став більш зручний для старт – контрактів і краудфандингових проєктів, однак втратив ряд переваг, які були до цього. Новий Ефіріум був дуже успішний і став швидко набирати курс, однак розробники вирішили провести хард форк, щоби догодити всім користувачам і залишити стару систему в незмінному вигляді. Таким чином з'явилася валюта Ефіріум Класик (*Ethereum Classic*). Форк Біткоїну з'явився з тієї же причини,

однак у цьому випадку суть перетворень зводилася до розширення розміру блоку і збільшення пропускну здатності.

Наприкінці листопада 2017 р. ціна *Bitcoin* вперше подолала рубіж у \$10 тис., а менше ніж за 3 тижні вартість криптовалюти зросла вдвічі. Високий курс *Bitcoin* визначається як суб'єктивними, так і об'єктивними факторами. Найбільш значущим у першій групі факторів є популяризація нового платіжного засобу у засобах масової інформації, який ототожнюється з «електронним» або «синтетичним золотом». Утім в основі такого порівняння лежать об'єктивні чинники: децентралізованість (відсутність єдиного емісійного і контролюючого органу); вичерпність ресурсу, обмеженість в його кількості (творці валюти запрограмували загальний максимальний обсяг емісії у кількості в 21 млн грошових одиниць, і збільшити цю цифру не представляється можливим); складність майнінгу, оскільки для розшифровки кожного наступного блоку *BTC* потрібно збільшувати обчислювальні потужності, що обумовлює зростання ціни кожної монети і можливість дефляції з розподілом одиниці до восьмого знаку після коми. Зростання або падіння вартості біткоінів залежить виключно від ринкового механізму – попиту і пропозиції на криптовалютних біржах. Це подібно до зростання вартості акцій успішних компаній, а біткоіни – свого роду цифровий актив, який збільшує ціну. Метою проекту біткоінів було не отримання доходів на зростанні вартості криптовалюти, а створення принципово нової, децентралізованої і незалежної від держави грошової системи на базі тимчасової розподіленої комп'ютерної мережі. Зростання котирувань *Bitcoin*, з одного боку, фахівцями сприймається як формування вартості реального еквівалента, а з іншого – як штучно роздутий фінансовий міхур.

Чиказькі товарні біржі *CME Group Inc. (Chicago Mercantile Exchange & Chicago Board of Trade)* і *CBOE (Chicago Board Options Exchange) Global Markets* у 2017 р. розпочали укладати ф'ючерсні контракти на криптовалюту. Крім того, очікується, що в 2018 р. з ф'ючерсними контрактами на *Bitcoin* почне працювати друга за величиною фондова біржа у світі *NASDAQ (National*

Association of Securities Dealers Automated Quotation).

Ф'ючерсні контракти – це один з похідних фінансових інструментів, за допомогою якого можна купувати / продавати будь-які активи в майбутньому за ціною, встановленою в момент укладання угоди. Їх привабливість для інвесторів і трейдерів визначається «згладженням» потенційних коливань курсу біткоїну в майбутньому, при цьому ставки можуть робитися як на підвищення, так і на зниження курсу. Для визначення вартості ф'ючерсу *CME* використовує власний індекс *CME CF Bitcoin Reference Rate (BRR)*, який розраховується як середньозважене значення ціни на біткоїни з затримкою до одного дня на чотирьох великих біржах (*Bitstamp*, *GDAX (Global Digital Asset Exchange)*, *itBit* і *Kraken*). Другий індекс *CME (Bitcoin Real Time Index (BRTI))* відображає актуальну вартість біткоїнів на поточний момент.

Однією з найбільш обговорюваних фінансових проблем сьогодення є обіг криптовалюти. Проте серед регуляторів провідних країн світу немає єдиного підходу до визначення правового статусу криптовалют та регулювання операцій із ними. Зокрема, Європейський центробанк обережно підходить до законодавчих ініціатив та паралельно із власними дослідженнями уважно стежить за подальшим розвитком нових технологій і явищ для розробки найбільш ефективного підходу щодо регулювання операцій з криптовалютами.

Існує судження, що криптовалюти створені та використовуються виключно для відмивання коштів, фінансування тероризму, торгівлі зброєю, оскільки всі дані про криптовалютні транзакції зберігаються у загальному доступі системи блокчейн, яка є децентралізованою. Утім світовий досвід демонструє ефективні приклади використання криптовалют за умови створення ефективних механізмів державного регулювання. Наприклад, Податковою службою Сполучених Штатів Америки з 2015 р. використовується програмне забезпечення, яке надає можливість відстежувати рух криптовалюти, визначати її походження та ідентифікувати власника, у Японії криптовалюта повністю легалізована та контроль за її обігом здійснює Агентство фінансових послуг. Правовий статус «криптовалют» у розвинених країнах відрізняється, але

зазвичай, вони розглядаються фінансовим інструментом, інвестиційним активом, рідше товаром.

Помилкове застосування до криптовалют правового режиму валюти виключно через загальноживану назву породжує низку правових колізій, що не дозволяє чітко ідентифікувати їх як грошові кошти, валютні та платіжні засоби іншої країни, електронні гроші, цінні папери, грошові сурогати тощо. У зв'язку з цим фінансові регулятори України опрацьовують питання правового статусу криптовалют та законодавчого врегулювання операцій з ними, беручи до уваги провідний світовий досвід. Метою такого врегулювання є: «захист прав споживачів, протидія відмиванню коштів та інших протиправних дій, ідентифікація суб'єктів операцій, механізм оподаткування отриманих доходів, декларування тощо» [66]. Попри прогресивний характер технологій, операції купівлі, продажу, обміну та конвертації криптовалют несуть велику кількість ризиків для фізичних та юридичних осіб. До основних із них належать:

можливість втрати коштів через крадіжку і шахрайство, наприклад у результаті кібератак на платформи обміну криптовалюти, або інфраструктуру користування;

відсутність гарантій щодо повернення інвестованих коштів у криптовалюту, оскільки вони не є банківськими депозитами, і на них не поширюються повноваження Фонду гарантування вкладів фізичних осіб;

складність використання звичайних методів оцінки ринкової вартості активів у криптовалютах унаслідок значних цінових коливань і суміжною з ним ризиків – спекулятивність та нерегульованість рівнів комісійних винагород за здійснення операції;

недосконалість інфраструктури обігу криптовалюти як засобу платежу, оскільки вона не є загальноприйнятною в торговельно-сервісних мережах.

Сьогодні нараховується біля тисячі видів криптовалют, серед яких найбільшого поширення набули такі як *Bitcoin*, *BitcoinCash*, *Ethereum*, *Litecoin* та інші. Зростання їх популярності у світі відбувається на тлі відсутності

єдиного поняття «криптовалюта» («*cryptocurrency*») – воно варіюється від ототожнення з поняттями «товар», «платіжний засіб», «розрахункова одиниця» до понять «нематеріальний цифровий актив», «інвестиційний актив», «фінансовий актив», «окремих вид цінних паперів» тощо. Також їх ще називають «віртуальною валютою» («*virtual currency*») та «цифровою валютою» («*digital currency*»). Однак ці терміни не можна вважати абсолютними синонімами криптовалюти, оскільки вони ширші за обсягом («криптовалюти» є одним з видів «децентралізованих віртуальних валют»).

З огляду на чинні норми законодавства України (Цивільний кодекс України, Закон України «Про Національний банк України», Декрет Кабінету Міністрів України «Про систему валютного регулювання і валютного контролю», Закон України «Про платіжні системи та переказ коштів в Україні», Закон України «Про інформацію» та інші) поняття «криптовалюта» та регулювання операцій з нею не підпадають під режим регулювання: обігу грошових коштів, адже вона не існує у формі банкнот, монет, записів на рахунках у банках; валютного законодавства з огляду на відсутність прив'язки до грошової одиниці жодної з держав світу; обігу електронних грошей та використання платіжних засобів, оскільки криптовалюта не випускається банком і не є грошовим зобов'язанням певної особи; цивільних правовідносин щодо регулювання діяльності із цінними паперами унаслідок відсутності ознак документа та емітента; крім того, у криптовалюти відсутні ознаки документа у вигляді грошових знаків, відсутній емітент, а також відсутня мета виготовлення. Відповідно до вітчизняного законодавства «грошовий сурогат – будь-які документи у вигляді грошових знаків, що відрізняються від грошової одиниці України, випущені в обіг не Національним банком України і виготовлені з метою здійснення платежів в господарському обороті, крім валютних цінностей» [67]. Статтею 32 Закону України «Про Національний банк України» визначено, що «грошовою одиницею України є гривня, що дорівнює 100 копійкам. Випуск та обіг на території України інших грошових одиниць і використання грошових сурогатів як засобу платежу забороняються» [67].

Законопроект «Про обіг криптовалюти в Україні» передбачає визначення «криптовалюти як програмного коду (набору символів, цифр та букв), що є об'єктом права власності і може виступати засобом міни, відомості про який вносяться та зберігаються у системі блокчейн в якості облікових одиниць» [68]. Система блокчейн є децентралізованим публічним реєстром усіх проведених криптовалютних транзакцій, які були проведені суб'єктом криптовалютних операцій. Користувачами системи блокчейн є фізичні особи, фізичні особи-підприємці або юридичні особи, які за допомогою власного та/або орендованого технічного обладнання підтримують її працездатність, захист та здійснюють проведення криптовалютних транзакцій.

Криптовалюта отримується як винагорода системи блокчейн у результаті її генерації майнером, який виконав необхідні умови для її отримання. Майнінгом є обчислювальні операції, які здійснює майнер за допомогою власного та/або орендованого спеціалізованого обладнання, з метою забезпечення працездатності та безпеки системи блокчейн, та залежно від її умов отримує винагороду.

Технологія блокчейн, на якій базується велика кількість технологічних розробок, знайшла широкого застосування в багатьох сферах суспільства, таких як діяльність у сфері криптографії, криптовалюти так і застосування у державній сфері управління по всьому світу. За даними багатьох міжнародних ЗМІ, Україна входить до країн-лідерів у сфері застосування криптовалюти і технології блокчейн та є ідеальним місцем для розвитку новітніх технологій. Однією з перших в світі технологію блокчейн Україною було застосовано у сфері державного управління, а саме створено та запроваджено електронну платформу для реалізації арештованого майна – «Система електронних торгів арештованим майном «СЕТАМ» [69]. Крім цього, вже анонсовані платформи для реалізації майна банків-банкрутів, які також діятимуть за допомогою системи блокчейн.

Суб'єкт криптовалютних операцій має право вільно розпоряджатись криптовалютою, зокрема здійснювати операції з її міни (обміну) на інші

криптовалюти, електронні гроші, валютні цінності, цінні папери, послуги, товари тощо. Утім використання криптовалюти не може бути застосовано проти основ національної безпеки України, для закликів до повалення конституційного ладу, порушення територіальної цілісності України, вчинення терористичних актів, фінансування тероризму, легалізації (відмивання) доходів одержаних злочинним шляхом, обігу наркотичних засобів, психотропних речовин, їх аналогів або прекурсорів та інших протиправних діяннях.

Прийняття законопроекту «Про обіг криптовалюти в Україні» дозволить легалізувати криптовалюту та встановити норми регулювання правовідносин щодо її обігу, зберігання, володіння, використання та проведення операцій. Але його удосконаленню сприятимуть такі пропозиції:

заміна терміна «криптовалюта» терміном «криптоодиниця», оскільки вживання першого у законодавстві є невиправданим, адже за своєю суттю він є результатом фінансового інжинірингу та не є «валютою»;

державне регулювання обігу криптоодиниці має відбуватись на основі принципів децентралізації та полягати у запровадженні загальної правової «легалізації» її фінансовим регулятором, виходячи з характеру та кількості сторін операцій, запровадження ефективної системи її обліку тощо.

3.4. Когнітивні механізми інвестування на фондовому ринку

У сучасних умовах інтелектуальний капітал, що включає людський капітал і структурний капітал, перетворився у самостійний і визначальний фактор ефективності економічної системи. Історія розвитку теорій про капітал нерозривно пов'язана з розвитком теорій вартості. Існуючі теорії вартості, створені на різних історичних етапах розвитку економічної науки, одночасно містять суперечливі елементи й доповнюють один одного. Разом з тим, на сучасному етапі й вони не дозволяють повною мірою пояснити формування вартості багатьох складних видів об'єктів, залучених у ринковий оборот.

Особливо це стосується інтелектуальної продукції, активів, які не мають матеріальної форми, але необхідних у відтворювальному процесі, що характеризуються повною мірою як споживча, яка приносять високий дохід. Участь таких активів у відтворювальному процесі спричиняє функціонування інтелектуального капіталу й для визначення кількісної характеристики його вартості потрібна розробка диференційованих підходів, що не виключають накопичений досвід визначення вартості.

Ефективність інвестування залежить від рівня інтелектуального капіталу суб'єктів фондового ринку та відповідного інформаційного забезпечення. 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.

Використання біхевіористичної теорії і когнітивного підходу дозволить удосконалити фондові механізми формування капіталу суб'єктів господарювання. Когнітивність (лат. *cognitio*, «пізнання, вивчення, усвідомлення») – термін, що використовується в декількох контекстах, які означають здатність до розумового сприйняття і переробки зовнішньої інформації.

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 «мильних бульбашок», надмірно оптимістичні очікування).

В умовах глобалізації та розвитку інформаційного суспільства, усе важливішими стають аспекти якості управління та організації інформаційної політики в країні та безумовно рівень фінансової грамотності населення [70, с. 102]. Особливо відчутно це проявляється у періоди кризових явищ. Саме у кризові періоди варто приділяти значну вагу інформованості громадян щодо фінансових аспектів будь-якої сфери з метою заохочення та розширення спектру знань та навичок населення у сфері фінансової освіти. У розвинених країнах прийшли до висновку, що фінансово грамотні громадяни, які спроможні вдало управляти наявними особистими фінансовими ресурсами відіграють важливу роль на ринку фінансових послуг. Таке населення формує міцну основу для подальшого розвитку суспільства. Одночасно з поширенням демократизації населення необхідним є підвищення рівня життя громадян, що забезпечить стабільність у державі та її єдність. Одним із дієвих способів досягнення кращого рівня життя є подолання та попередження бідності населення країни, що, певним чином, досягається завдяки фінансовим знанням. У свою чергу, підвищення рівня фінансової грамотності громадян країни є своєрідним поштовхом для створення різноманітних ефективних фінансових ринків.

Проблема розвитку та підвищення фінансової грамотності населення є особливо актуальним для України, оскільки переважна більшість громадян навіть не мають уявлення про можливості фінансових ринків та відчувають недовіру до фінансових установ. Відсутність елементарних фінансових знань і навичок обмежує можливості громадян щодо прийняття правильних рішень для забезпечення свого фінансового благополуччя. Примножити свій капітал, ще не означає забезпечити високий рівень життя в майбутньому, адже значно важливішим є вміння вести облік всіх надходжень та витрат, ефективно

розпоряджатися грошовими ресурсами, накопичувати кошти на майбутні цілі та бути готовими до небажаних ситуацій, таких як економічні чи політичні кризи, втрата роботи, та інші. Фінансово грамотні люди, не піддаються паніці навіть в умовах економічних та політичних криз, оскільки завжди мають «золотий запас» чи план який забезпечить їм нормальне проживання.

Питаннями фінансової грамотності займався ряд провідних вчених. С. Юрій та Т. Кізими досліджували основні причини низького рівня фінансової грамотності населення України [71, с. 22]. Аналізом сучасного стану інвестиційної активності населення та виявленням зв'язку між рівнем фінансової грамотності та рівнем інвестиційної активності займалася Л. Захаркіна [72, с. 205]. У своїй праці [73] Т. Смовженко та А. Кузнєцова запропонували шляхи підвищення рівня фінансової грамотності в Україні. Обґрунтуванням основних засад державної політики щодо підвищення рівня фінансової грамотності займався І. Соркін [74]. У праці Б. Приходько [75] запропоновано стратегічні напрями підвищення рівня фінансової грамотності населення України. Та незважаючи значний доробок у цьому напрямі багато питань стосовно визначення рівня фінансової грамотності та його підвищення залишаються відкритими та потребують подальших досліджень.

На сьогоднішній день характерними для населення України є низька якість фінансових послуг та продуктів, відсутність дієвої правової бази захисту споживачів фінансових послуг та продуктів, особливо це стосується кредитних послуг. Банківська система доволі успішно користується низьким рівнем обізнаності пересічного споживача, що дає зелене світло на встановлення необґрунтовано високої вартості кредитних продуктів. Недосвідчені споживачі фінансових послуг у такій ситуації стають заручниками фінансових установ, що надають їм послуги фінансового характеру.

Відповідно до поглядів Т. Кізими, О. Шаманської [76], фінансова грамотність населення виражає вміння розпоряджатися власними фінансовими

ресурсами з мінімальним ризиком, що забезпечить максимально можливий дохід (прибуток). Для аналізу динаміки доходів та заощаджень українців скористуємося даними Державної служби статистики України (табл. 3.7).

Таблиця 3.7

Динаміка доходів та заощаджень населення України, млн грн

Рік	Доходи	Заощадження	Нагромадження нефінансових активів	Приріст фінансових активів
2005	381404	45651	4444	41207
2006	472061	44203	7159	37044
2007	623289	47779	9939	37840
2008	845641	52011	29515	22496
2009	894286	80377	10493	69884
2010	1101175	161867	19578	142289
2011	1266753	123123	-1159	124282
2012	1457864	147280	-2954	150234
2013	1548733	116266	5378	110888
2014	1516768	30780	2912	27868
2015	1735858	12979	-2117	15096

Джерело: побудовано автором на основі [77].

За одинадцять років доходи громадян зросли на 355,1% (у 2015 р. порівняно з 2005 р.), але таке зростання, в першу чергу, пов'язане з високими темпами інфляції що спостерігалися у період кризи 2008 та 2014 рр. Заощадження населення за досліджуваний період зменшилися на 71,6%. У 2014 р. доходи населення зменшилися порівняно з 2013 р. на 2,1%, а заощадження на 73,5%, у 2015 р. доходи зросли на 14,4% але заощадження зберігають спадну динаміку (зменшилися на 57,8%). Аналізуючи частку заощаджень у доходах можна зробити висновок, що вона також зменшується з 12% у 2005 р. до 0,7% у 2015 році. За досліджуваний період найбільше заощаджували у 2010 році (14,7% від доходу) та у 2005 р. (12% від доходу). Тож ми спостерігаємо, що населення щороку менше відкладає коштів на

заощадження у фінансових установах, що свідчить про низький рівень довіри громадян до уряду.

Визначимо чи залежать заощадження населення від отриманого доходу засобами економетричного аналізу (рис. 3.14).

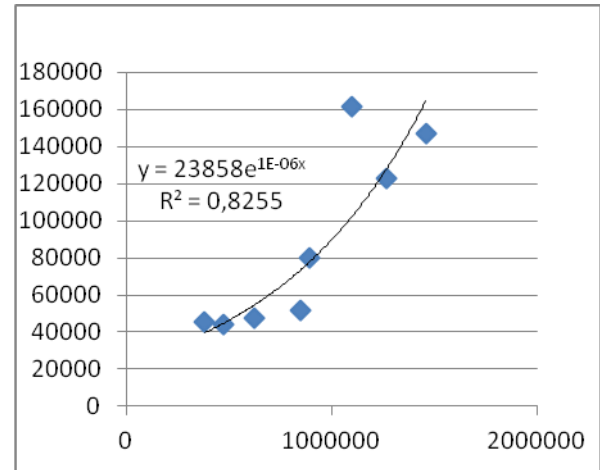
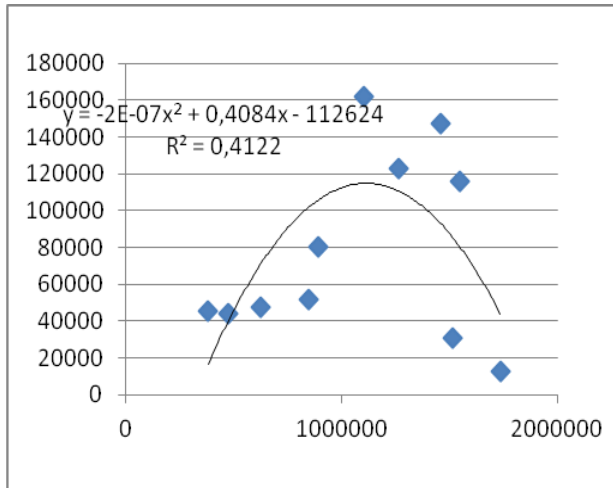


Рис. 3.14. Залежність заощаджень домогосподарств від їх доходу

Джерело: власні розрахунки

У період з 2005 по 2012 р. спостерігається експоненційна залежність заощаджень від доходу з високим рівнем надійності – 82%. А у період з 2005 по 2015 р. маємо поліноміальну залежність з низьким рівнем надійності, що становить лише 41%. Дана ситуація свідчить, що з 2012 р. зросла недовіра населення країни до фінансових установ і зі зростанням доходів населення зменшується частка заощаджень (з 10,1% у 2012 р. до 0,7% у 2015 р.).

Також ситуацію, що склалася можна пояснити і низьким рівнем фінансової грамотності українців та необізнаності у даному питанні. Адже більшість українців мають лише поверхнєве уявлення про можливості фінансових ринків та існуючі фінансові інструменти, тому надають перевагу збереженню власних фінансових ресурсів поза фінансовими інститутами. Свідченням цього є те, що в Україні лише до 5% населення виступають інвесторами на різних сегментах фінансових ринків, за умов стабільності

економіки, у той час як у європейських країнах цей показник сягає 95 % [78]. Тобто зростання рівня фінансової грамотності населення у європейських країнах заохочують на державному рівні, а саме впроваджують різноманітні заходи щодо покращення фінансової освіти та активно рекламують існуючі фінансові послуги та продукти.

Фінансова освіченість громадян є запорукою прийняття достатньо ефективних та зважених фінансових рішень, які сприяють стабільному розвитку фінансового ринку та стимулюють економічне зростання країни в майбутньому. В Україні першим важливим етапом на шляху побудови ефективної системи захисту прав користувачів фінансовими послугами стало розпорядження Кабінету міністрів «Про схвалення Стратегії реформування системи захисту прав споживачів на ринках фінансових послуг на 2012–2017 роки» [79].

Дана Стратегія повинна сприяти покращенню добробуту населення шляхом забезпечення конкурентних фінансових послуг. Також у даному документі одним зі принципів реформування є «сприяння підвищенню рівня фінансової грамотності та обізнаності споживачів фінансових послуг». Документом, що регулює стан та шляхи покращення фінансової грамотності є «Комплексна програма розвитку фінансового ринку України до 2020 року», запропонована НБУ. Її головною метою є «створення такої фінансової системи, яка б мала здатність забезпечувати сталий розвиток економіки за рахунок ефективного перерозподілу фінансових ресурсів» [80]. Отже, на основі вище зазначеного, можна стверджувати, що в Україні ведеться робота щодо підвищення рівня фінансової грамотності населення. Проте, не зважаючи на наявність даних документів, рівень фінансової грамотності в Україні, як і усьому світі, є досить низьким про, що свідчать дані наведені на рис. 3.15, 3.16.

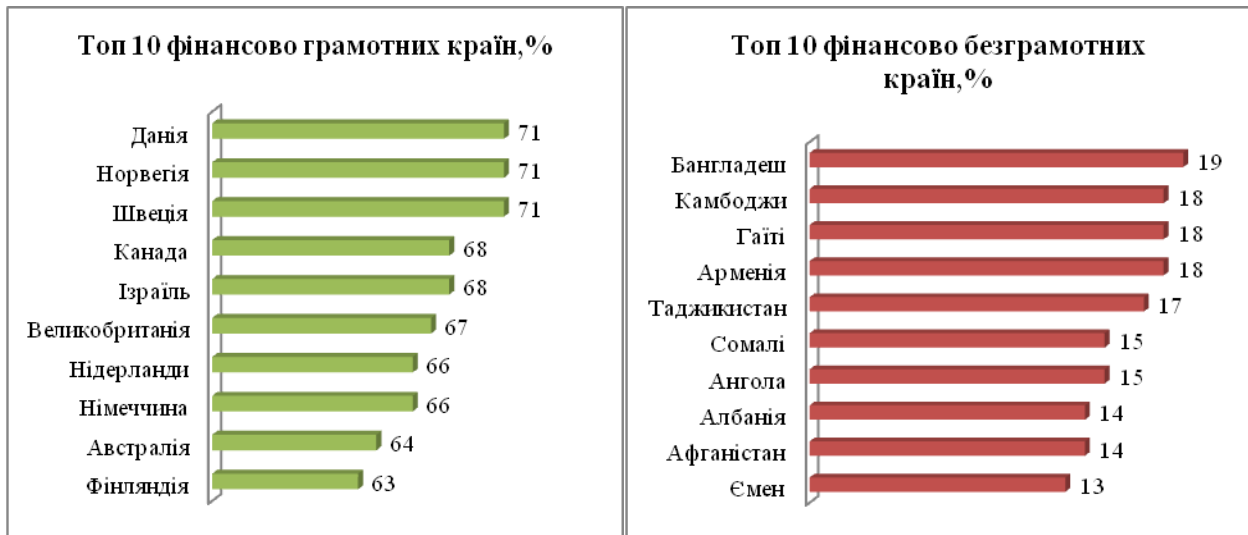


Рис. 3.15. Рейтинг країн за рівнем фінансової грамотності

Джерело: побудовано на основі даних [81]



Рис. 3.16. Рівень фінансової грамотності України

Джерело: побудовано на основі даних [81]

Лідируючі позиції в рейтингу займають скандинавські країни такі як Данія, Норвегія та Швеції у яких 71% дорослого населення є фінансово грамотним. Варто відзначити, що не всі економічно розвинені країни займають лідируючі позиції в даному рейтингу, так, наприклад в країні з неймовірно прогресуючої економікою Японії, всього 43 % володіють азами фінансів, а в Італії – 37%. Аналізуючи пострадянські країни, можна сказати що найвищого рівня фінансової грамотності досягла Чехія – 58%. Середнім показником для економічно розвинених країн є 55%.

Найбільш фінансово безграмотними вважаються Албанія, Афганістан – 14% та Ємен – 13%. В Україні показник фінансової обізнаності становить лише

40%, що випереджає Росію (38%) на 2%. На рівні з Україною стоять африканські країни, де кредитні картки приймають тільки в крупних банківській структурах та супермаркетах, таких як: Замбія, Казахстан, Танзанія та Бахрейн. Отже, на нашу думку, у рівні фінансової грамотності населення все ж переважною є освітня складова, яка спирається на існування безпосередньої платформи для навчання та розвитку і має поширюватися не лише на всі верстви населення, але й на усі вікові групи, роблячи процес пізнання більш органічним та інтегрованим в саме суспільство.

У сучасних кризових умовах, які характеризуються браком вільних грошових коштів для підвищення ефективності використання фінансового капіталу вагоме місце належить інвестиційній функції фінансового капіталу, яка полягає в трансформації наявних фінансових ресурсів в інвестиції [82, с. 401]. Метою відтворення фінансового капіталу є фінансові результати, які можуть мати різний характер: позитивні – прибутковість, негативні – збитковість. На результативність фінансових інвестицій значний вплив має фінансова культура суб'єктів господарювання і домогосподарств.

У такому прогресуючому світі, молодь має вступати в доросле життя фінансово підкованими, щоб бути в змозі забезпечити собі гідне життя. Важливим є також повернення довіри до фінансових установ, усе це неможливе без стабілізації економіки та подолання політичної та економічної криз. Вирішення проблеми має здійснюватись комплексно, саме це дасть можливість підвищити ефективність, уже існуючих і на перший погляд ефективних, заходів через механізм координації зусиль різних органів виконавчої влади, органів місцевого самоврядування, освітніх установ, громадських і комерційних організацій, що здійснюють ініціативи в сфері фінансової освіти.

Для визначення факторів, що впливають на рівень фінансової грамотності населення, а також для забезпечення підвищення вказаного рівня застосуємо системний підхід. Тобто визначимо фактичні причини низького рівня фінансової грамотності та запропонуємо модель її формування на основі фактори від яких він залежить. Для цього скористуємося діаграмою Ісікави

[83], яка дозволяє систематизувати та виділити найістотніші фактори (причини) досліджуваної проблеми (рис. 3.17). Малими стрілками показано більш детальні причини.

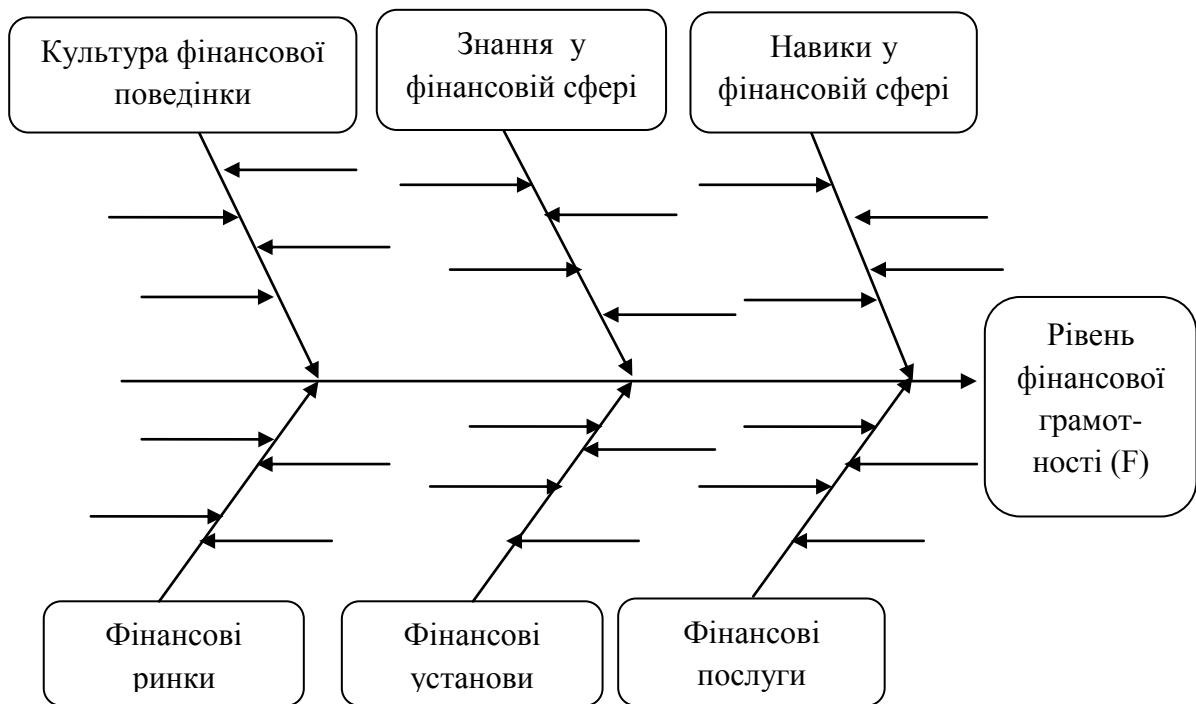


Рис. 3.17. Структура фінансової грамотності: системний підхід

Джерело: розроблено автором

Опис причинно-наслідкових зв'язків, що породжують проблему низького рівня фінансової грамотності, наведено у табл. 3.8. Отже, на основі рис. 3.17 та табл. 3.8, модель формування фінансової грамотності українських громадян можна визначити функціональною залежністю її структурних елементів:

$$FG = f_{FG}(FK, Z_{FS}, N_{FS}, FR, FU, FP, DR), FK = f_{FK}(x_n), Z_{FS} = f_{Z_{FS}}(x_i), \\ N_{FS} = f_{N_{FS}}(x_k), FR = f_{FR}(x_j), FU = f_{FU}(x_m), FP = f_{FP}(x_u), DR = f_{DR}(x_l) \quad (3.1)$$

де FK – рівень фінансової культури, Z_{FS} – рівень знань у фінансовій сфері, N_{FS} – рівень навичок у фінансовій сфері, FR – рівень розвитку фінансових ринків, FU – рівень розвитку фінансових установ, FP – рівень надання

фінансових послуг, *DR* – рівень державного втручання в регулювання діяльності фінансового ринку.

Таблиця 3.8

Опис причинно-наслідкових зв'язків

№ п/п	Фактор	Структурні елементи
1	Культура фінансової поведінки	планування сімейного бюджету, усвідомлення необхідності ведення обліку фінансових ресурсів їх заощадження та накопичення
2	Знання у фінансовій сфері	фінансова термінологія, механізми функціонування фінансових ринків, інструменти фінансових ринків
3	Навички у фінансовій сфері	вміння інвестувати кошти, подання скарги, вибір фінансових інструментів та установ
4	Фінансові ринки	недостатня поінформованість, недостатній розвиток, нестабільна ситуація в країні, недостатність законодавчої бази
5	Фінансові установи	низький рівень обслуговування, недовіра населення,
6	Фінансові послуги	високі ризики, низька якість, низький рівень професіоналізму

Джерело: розроблено автором.

У підвищенні рівня фінансової грамотності в першу чергу повинна бути зацікавлена держава, оскільки лише освічені громадяни здатні забезпечити грамотний перерозподіл ресурсів, що у довгостроковій перспективі сприятиме розвитку економіки. Ти самим забезпечуючи добробут суспільства в цілому та конкурентоспроможність держави. Також це дасть можливість розкрити свій потенціал усім сегментам фінансового ринку. Перспективами розвитку фінансової освіченості, грамотності та обізнаності є формування системи взаємопов'язаних факторів через поєднання чотирьох аспектів (рис. 3.18).

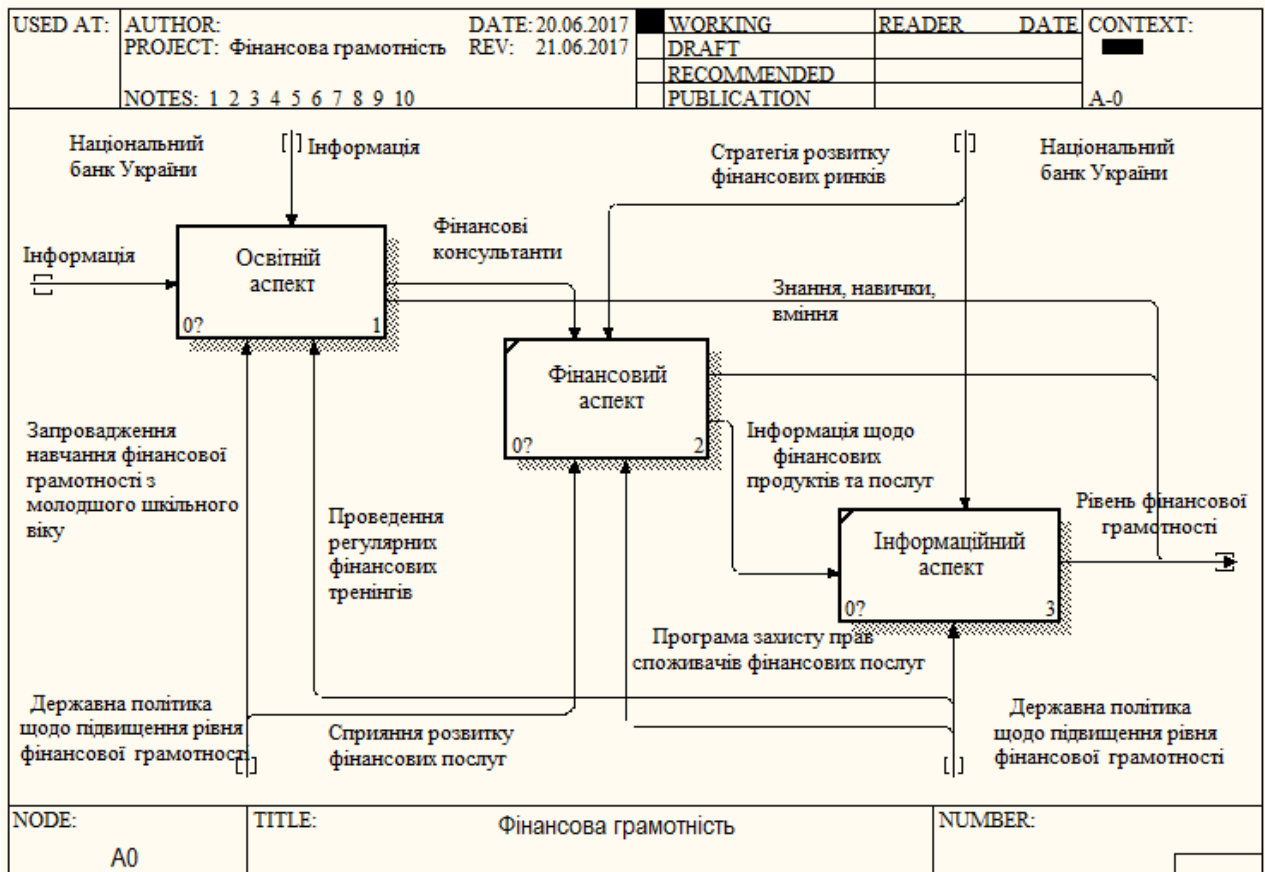


Рис. 3.18. Шляхи розвитку фінансової грамотності

Джерело: розроблено автором у середовищі Vpwin

Освітній аспект. На сьогодні населення користується невеликим обсягом наявних фінансових послуг, найпопулярнішими серед них є переказ грошових засобів через банківську установу (92%), оплата комунальних платежів через банк (72%), користування пластиковими картками чи банківськими рахунками (68%) та здійснення платежів через термінали (38%).

Отже, українці користуються лише найпростішими фінансовими послугами, оскільки мають лише базові знання та навички щодо фінансової грамотності. Тому, освітній аспект повинен бути одним із головних напрямів державної програми щодо підвищення рівня фінансової грамотності. Рівень фінансової освіченості окремої особи необхідно постійно, не залежно від віку, підвищувати. Знайомство з поняттям гроші та їх еквіваленти потрібно розпочинати з молодшого шкільного віку та продовжувати протягом усього життя. Тому роль навчальних закладів різного рівня відіграє велику роль, адже

повинні забезпечити знайомство суспільства з основами фінансової грамотності. Рухаючись у даному напрямі громадяни матимуть змогу постійно підвищувати рівень знань та компетентності у фінансовій сфері.

Фінансовий аспект. Постійний розвиток усіх секторів фінансових ринків та розширення переліку існуючих фінансових послуг та продуктів з метою їх більшої доступності та зрозумілості для усіх верств населення. Створювати зручні умови та сприяти розвитку приватному інвестуванню, залучаючи до проведення фінансових операцій якомога більше громадян. Також у даному аспекті важливо підготувати відповідних професіоналів (фінансових консультантів) які б мали високий рівень професіоналізму та були б конкурентоспроможні.

Інформаційний аспект. У даному блоці пропонується створювати різноманітні інститути (служби) діяльність яких пов'язана з популяризацією існуючих фінансових продуктів та послуг на ринку. Основними напрямками діяльності таких інститутів повинна бути допомога громадянам у вивченні фінансової грамотності (особливо молоді до 18 років); допомога молодим сім'ям; проведення уроків у школах й університетах; розробка онлайн-продуктів з підвищення фінансової обізнаності; підвищена увага до підготовки консультантів, які зможуть в будь-який момент проінформувати громадянина з будь-якого питання у сфері фінансів. Робота даних інститутів забезпечить поліпшення поінформованості суспільства щодо різноманітності фінансових послуг та особливостей їх використання. Отримані знання допоможуть населенню посилити впевненість у прийнятті рішень щодо вибору фінансових послуг.

Законодавчий аспект. У забезпеченні розвитку освітнього, фінансового та інформаційного аспекту надзвичайно важлива роль відводиться саме державі. Оскільки, лише за активної участі державних органів (шляхом впровадження різноманітних законодавчих документів) можливо здійснювати регулювання розвитку фінансових ринків та відповідальності їх учасників. Держава повинна працювати над стабілізацією економічної ситуації у країні та

відновленням довіри до фінансових установ з боку населення. Оскільки на сьогодні громадяни не мають упевненості у тому, що при виникненні конфліктної ситуації з фінансовою організацією правда буде на стороні громадянина, а не на фінансової установи.

Дослідженню реального стану вітчизняного фінансового ринку, а також аналізом фінансової політики щодо управління ним присвячено працю О. Гнатів [84]. Фінансовий ринок України можна назвати порівняно молодим, багато в чому його долю вирішив перехід країни з адміністративно – командної економіки до ринкової. За короткий час існування держава змогла розробити свою власну тактику поведінки на світовій фінансовій арені, але для подальшого розвитку в цій сфері країні заважає ряд факторів. Найбільша проблема – це українська нерозвиненість валютного ринку та ринку цінних паперів, саме цей сегмент не дозволяє державі розвиватися в потрібному напрямку. Та не дивлячись на існуючі проблеми на фінансовому ринку, останнім часом, з'явилися нові інструменти, такі як «криптовалюта» та «біткоїн». Зауважимо, їх поява обумовлена стрімким зростання економіки знань, що заснована на інноваційних технологіях, інтелектуальному капіталі, інформатизації та поширення електронних технологій.

Криптовалюта – це віртуальна цифрова валюта, яка захищена криптографією та заснована на новітніх інформаційних технологіях і неконтрольована жодним урядом [85, с. 33; 86, с. 31]. Найпершою, найбільш поширеною та найдорожчою криптовалютою є так званий «Bitcoin» (Біткоїн). Взагалі на сьогоднішній день на ринку існує 953 види криптовалют, загальний обсяг ринку становить 99,795,021,395 USD. У табл. 3.9 наведено десять криптовалют з максимальною ринковою капіталізацією.

На сьогоднішній день криптовалюта є більш надійною одиницею ніж золото, оскільки відсутній єдиний центр регулювання обігу криптовалют та немає можливості вносити зміни у існуючий алгоритм, їх максимальна кількість лімітована, що обумовлює відсутність інфляції. За останній рік темпи зростання цін криптовалют є вражаючими (рис. 3.19).

Капіталізація ринку криптовалют станом на 01.08.2017

№	Назва крипто-валюти	Ринкова капіталізація, дол.	Ціна, дол.	Кількість	Обіг за 24 год.
1	Bitcoin	\$42,067,810,269	\$2560.53	16,429,337 BTC	\$936,203,000
2	Ethereum	\$24,866,402,858	\$267.25	93,045,822 ETH	\$803,109,000
3	Ripple	\$9,821,013,432	\$0.25648	38,291,387,790 XRP	\$75,873,300
4	Litecoin	\$2,708,328,750	\$52.23	51,851,707 LTC	\$1,067,040,000
5	Ethereum Classic	\$1,655,277,383	\$17.75	93,256,640 ETC	\$69,646,200
6	NEM	\$1,578,852,000	\$0.175428	8,999,999,999 XEM	\$6,113,270
7	Dash	\$1,436,927,628	\$193.97	7,407,798 DASH	\$61,627,800
8	IOTA	\$1,069,343,670	\$0.384721	2,779,530,283 MIOTA	\$4,006,490
9	Monero	\$687,526,078	\$46.66	14,734,807 XMR	\$17,238,000
10	BitShares	\$600,199,182	\$0.231149	2,596,590,000 BTS	\$61,589,900

Джерело: сформовано автором за даними [87].

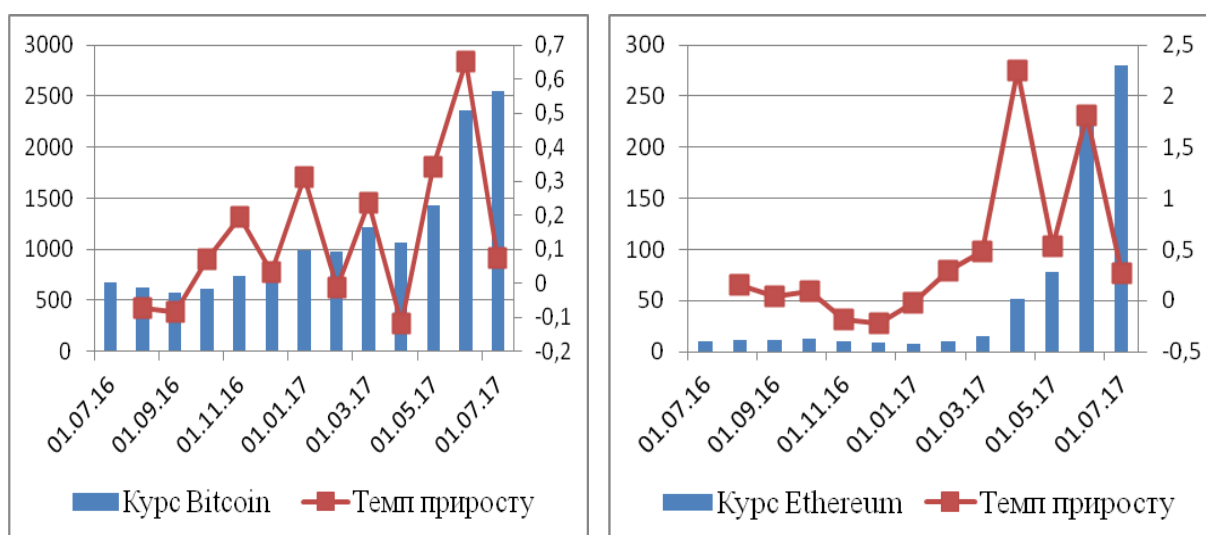


Рис. 3.19. Динаміка зміни курсу Bitcoin та Ethereum з липня 2016 р. по липень 2017 р.

Джерело: побудовано автором за даними [87]

Ціна на Bitcoin у липні 2017 р. порівняно з липнем 2016 р. зросла з

674,68 дол. до 2544,64 дол., тобто у 3,7 рази. Ще швидші темпи зростання демонструє *Ethereum* з 10,03 дол. до 279,84 дол. (зростання майже у 28 разів). Значне зростання за досліджуваними криптовалютами спостерігається у останні пів року. Така тенденція свідчить про стрімке зростання популярності криптовалют у світі, що в першу чергу зумовлено розвитком інформаційної інфраструктури мережі Інтернет. Проте *Bitcoin* був і залишається найпоширенішою криптовалютою на ринку про, що свідчать дані рис. 3.20.

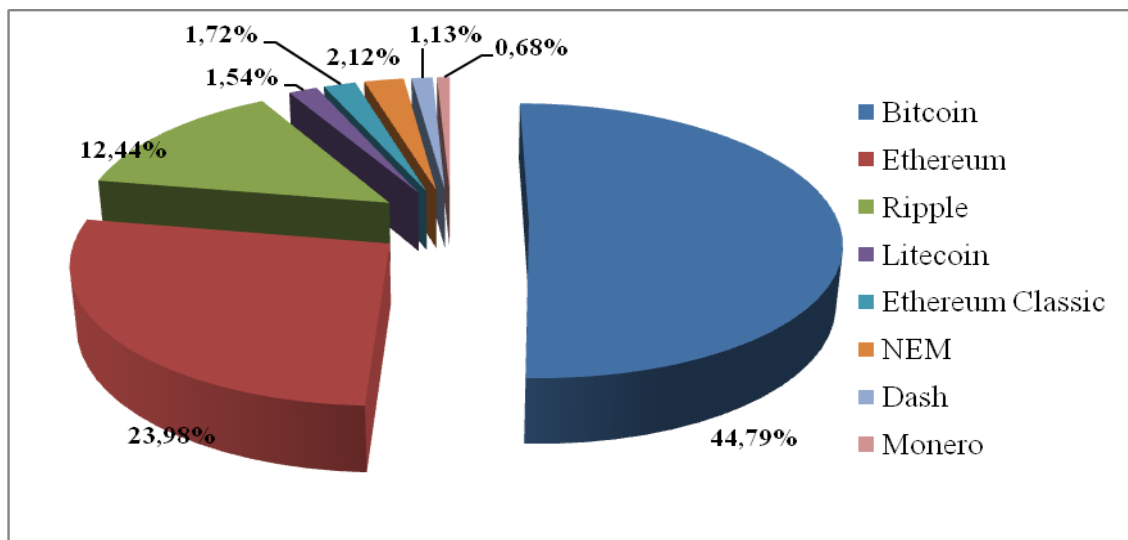


Рис. 3.20. Структура криптовалют з найбільшою ринковою капіталізацією на ринку

Джерело: побудовано автором за даними [87]

Останнім часом суб'єкти господарювання у своїй діяльності стикаються із різноманітними труднощами, що у першу чергу викликані валютною нестабільністю пов'язаною з кризовими ситуаціями в економіці. А оскільки, як зазначалося вище, криптовалютам не загрожує інфляція вони стають більш інвестиційно привабливими для сучасних підприємців.

На рис. 3.21 наведено динаміку ціни біткоїну. 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 разів), тоді як станом на 18.07.2017 р. – відповідно 313829260651 USD і

18737 USD (зростання порівняно з початком періоду у 138,5). Динаміка ціни біткоїну характеризується надзвичайною волатильністю.

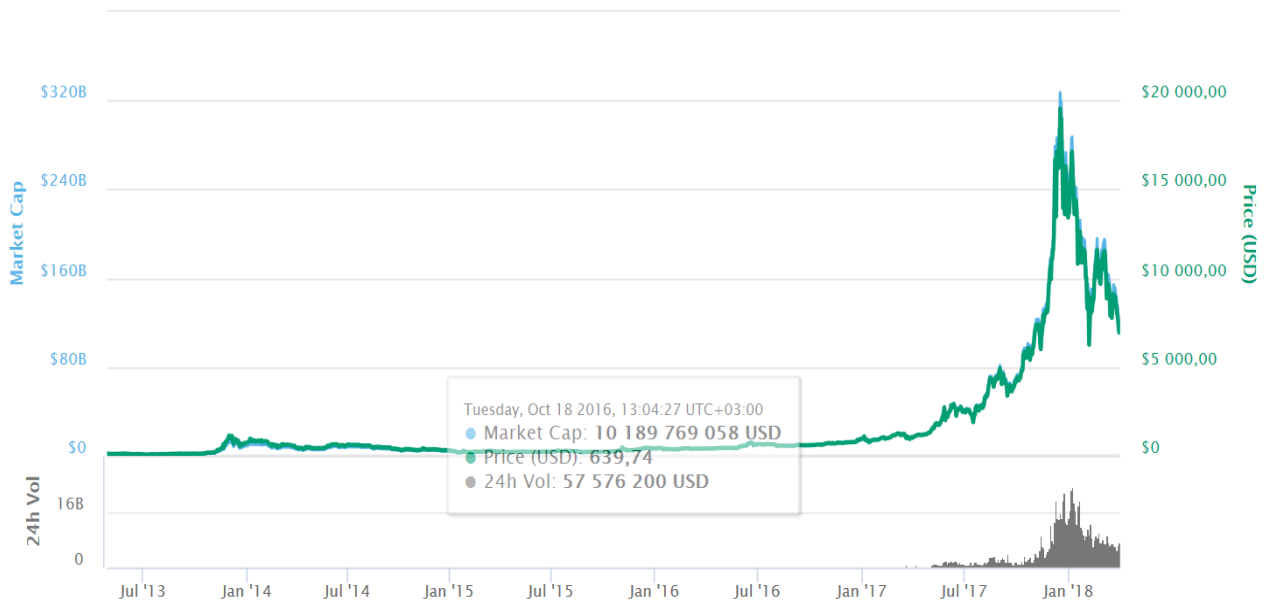


Рис. 3.21. Динаміка ціни біткоїну протягом 31.03.2013–31.03.2018

Джерело: побудовано за даними [88]

Тому на основі проведеного аналізу автором запропоновано алгоритм формування капіталу суб'єктів господарювання на основі нового інструменту фондового ринку, а саме на основі формування пакету криптовалют (рис. 3.22).

Запропонований алгоритм складається з трьох основних етапів. На першому етапі відбувається статистичний аналіз динаміки розвитку фінансового ринку далі за його результатами проводиться аналіз інструментів та оцінюється їх дохідність. І на третьому етапі відбувається формування пакетів інструментів, у даному випадку криптовалют, та на основі оптимізаційного моделювання обирається найкращий відповідно до встановлених обмежень.

Він складається з трьох основних етапів. На першому етапі відбувається статистичний аналіз динаміки розвитку фінансового ринку. Далі за його результатами проводиться аналіз інструментів та оцінюється їх дохідність. І на третьому етапі відбувається формування пакетів інструментів, у даному

випадку криптовалют, та на основі оптимізаційного моделювання обирається найкращий відповідно до встановлених обмежень.



Рис. 3.22. Алгоритм формування інвестиційного пакету криптовалют

Джерело: побудовано автором

Зазначене дає змогу стверджувати, що звична нам структура фінансового ринку, а саме його сегменти: кредитний, валютний та фондовий ринки, зазнали докорінних змін, тому вважаємо за доцільне виокремити додатковий структурний елемент – ринок електронних інструментів та послуг фінансового ринку, що значно компенсує недоліки існуючих та подає вагомі перспективи щодо стрімкого розвитку у майбутньому.

Рівень доходності криптовалюти визначається на основі результатів аналізу темпів зростання їх курсу та частки на фінансовому ринку. За результатами аналізу обирається 10–12 найдохідніших криптовалют та експертним шляхом, за допомогою методу Т. Сааті [89], визначається рівень їх доходності, а також формується пакет валют та розробляється декілька

варіантів розміщення фінансових ресурсів досліджуваного суб'єкту господарювання.

Висновки до розділу 3

1. На фондовому ринку України обертаються такі види деривативів: ф'ючерсні контракти та опціонні сертифікати. Вони представлені такими фінансовими інструментами: 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). Позабіржовий ринок деривативів є більш капіталізованим монополізованим порівняно з біржовим.

2. Обґрунтовано часові лаги фракталів, які пояснюють зміну динаміки валютного курсу та їх вплив на кругообіг фінансового капіталу. Системна криза на валютному ринку України виникла протягом 2012–2014 рр. із піком наприкінці зазначеного періоду. Станом на поточний час її не подолано, але ситуація змінюється в позитивному напрямі. Для зупинення девальваційних процесів і забезпечення заходів з регулювання валютного ринку доцільно пом'якшити умови ведення бізнесу, удосконалити методикку кількісного та якісного прогнозування валютних курсів НБУ для згладжування надмірних курсових коливань і напрацювання нових правил роботи на валютному ринку в умовах гнучкого курсоутворення, формування системи інструментів страхування від валютних ризиків, нарощування міжнародних резервів до безпечного рівня тощо.

3. Визначено технології електронної торгівлі цінними паперами на біржовому та позабіржовому ринках України, які нівелюють відмінності між ними. Використання Інтернет-трейдингу та онлайн-брокериджу має великий позитивний вплив на розвиток фінансового ринку через упровадження віддаленого доступу до торгів цінними паперами, що розширює коло суб'єктів

та інструментів операцій, стимулює інвестиційний попит, сприяє формуванню фінансової грамотності населення, яке отримує альтернативу розміщення коштів поза межами банківських установ.

4. За отриманими результатами у процесі дослідження можна стверджувати, що в Україні розпочата робота щодо підвищення рівня фінансової грамотності громадян, але її рівень на сьогодні залишається ще досить низьким. Тож варто продовжувати у тому ж напрямі та проводити послідовну державну політику, спрямовану на підвищення фінансової грамотності населення. Пріоритетними напрямками мають бути докорінна перебудова системи освіти шляхом упровадження необхідних інструментів для підвищення грамотності ще з молодшого шкільного віку.

5. Важливим завданням підприємств у сучасних умовах розвитку національної економіки стає формування фінансового капіталу, який відіграє провідну роль у функціонуванні будь-якого суб'єкта господарювання. Для успішного вирішення цього завдання необхідно здійснювати ефективне управління наявними фінансовими ресурсами. Саме звернення до ринку криптовалют надає сучасним підприємцям можливість доступу до нових джерел залучення та формування фінансових ресурсів.

Список використаних джерел до розділу 3

1. Про похідні фінансові інструменти (деривативи): Проект Закону України. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/4668-17>.
2. 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.
3. Похідні фінансові інструменти (деривативи). URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=123545.

4. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 13 «Фінансові інструменти»: Наказ Міністерства фінансів України від 30.11.2001 № 559. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z1050-01>.

5. Буй Т. Фінансовий інжиніринг на ринку корпоративних боргових цінних паперів України. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2009. Вип. 116. С. 33–38.

6. Про затвердження Порядку реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 23.03.2017 № 209. URL: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/RE30393.html.

7. Барінова М. Є. Запровадження та використання похідних фінансових інструментів на вітчизняному фондовому ринку. *Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво*. 2010. № 4. С. 7–11.

8. Шапошников К. С. Інноваційна культура як провідний чинник розвитку інноваційних процесів у національній економіці. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія: Економічні науки*. 2013. Вип. 3. С. 126–129.

9. Колодізев О. М., Коцюба О. В. Аналіз перспектив розвитку ринку деривативів в Україні з урахуванням вирішення проблеми його нормативно-правового регулювання. *Проблеми економіки*. 2016. № 1. С. 242–248.

10. Про затвердження Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів: Постанова Кабінету Міністрів України від 19.04.1999 № 632. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/632-99-%D0%BF>.

11. Про затвердження Порядку реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії: Рішення НКЦПФР від 23.03.2017 № 209. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0525-17>.

12. Про затвердження Положення про порядок погодження Національним банком України типових (зразкових) форм деривативів:

Постанова Національного банку України від 04.12.2014 № 793. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/v0793500-14>.

13. Про інститути спільного інвестування : Закон України від 05.07.2012 № 5080-VI. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>.

14. Податковий кодекс України : Закон України від 02.12.2010 № 2755-VI. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>.

15. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : Закон України від 30.10.1996 № 448/96-ВР. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80/page?text=%E7%E0%F5%E8%F1%F2>.

16. Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення : Закон України від 14.10.2014 № 1702-VII. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1702-18>.

17. Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2017 рік. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/rtchniy-zvt-nktsprf-za-2017-rk/>

18. Яременко О. О. Вплив валютного регулювання на фондовий ринок в Україні. *Ефективна економіка*. 2010. № 9. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2010_9_27.

19. Приступа Т. В. Європейська валютно-фінансова інтеграція: проблеми і перспективи для України. *Фінансовий простір*. 2014. № 2. С. 137–141.

20. Салига К. С., Писаренко Г. А. Система формування фінансових ресурсів підприємства. *Ефективна економіка*. 2011. № 3. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2011_3_11.

21. Масленко О. С. Світова валютно-фінансова система як складова нового гео економічного простору. *Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету. Економічні науки*. 2014. Вип. 25. С. 262–267.

22. Медведкіна Є. О., Золотько В. А. Валютні дисбаланси та монетарні процеси в Україні в контексті забезпечення фінансової безпеки. *Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі. Серія: Економічні науки*. 2013. № 2. С. 81–87.

23. Черемісова Т. А. Міжнародні фінансові відносини та валютний ринок в умовах глобалізації. *Вісник соціально-економічних досліджень*. 2013. Вип. 2(1). С. 195–201.

24. Казарінов Д. В. Особливості розвитку валютного регулювання в Україні в умовах фінансової глобалізації. *Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту. Серія: Економіка і менеджмент*. 2012. № 2. С. 120–133.

25. Ярошевська О. В. Паритет валют як віддзеркалення стану фондових ринків світу і руху капіталу. *Економіка та держава*. 2018. № 2. С. 56–61.

26. Національний банк України (2011–2017), Офіційний курс гривні щодо іноземних валют. URL: <https://bank.gov.ua/control/uk/curmetal/-detail/currency?period=daily>.

27. Мещеряков А. А., Сопотян С. В. Проблеми розвитку валютного ринку України в контексті забезпечення фінансової безпеки. *Вісник Академії митної служби України. Серія: Економіка*. 2014. № 1. С. 40–45.

28. Федулова С. О. Вплив «капіталу» як фактора економічного зростання на економічну безпеку України шляхом «валютизації» економіки. *Економічний вісник ДВНЗ «Український державний хіміко-технологічний університет»*. 2015. № 1. С. 81–84.

29. Аптекарь С. С., Дорохольский В. В. Використання управління капіталом як методу регулювання інвестиційних ризиків на валютному ринку. *Економіка промисловості*. 2013. № 1–2. С. 123–129.

30. Дзюблюк О., Владимир О. Іноземний капітал у банківській системі

України: вплив на розвиток валютного ринку та діяльність банків. *Вісник Національного банку України*. 2014. № 5. С. 26–33.

31. Ігнатишин М. В., Ігнатишин М. І. Технічний аналіз прогнозованості валютного курсу в Україні. *Науковий вісник Мукачівського державного університету. Серія: Економіка*. 2015. Вип. 1. С. 230–236.

32. Кишакевич Б. Ю., Юзьв'як О. А. Оцінювання економічного капіталу банку для валютних ризиків на основі VaR технологій. *Економічний простір*. 2015. № 102. С. 113–123.

33. Колдовський А. В. Оптимальний рівень золотовалютних резервів як метод страхування «раптової зупинки» припливу капіталу в системі валютного регулювання. *Інноваційна економіка*. 2013. № 3. С. 284–290.

34. Мархвінська С. М. Глибинні причини дисбалансів у національній економіці в контексті розвитку вітчизняного банківського сектора. *Бізнес-Інформ*. 2016. № 4. С. 239–243.

35. Роговська-Іщук І. В. Оптимізація результатів валютних операцій з використанням технічного аналізу. *Вісник Чернівецького торговельно-економічного інституту. Економічні науки*. 2009. Вип. 3. С. 278–282.

36. Юрченко Т. В. Організаційно-методичні засади обліку внесків до статутного капіталу в іноземній валюті. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія: Економічні науки*. 2014. Вип. 6 (5). С. 219–222.

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. С. 50–52.

38. Гурочкіна В. В. Закономірності та тенденції розвитку підприємств з іноземним капіталом. *Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України*. 2011. № 2. С. 79–87.

39. Ярошевська О. В. Технічний аналіз впливу кругообігу фінансового капіталу на валютну стабільність в Україні. *Бізнес Інформ*. 2018. № 1. С. 273–279.

40. Національний банк України: Стан міжнародних резервів та ліквідність в іноземній валюті. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/-document?id=46944>.

41. Глущевський В. В., Ісаєнко О. М., Ісаєнко О. О. Інформаційно-ентропійний аналіз системи показників торгів на фондовій біржі. *Моделювання та інформаційні системи в економіці*. 2012. Вип. 87. С. 88–100.

42. Бірюк С. О. Біржова компонента інформаційного середовища вітчизняного фондового ринку. *Економіка та держава*. 2016. № 8. С. 44–47.

43. Котенко Т. М. Проблеми й перспективи розвитку фондових бірж в Україні. *Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету. Економічні науки*. 2010. Вип. 18(1). С. 392–395.

44. Мошенський С. З. Київська товарно-фондова біржа: операції з цінними паперами в ХІХ – на початку ХХ ст. *Вісник Житомирського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки*. 2013. № 4. С. 199–207.

45. Голомб В. Періодичні кризи на фондових біржах з погляду гіпотез ефективного і фрактального ринків. *Ринок цінних паперів України. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку*. 2009. № 9–10. С. 71–76.

46. Косова Т. Д., Ярошевська О. В. Фондова електронна торгівля цінними паперами: вплив на розвиток фінансового ринку України. *Економіка та держава*. 2017. № 2. С. 7–10.

47. Солодкий М. О. Стан та шляхи розвитку електронної біржової торгівлі на фондових та товарних біржах країни. *Агросвіт*. 2010. № 20. С. 5–7.

48. Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні : Закон України від 10.12.1997 № 710/97-ВР. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/710/97-%D0%B2%D1%8> : [Закон втратив чинність на підставі Закону № 5178-VI від 06.07.2012, ст. 17].

49. Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж: Рішення НКЦПФР від 22.11.2012 № 1688. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12>.

50. Квіта Г. М., Писанець К. К., Бігма Д. С. Тенденції розвитку торгівлі цінними паперами на фондових біржах. *Технології та дизайн*. 2015. № 4. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/td_2015_4_18.

51. ПФТС (2016): Інтернет-трейдинг. URL: <http://www.pfts.ua/uk/int-trade/>

52. Магомедов Р. Кризис – время для новых идей. *INternet TRADING*. 2013. № 8. С. 6–11.

53. Українська біржа (2016). URL: <http://www.ux.ua/s204>.

54. Фондова біржа «Перспектива» (2016). URL: <http://fbp.com.ua/-EMS.aspx>.

55. Сущенко О., Адамова А. Характерні особливості та тенденції розвитку фондових бірж в сучасних умовах. *Ринок цінних паперів України. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку*. 2010. № 9–10. С. 69–80.

56. Yaroshcvska 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.

57. 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.

58. Никитенко О. К. Елементи та структура українського фінансового ринку. *Економіка: реалії часу*. 2013. № 2 (7). С. 241-251.

59. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан та перспективи розвитку : монографія. Суми : ВВП «Мрія-1» ЛТД, УАБС НБУ, 2008. 348 с.

60. Николишин І. Ю., Зізяк Н. В. Роль та значення фінансового ринку в фінансовій системі України. *Молодий вчений*. 2014. № 7 (10). С. 53–55.

61. Лук'янов В. С. Зародження ринку криптовалюти в інформаційно-мережевій парадигмі. *Альтернативні проблеми економіки*. 2014. № 8 (158). С. 436–441.

62. Желюк Т., Бречко О. Використання криптовалюти на ринку платежів: нові можливості для національних економік. *Вісник Тернопільського національного економічного університету*. 2016. № 3. С. 50–60.

63. Яцик Т. В. Методика фінансового обліку криптовалюти як особливого виду електронних грошей. *Молодий вчений*. 2017. № 2 (42). С. 349–354.

64. Васильчак С. В., Куницька-Іляш М. В., Дубина М. П. Використання криптовалют в сучасних економічних системах України: перспективи та ризики. *Науковий вісник ЛНУВМБТ імені С. З. Гжицького*. 2017. Т 19. № 76. С. 19–25.

65. Ярошевська О. В. Формування капіталу суб'єктів господарювання засобами електронних інструментів фінансових ринків. *Інвестиції: практика та досвід*. 2018. № 3. С. 17–21.

66. Спільна заява фінансових регуляторів щодо статусу криптовалют в Україні. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/2017/11/30/splyna-zayava-fnansovih->

regulyatorv-shtodo-statusu-kriptovalyut-v-ukran/

67. Про Національний банк України : Закон України від 20.05.1999 № 679-XIV. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/679-14>.

68. Проект Закону про обіг криптовалюти в Україні № 7183 від 06.10.2017. URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=62684.

69. Система електронної торгівлі арештованим майном. URL: <http://setam.gov.ua/electronic-auction>.

70. 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.

71. Юрій С. І., Кізима Т. О. Фінансова грамотність населення в діалектиці сучасних освітніх тенденцій. *Фінанси України*. 2012. № 2. С. 16–25.

72. Захаркіна Л. С., Катериніна К. П. Підвищення рівня фінансової грамотності населення України. *Економічний форум*. 2014. № 4. С. 200–207.

73. Смовженко Т. С., Кузнєцова А. Я. Фінансова грамотність населення та її вплив на розвиток економіки України. *Регіональна економіка*. 2013. № 2(68). С. 34–42.

74. Соркін І. В. Методологічні засади розроблення стратегічних документів щодо фінансової грамотності. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2013. Вип. 2. С. 301–309.

75. Приходько Б. В. Теоретико-методологічні засади координації грошово-кредитної та бюджетно-податкової політики. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2013. Вип. 2. С. 248–259.

76. Кізіма Т., Шаманська О. Фінансова грамотність населення і фінансова поведінка домогосподарств: аспекти взаємовпливу. URL: <http://dspace.tneu.edu.ua/bitstream/316497/5038/1/Кізіма Т..pdf>.

77. Офіційний сайт Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

78. Програма розвитку фінансового сектору (USAID/FINREP-II). URL: http://www.finrep.kiev.ua/structure/finedu/general_ua.php.

79. Про схвалення Стратегії реформування системи захисту прав споживачів на ринках фінансових послуг на 2012–2017 роки : Розпорядження Кабінету Міністрів. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/867-2012-%D1%80>.

80. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=43352266>.

81. Фінансова грамотність українців. URL: <http://finance.liga.net>.

82. Крутова А. С., Нестеренко О. О. Мультифункціональна модель опису фінансового капіталу в інтегрованому звіті. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2017. Вип. 2. С. 397–404.

83. Метод «Діаграма Ісікави». URL: http://nspt.ru/sites/default/files/isikava_0.pdf.

84. Гнатів О. А. Фінансовий ринок України: сучасний стан і напрями розвитку. *Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України*. 2014. Вип. 40. С. 82–89. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/pprbsu_2014_40_11.

85. 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.

86. Ярошевська О. В. Особливості валютно-фінансових криз в умовах віртуалізації фондового ринку. *Moderní vymoženosti vedy – 2018*: materiály XIV

Mezinárodní vědecko-praktická konference (Praha, 22–30 ledna 2018). Praha, Publishing House «Education and Science», 2018. С. 30–32.

87. Crypto Currency Market Capitalizations. 2017. URL: <http://coinmarketcap.com>.

88. Bitcoin Charts. URL: <https://coinmarketcap.com/currencies/bitcoin/>

89. Трунова О. В. Застосування методу Сааті при прийнятті управлінських рішень. *Вісник Чернігівського національного педагогічного університету. Педагогічні науки*. 2013. Вип. 108.1. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/VchdpuP_2013_1_108_34.

РОЗДІЛ 4 МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ

4.1. Аналітичне забезпечення оцінки інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання на фондовому ринку

Формування ринкових відносин потребує від кожного учасника підприємницької діяльності уміння адекватно аналізувати економічну інформацію та приймати виважені управлінські рішення щодо інвестування своїх ресурсів у суб'єкти господарювання з метою одержання прибутку [1, с. 107]. Одним із інструментів оцінювання конкурентоспроможності підприємства є аналіз його інвестиційної привабливості з позицій учасників фондового ринку. З цією метою проводиться комплексне вивчення економічної діяльності підприємства з метою оцінки його вартості підприємства, ліквідності, фінансової стійкості, фінансових результатів, вхідних і вихідних грошових потоків за видами діяльності (операційна, фінансова, інвестиційна).

Оцінка інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання на фондовому ринку є основою прийняття інвестиційних рішень, орієнтованих на реалізацію їх місії і досягнення стратегічних завдань. Інвестиційний аналіз є невід'ємною частиною розробки практично всіх бізнес-процесів та суттєвим елементом обґрунтування фінансової політики виходу на фондові ринки. Він проводиться за допомогою фінансово-економічного, статистичного, кореляційно-регресійного аналізу за даними бізнес-планів, фінансової звітності, фінансових нормативів та індикаторів фондового ринку.

Система управління формуванням капіталу суб'єктів господарювання складається з таких блоків: стратегічне фінансове планування, оперативний облік і аналіз, моніторинг стану і тенденцій фондового ринку, аудит ефективності отриманих результатів. Фінансове планування визначає напрям і

зміст діяльності суб'єктів господарювання на фондовому ринку; облік і аналіз забезпечує збір, систематизацію та узагальнення даних, необхідних для управління портфелем інвестицій і залученим капіталом; у процесі оперативного аналізу виконують первинну обробку економічних даних, націлену на прийняття необхідних інвестиційних рішень.

Фінансове планування є основою розробки стратегії поведінки підприємства на фондовому ринку, оскільки дозволяє адаптуватися до мінливих умов внутрішнього і зовнішнього середовища, визначити конкурентну позицію підприємства, оцінити його сильні і слабкі сторони, загрози і можливості, спрогнозувати перспективний фінансовий стан,

Оперативний облік і аналіз є ланцюгом, який поєднує фінансову стратегію і фінансову тактику, між якими має бути забезпечений зворотний зв'язок. Фінансова стратегія повинна мати чіткий довгостроковий характер, але альтернативи її реалізації можуть коректуватися за наслідками оцінки поточної ситуації з фінансовим станом суб'єкта господарювання і динамікою фондового ринку. Об'єктами оперативного обліку і аналізу є: курси цінних паперів, процентні ставки залучення і розміщення капіталу, обсяг фінансових доходів і витрат, грошові потоки фінансово-інвестиційної діяльності, отримані і сплачені дивідендні виплати, дивідендний вихід тощо. Тактичні управлінські рішення ґрунтуються на постійному аналізі різноманітних варіантів залучення капіталу і використовуваних для цього фінансових інструментів і обґрунтуванні найкращого з позицій довгострокового розвитку суб'єкта господарювання.

Завершальним етапом процесу управління формуванням капіталу суб'єктів господарювання є аудит ефективності фінансово-інвестиційної діяльності, який здійснюється службами внутрішнього аудиту і незалежними аудиторськими фірмами. Зміст аудиторських послуг зводиться не лише до підтвердження достовірності фінансової звітності, але і до ідентифікації зон можливих ризиків діяльності підприємства на фондовому ринку, адекватності заходів із їх страхування, оцінки інвестиційної якості фінансових інструментів в активі і пасиві балансу підприємства, визначення їх поточної і перспективної

ринкової вартості.

При проведенні оцінки формування капіталу суб'єктів господарювання доцільно поєднувати статичні і динамічні методи дослідження: на першому етапі – зафіксувати поточний фінансовий стан; на другому – виявити тенденції і закономірності залучення капіталу та управління ліквідністю; на третьому – провести екстраполяцію виявлених тенденцій у майбутнє; на четвертому – провести їх логічний аналіз і скоректувати на чинники впливу внутрішнього і зовнішнього середовища, активна дія яких прогнозується у майбутньому.

Оцінка інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання має визначатися такими факторами: вартість капіталу у майновій структурі; ліквідність і платоспроможність; ділова активність; вартість капіталу у фінансовій структурі, прибутковість та рентабельність. Перелік показників, які характеризують зазначені фактори, наведено в табл. 4.1.

Фінансова робота на підприємстві, насамперед, спрямована на створення фінансових ресурсів для розвитку з метою забезпечення зростання рентабельності, інвестиційної привабливості, збільшення результативності фінансово-господарської діяльності підприємства. Важливою складовою цієї роботи є організація виходу підприємства на фондові ринки, обґрунтування доцільності емісійної діяльності, вибір фінансових інструментів залучення капіталу, визначення параметрів емісії, формування емісійного проспекту тощо.

Ліквідність цінних паперів та підприємства загалом є важливою передумовою залучення інвестора. Поняття ліквідності активів визначається швидкістю перетворення в кошти, у т. ч. шляхом продажу, погашення дебіторської заборгованості, а ліквідність підприємства – це здатність покривати поточні зобов'язання поточними активами [2, с. 191]. За ступенем ліквідності активи поділяють на чотири групи: А1 – найбільш ліквідні, А2 – такі, що швидко реалізуються, А3 – такі, що повільно реалізуються, А4 – такі, що важко реалізуються (табл. 4.2).

Таблиця 4.1

Основні розрахункові коефіцієнти фінансового аналізу для оцінки інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання на фондовому ринку

Показник	Ознаки, які характеризує	Достатній рівень (позитивна тенденція)
1	2	3
1. Вартість капіталу у майновій структурі		
Сума капіталу	капіталізацію підприємства	зростання
Сума фізичного зношення основних засобів	стан амортизації основних засобів	зниження
Коефіцієнт оновлення основних засобів	оновлення основних засобів	стабільне значення
Коефіцієнт вибуття основних засобів	фізичне і моральне зношення основних засобів	
2. Аналіз ліквідності та платоспроможності		
Коефіцієнт загальної ліквідності	платоспроможність підприємства в середньостроковому періоді	>2
Коефіцієнт швидкої ліквідності	платоспроможність підприємства в короткостроковому періоді	0,7–0,8
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	миттєву платоспроможність	0,2–0,35
Сума власних оборотних коштів	Показує наявні власні кошти для оперативної діяльності	зростання

Закінчення табл. 4.1

1	2	3
3. Оцінка ділової активності		
Загальний коефіцієнт оборотності	кількість оборотів, що здійснює оборотний капітал за період	зростання
Період обороту запасів	відволікання фінансового капіталу у запаси	скорочення
Період обороту дебіторської заборгованості	середній період погашення дебіторської заборгованості	
Період обороту кредиторської заборгованості	середній період кредитування постачальниками підприємства	скорочення
4. Вартість капіталу у фінансовій структурі		
Коефіцієнт автономії	залежність підприємства від зовнішніх джерел формування капіталу	>0,5
Коефіцієнт співвідношення позикового та власного капіталу	залежність підприємства від зовнішніх джерел фінансування	< 0,7
Коефіцієнт забезпеченості оборотних коштів власним капіталом	наявність у підприємства власних оборотного капіталу	> 0,1
Коефіцієнт маневреності власного оборотного капіталу	спроможність підприємства поповнювати оборотні кошти за рахунок власного капіталу	0,2–0,5

Джерело: власна розробка.

Типи ліквідності підприємства

Абсолютно ліквідне	Ліквідне	Відносно неліквідне	Абсолютно неліквідне
$A1 > П1$	$A1 < П1$	$A1 < П1$	$A1 < П1$
$A2 > П2$	$A2 > П2$	$A2 < П2$	$A2 < П2$
$A3 > П3$	$A3 > П3$	$A3 > П3$	$A3 < П3$
$A4 < П4$	$A4 > П4$	$A4 > П4$	$A4 > П4$

Джерело: власна розробка.

Таблицю побудовано матрично-позиційним способом. Ознакою абсолютної ліквідності підприємства є перевищення вартості перших трьох груп активів над першими трьома групами пасивів. Четверта група пасивів має перевищувати четверту групу активів. Це означає, що підприємство має додатну суму власного оборотного капіталу. У разі, коли підприємство класифікується як ліквідне, перша група активів менша за першу групу пасивів, а четверта група активів більше четвертої групи пасивів. У даній ситуації високоліквідних коштів бракує для погашення поточних зобов'язань і підприємство має від'ємну вартість власного оборотного капіталу (власного капіталу не вистачає для повного фінансування необоротних активів, тому їх частина і весь оборотний капітал покривається залученим і запозиченим капіталом). У відносно неліквідного підприємства на додаток до вищеописаних ознак додається протилежний знак нерівності між другою групою активів і пасивів (вартість дебіторської заборгованості і товарів перевищує величину короткострокових зобов'язань). Критичною ситуацією стану ліквідності є таке співвідношення, коли перші три групи активів менше перших трьох груп пасивів, а вартість четвертої групи активів перевищує вартість четвертої групи пасивів. Порівняння категорій ліквідності і платоспроможності суб'єктів господарювання дозволяє зробити висновок, що остання є вужчим поняттям, яке вимірюється співвідношенням високоліквідних активів і поточних зобов'язань.

Тому ототожнення ліквідності і платоспроможності суб'єктів

господарювання є помилковим за рахунок наявності неліквідних активів й короткострокової дебіторської заборгованості. Операції суб'єктів на кредитному і фондовому ринках створюють можливості регулювання ліквідності підприємства. Механізм такого регулювання представлено на рис. 4.1.

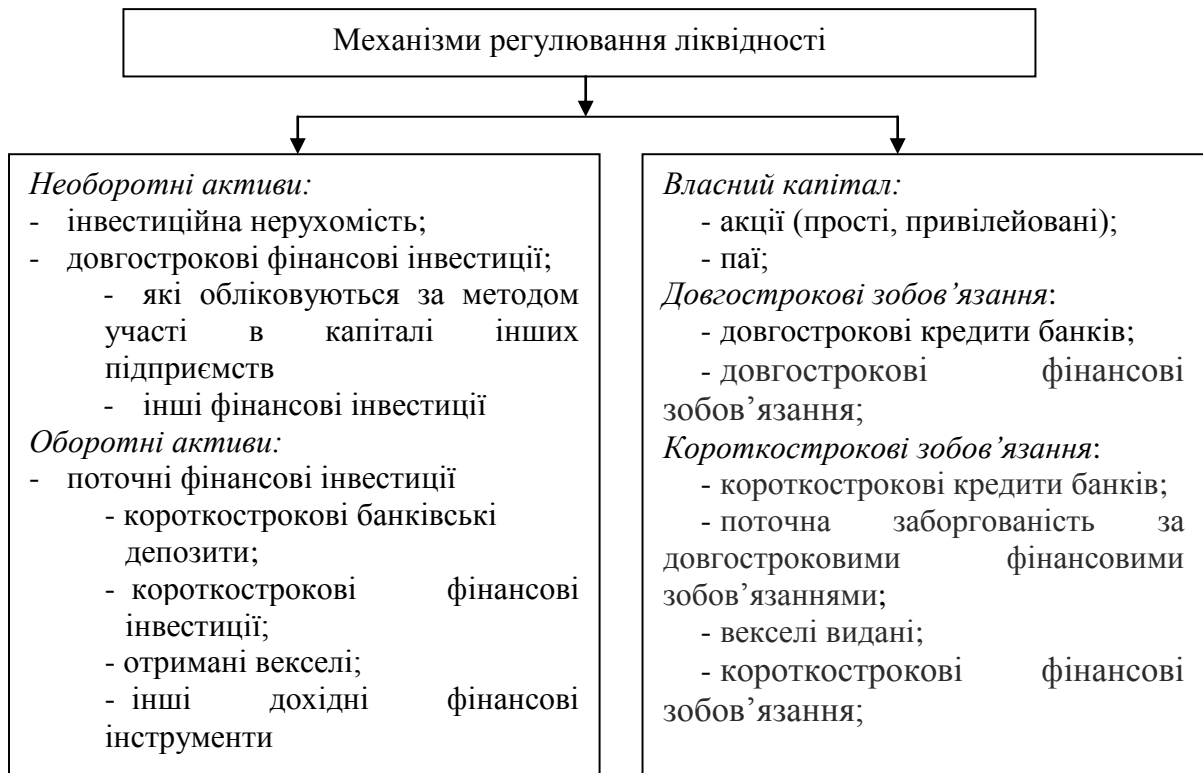


Рис. 4.1. Кредитно-фондові механізми регулювання ліквідності підприємства

Джерело: побудовано за даними [3]

Механізми регулювання ліквідності підприємства мають бути узгоджені з механізмами регулювання фінансової стійкості, яка пов'язана зі структурою пасиву балансу (власний капітал та зобов'язання (довгострокові і короткострокові), власний капітал та довгострокові зобов'язання, довгострокові зобов'язання та короткострокові зобов'язання). Результати оцінки фінансової стійкості суб'єкта господарювання безпосередньо впливають на вибір фінансової стратегії, у тому числі на фондовому ринку – на прийняття рішень про емісію: акцій і продаж паїв (зростання власного капіталу), довгострокових облігацій і довгострокових векселів (зростання довгострокових зобов'язань),

короткострокових облігацій і короткострокових векселів (зростання короткострокових зобов'язань).

Рушійним мотивом створення суб'єктів господарювання є бажання власників отримувати прибуток на вкладений капітал. Ця теза є 100-відсотково вірною для пайових підприємств. Для акціонерних товариств існують додаткові застереження, пов'язані з тим, що винагороду з чистого прибутку можуть отримувати не лише власники (акціонери), але й деякі стейкхолдери – менеджери вищої ланки, інші наймані працівники у разі прийняття такого рішення загальними зборами акціонерів [4, с. 239]. Враховуючи неоднорідний склад акціонерів та їх частку в статутному капіталі, яка значно варіює, може скластися така ситуація, коли Положення про дивідендну політику захищає інтереси мажоритарних власників.

Існують різні підходи до визначення критеріїв оптимізації співвідношення власного і запозиченого капіталів суб'єктів господарювання: зростання вартості підприємства, максимізація вартості його акцій, раціональне співвідношення рентабельності власного капіталу і фінансової стійкості підприємства. Методами оптимізації структури капіталу є: багатоваріантні розрахунки рівня фінансової рентабельності при різній структурі капіталу через ефект фінансового важеля; оцінка власного і запозиченого капіталів за різних умов їх формування з метою визначення реальної ринкової вартості підприємства; диференційований вибір джерел фінансування різних складових необоротних і оборотних активів (з розбиттям їх на постійну і змінну частини). Основними критеріальними показниками оптимізації цільової структури капіталу є: максимізація рентабельності власного капіталу за умови забезпечення необхідного рівня фінансової стійкості та платоспроможності [5, с. 121].

Критична оцінка праць Безгінової Л.І. [6], Квасницької Р.С. [7], Крамаренко Г.А., Чорної О. Є. [8; 9] дозволив дійти висновку, що процес управління активами і пасивами підприємства описується категорією левериджа (англ. *leverage* – важіль, засіб досягнення мети), заснованого на

оцінці структури капіталу (фінансовий леверидж), майна (майновий леверидж), умовно-постійних і умовно-змінних витрат (операційний леверидж). Для одночасного позитивного впливу фінансового важеля на рентабельність власного капіталу і на фінансову стійкість необхідно забезпечити ефективне співвідношення між високоліквідним і ліквідним забезпеченням зобов'язань підприємства. Поглиблений розрахунок рівня фінансового важеля передбачає не лише оцінку структури фінансування майна підприємства, але і майнової структури підприємства у частині співвідношення активів у грошовій і негрошовій формах. Відокремлення грошових активів підприємства від активів у негрошовій формі, надає підґрунтя для розрахунку грошової забезпеченості покриття зобов'язань щодо запозиченого капіталу підприємства.

Показник прибутковості інвестиційного капіталу розраховується за формулою:

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{IC} \times 100\% \quad (4.1)$$

де $ROIC$ – коефіцієнт рентабельності інвестованого капіталу;
 $NOPLAT$ – чистий операційний прибуток після сплати податків;
 IC — інвестований капітал.

Фінансовий важіль у фінансовій структурі капіталу підприємства ($\Phi B_{ф.стр.к.}$) розраховується за формулою:

$$\Phi B_{ф.стр.к.} = \frac{З}{BK} \quad (4.2)$$

де $З$ – зобов'язання підприємства;
 BK – сукупний власний капітал підприємства.

Фінансовий важіль в майновій структурі капіталу підприємства ($\Phi B_{м.стр.к.}$) розраховується за формулою:

$$\Phi B_{м.стр.к.} = \frac{M_{гр.ф.}}{M_{не гр.ф.}} \quad (4.3)$$

де $M_{гр.ф.}$ – майно в грошовій формі;

$M_{не гр.ф.}$ – майно в не грошовій формі.

Фінансова стійкість підприємства забезпечується переважним рівнем фінансового важеля в майновій структурі капіталу порівняно з фінансовим важелем його фінансової структури. На основі цього твердження ми можемо записати:

$$\Phi B_{ф.стр.к.} < \Phi B_{м.стр.к.} \quad (4.4)$$

Тоді коефіцієнт співвідношення показників фінансового важеля у майновій і фінансовій структурі капіталу розраховується за формулою:

$$k_c = \frac{\Phi B_{м.стр.к.}}{\Phi B_{ф.стр.к.}} > 1. \quad (4.5)$$

Значення цього коефіцієнта має перевищувати 1, а в іншому випадку характеризуватися позитивною динамікою.

Дослідження фінансового важеля має супроводжуватися моніторингом абсолютної ліквідності, який розраховується за формулою:

$$K_{л.а.} = \frac{ГК + КВФ}{ПЗ} = \frac{M_{гр.ф.}}{ПЗ}, \quad (4.6)$$

де $ГК$ – грошові кошти в національній та іноземній валюті;

$КВФ$ – короткострокові фінансові вкладення (інвестиції);

$ПЗ$ – поточні зобов'язання;

$M_{гр.ф.}$ – активи (майно) в грошовій формі.

Рекомендоване значення $K_{л.а.}$ варіює в інтервалі $[0,2; 0,35]$, це означає, що у кожний конкретний період часу грошові кошти та їх еквіваленти мають бути достатні для погашення від 20% до 35% поточних зобов'язань.

Алгоритм аналізу ефективності управління капіталом підприємства наведено на рис. 4.2.

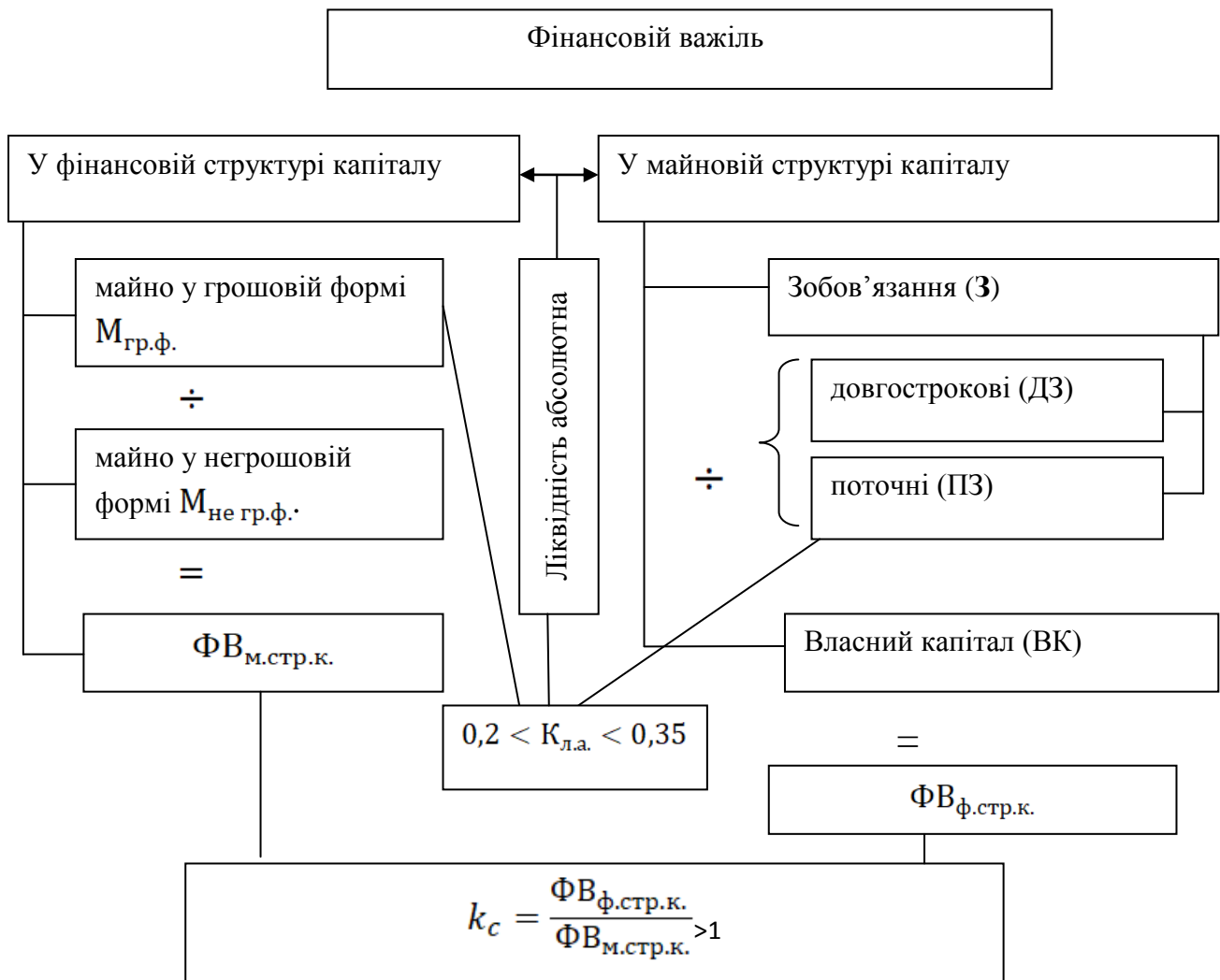


Рис. 4.2. Алгоритм аналізу ефективності управління капіталом підприємства

Джерело: власна розробка

Зробимо аналіз ефективності управління капіталом ПАТ «Запоріжсталь» у 2010–2016 рр. (табл. 4.3). У 2013 р. підприємству вдалося подолати беззбитковість (від'ємний фінансовий результат у 2010 р. склав 55990,3 тис. грн, у 2013 р. – 28287,4 тис. грн). Проте, протягом 2015–2016 рр. обсяг чистого операційного прибутку скоротився із 7063218 тис. грн до 5660818 тис. грн.

Таблиця 4.3

Результати аналізу ефективності управління капіталом ПАТ «Запоріжсталь» у 2010–2016 рр.

Показник	Од. виміру	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Чистий операційний прибуток (<i>Net Operating Profit Less Adjusted Taxes</i> (<i>NOPLAT</i>))	тис. грн	- 55990,3	268160	-28287,4	365529	3620087	7063218	5660818
Інвестований капітал (сума обсягів власного капіталу та довгострокових зобов'язань) (<i>Invested capital (IC)</i>)	тис. грн	7702769	7530411	6923028	7732068	13484341	18770181	23198154
Коефіцієнт рентабельності інвестованого капіталу: (<i>Return on invested capital (ROIC)</i>)	%	-0,72	3,56	-0,40	4,73	26,85	37,63	24,40

Джерело: власні розрахунки.

Вартість інвестованого капіталу збільшилася із 7702769 тис. грн у 2010 р. до 23198154 у 2016 р., а коефіцієнт рентабельності інвестованого капіталу із (-0,72%) до 24,4% із максимальним значенням 37,63% у 2015 р.

На ПАТ «Запоріжсталь» коефіцієнт абсолютної ліквідності протягом 2010–2016 рр. має тенденцію до зменшення (із 0,303 до 0,06) і відповідає нормативу лише у 2010 р. (табл. 4.3). Це пояснюється випереджаючими темпами зростання поточних зобов'язань (із 1811960 тис. грн до 17284314 тис. грн, або у 9,54 разів), над активами в грошовій формі (із 549725 тис. грн до 1028554 тис. грн, або у 1,87 разів).

Протягом 2010–2016 рр. вартість запозиченого капіталу ПАТ «Запоріжсталь» зросла із 3650348 тис. грн до 20296814 тис. грн, або у 5,56 разів, а сукупного – із 5868395 тис. грн до 20185654 тис. грн, або у 3,44 рази (додаток Б). Унаслідок цього фінансовий важіль у структурі капіталу збільшився із 0,622 до 1,006. Сума майна у негрошовій формі зросла із 9570671 тис. грн до 39453914 тис. грн, або у 4,12 разів. Зазначені темпи значно перевищують показники динаміки активів у грошовій формі. У результаті значення фінансового важеля у структурі майна скоротилася із 0,057 до 0,026. На кінець аналізованого періоду значення фінансового важеля у структурі капіталу значно перевищує показник фінансового важеля у структурі майна (у 38,7 разів). За досліджуваний період співвідношення зобов'язань і власного капіталу зросло із 0,622 до 1,006, або у 1,62 разів. У 2013, 2014, 2016 рр. підприємство фінансувалося переважно за рахунок позиченого і залученого капіталу. Протягом 2010–2016 рр. значення коефіцієнта співвідношення фінансового капіталу у фінансовій і майновій структурі капіталу значно менше 1 і скоротилося з 0,092 до 0,026, або майже у чотири рази.

Таким чином, спостерігаємо обернений рух фінансового важеля у фінансовій структурі капіталу (зростання) та фінансового важеля у майновій структурі капіталу (скорочення), що негативно позначається на фінансовій стійкості і ліквідності. В підсумку це приводить до погіршення фінансового стану як результуючої категорії.

Таблиця 4.3

Результати аналізу ефективності управління капіталом ПАТ «Запоріжсталь» у 2010–2016 роках

Показник	Од. виміру	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Темп росту, коэф.
Активи (майно) в грошовій формі.	тис. грн	549725	386434	339273	218491	190560	387424	1028554	1,87
Поточні зобов'язання	тис. грн	1811960	2822156	4350681	6673490	9271264	11323717	17284314	9,54
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	од.	0,303	0,137	0,078	0,033	0,021	0,034	0,060	0,20
Запозичений капітал	тис. грн	3650348	4254558	5297300	8177464	12055775	14436092	20296814	5,56
Сукупний власний капітал	тис. грн	5868395	6098009	5976409	6228094	10699830	15657806	20185654	3,44
Фінансовий важіль у структурі капіталу	коэф.	0,622	0,698	0,886	1,313	1,127	0,922	1,006	1,62
Майно у негрошовій формі	тис. грн	9570671	10412845	10973915	14187067	22565045	29706474	39453914	4,12
Фінансовий важіль у структурі майна	коэф.	0,057	0,037	0,031	0,015	0,008	0,013	0,026	0,46
Дотримання співвідношення $\Phi B_{ф.стр.к.} < \Phi B_{м.стр.к.}$		Ні	Ні	Ні	Ні	Ні	Ні	Ні	Ні
Коефіцієнт співвідношення показників фінансового важеля у майновій і фінансовій структурі капіталу		0,092	0,053	0,035	0,011	0,007	0,014	0,026	0,282

Джерело: власні розрахунки.

Для виправлення ситуації на краще необхідно: збільшити суму власного капіталу і величину майна у грошовій формі; зменшити величину позикового капіталу і майна в не грошовій формі. Аналіз фінансової стійкості і ліквідності ПАТ «Запоріжсталь» доцільно доповнити оцінкою впливу показників, що їх характеризують, на рентабельність власного капіталу. Ця оцінка здійснюється на основі факторної моделі, розробленої фахівцями фірми «Дюпон» (*Dupont*) (США), яка передбачає розкладання показника «коефіцієнт рентабельності власного капіталу» на ряд фінансових коефіцієнтів його формування, взаємопов'язаних в єдину систему. Отже, з цієї моделі рентабельність власного капіталу залежить від трьох чинників: чистої рентабельності продажів; ресурсовіддачі; структури джерел засобів, які були інвестовані в підприємства (фінансова діяльність підприємств).

В основу модифікованої схеми закладена така детермінована модель:

$$R_{\text{в.к.}} = \frac{\text{чистий прибуток}}{\text{власний капітал}} = R_Q^{\text{ч}} * K_{\text{в.а.}} * K_{\text{ф.з.}} =$$

$$= \frac{\text{чистий прибуток}}{\text{виручка від реалізації}} * \frac{\text{виручка від реалізації}}{\text{всього активів}} * \frac{\text{всього джерел коштів}}{\text{власний капітал}} \quad (4.7)$$

Перший фактор узагальнює звіт про фінансові результати, другий — актив балансу, третій – пасив балансу.

Відповідно до даних ПАТ «Запоріжсталь», розрахуємо детерміновану модель за 2013–2016 рр. (табл. 4.4). Визначимо вплив на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу методом абсолютних різниць протягом 2015–2016 рр. таких факторів (0-базис, 1 – факт):

– зміна показника чистої рентабельності продажів:

$$\Delta_{R_{\text{в.к.}1}} = \Delta R_Q^{\text{ч}} \times K_{\text{в.а.}0} \times K_{\text{ф.з.}0} = 14,08 * 0,94 * 2,31 = 30,52\%$$

– зміна показника ресурсовіддачі:

$$\Delta_{R_{\text{в.к.}2}} = R_Q^{\text{ч}} \times \Delta K_{\text{в.а.}} \times K_{\text{ф.з.}0} = 14,14 * -0,12 * 2,31 = -3,93\%$$

Таблиця 4.4

Зміна коефіцієнта рентабельності власного капіталу ПАТ «Запоріжсталь» і факторних показників у динаміці

Показник	Од. виміру	2013	2014	2015	2016	Зміна
Чистий прибуток	тис. грн	8196	1120611	1804968	4690083	4681887
Виручка від реалізації	тис. грн	13579218	22110517	31395478	33158709	19579491
Всього активів	тис. грн	14405558	22755605	30093898	40482468	26076910
Власний капітал	тис. грн	6228094	10699830	15657806	20185654	13957560
Рентабельність продажів ($R_Q^ч$)	%	0,06	5,07	5,75	14,14	14,08
Коефіцієнт віддачі активів ($K_{в.а.}$)	од.	0,94	0,97	1,04	0,82	-0,12
Коефіцієнт фінансової залежності ($K_{ф.з.}$)	од.	2,31	2,13	1,92	2,01	-0,3
Рентабельність власного капіталу ($R_{в.к.}$)	%	0,13	10,47	11,53	23,23	23,1

Джерело: власні розрахунки.

– зміна показника коефіцієнта фінансової залежності:

$$\Delta R_{e.k.3} = R_{Q_1}^{\text{ч}} \times K_{e.a.1} \times \Delta K_{\phi.з.} = 14,14 * 0,82 * -0,3 = -3,49\%$$

Разом: 23,1%

Таким чином, протягом 2013–2016 рр. рентабельність власного капіталу зросла із 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%.

Модель Дюпона свідчить, що найбільший вплив на рентабельність власного капіталу має показник рентабельності продажу, його внесок складає 132,1% ($30,52/23,1 * 100\%$). Внесок у зростання рентабельності власного капіталу скорочення коефіцієнта віддачі активів і коефіцієнта фінансової залежності є від'ємним і становить відповідно (-17%,0) та (-15,1%).

Враховуючи прибутковий характер діяльності підприємства, йому доцільно провести емісію акцій, що збільшить вартість власного капіталу, зменшить залежність підприємства від залученого і запозиченого капіталу і позитивно вплине на ліквідність ПАТ «Запоріжсталь».

Здійснюючи операції на фондовому ринку суб'єкти господарювання мають орієнтуватися на Глобальні стандарти результативності інвестування (*The Global Investment Performance Standards, GIPS*) [10] і представляти їх загальноновизнаному, легко зрозумілому вигляді. Приєднання українських підприємств до глобальної ініціативи розкриття інформації про результативність інвестування дозволить учасникам фондового ринку проводити порівняльний аналіз, формувати уявлення про інвестиційну привабливість суб'єкта господарювання та його фінансових інструментів і приймати економічно обгрунтоване рішення про інвестування з орієнтиром на очікувану дохідність.

Порівняння інформації про результативність інвестування забезпечується

єдністю методики розрахунку прибутковості. Види прибутковості наведено на рис. 4.3. Прибутковість розраховується за винятком безповоротних утримуваних податків на дивіденди, відсотків й приріст вартості капіталу.

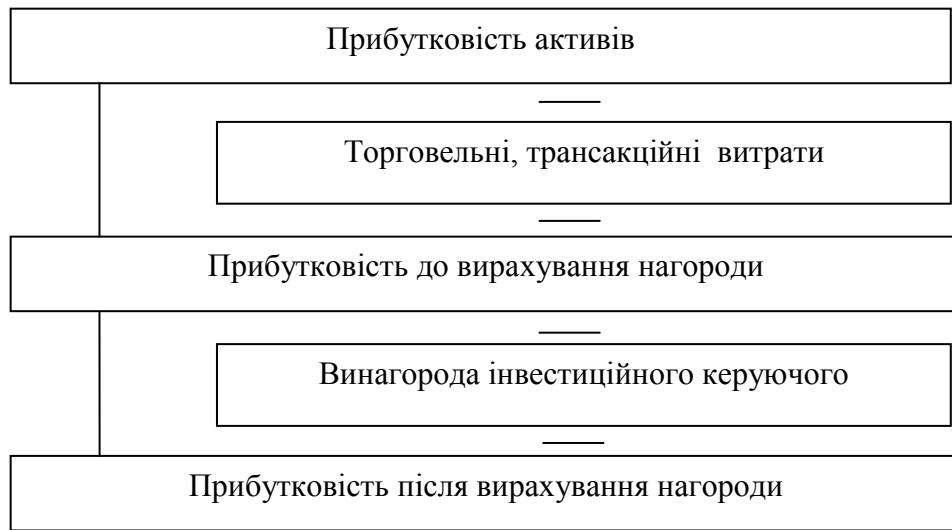


Рис. 4.3. Показники прибутковості інвестицій відповідно стандартів GIPS

Джерело: побудовано за даними [10]

Показники прибутковості розраховуються як для портфельів (групи активів зі схожими характеристиками), так і для композитів (об'єднань одного або декількох портфельів в єдину групу відповідно до конкретної інвестиційної мети або стратегії). Прибутковість композита визначається зважуванням по активах середньої прибутковості усіх портфельів, що входять у композит.

В основу оцінки вартості портфеля має бути покладена їх ринкова вартість. Для цінних паперів із фіксованим доходом вона має включати нарахований доход. Для обліку дивідендів має використовувати метод нарахування (як для періоду між оголошенням і виплатою дивідендів). Стандартами рекомендується проводити щомісячну оцінку вартості портфельів активів. Зважені за часом ставки прибутковості мають бути приведені до зовнішніх потоків коштів.

Суб'єкти господарювання мають розкривати інформацію: про перелік композитів і надавати їх опис; про наявність, використання й розмір позикових

засобів або похідних інструментів; про фактичну і очікувану прибутковість, а також її відповідність прийнятому еталону; про вплив валютних курсів на прибутковість інвестицій.

Процес приєднання до стандартів GIPS, атестація процесів і процедур вимірювання результативності інвестування називається верифікацією. Завдяки стандартизованим процедурам вона дозволяє забезпечити якість, точність і доречність подання даних по результативність за умови мінімізації витрат суб'єктів господарювання на проведення незалежної атестації подання результативності. Верифікація проводиться незалежною третьою стороною – «верифікатором», який формує звіт про дотримання стандартів GIPS.

4.2. Інвестиційна привабливість фінансових інструментів формування капіталу суб'єктів господарювання на фондовому ринку України

Рух капіталу на фондовому ринку втілюється в обігу фінансових інструментів, які є коштовними, мають інвестиційну природу і забезпечують: для інвестора – приріст авансованої вартості, для емітента – формування капіталу. Протягом 2009–2013 рр. Україна була привабливою для іноземних інвестицій, які спрямовувалися, переважно у банківський сектор, а також галузі зі швидкою окупністю капіталу. На світових ринках капіталу поширеними є спекулятивні операції, які ще більше відривають вартість фіктивного капіталу від реального. За умов погіршення політичної нестабільності, загострення соціально-економічної кризи, зростаючої відкритості вітчизняного фондового ринку і високої волатильності курсу національної грошової одиниці, з початку 2014 р. спостерігається значний відтік іноземного капіталу з національної економіки. Але навіть при відносно стабільній макроекономічній ситуації коливання процентних ставок в угодах, опосередкованих іноземним спекулятивним капіталом, може дестабілізувати вітчизняний фондовий ринок та похитнути курс гривні [11, с. 83]. Необхідно розмежувати тонку межу між

інвестиційними і спекулятивними операціями на фондовому ринку. Перші при ретельному аналізі обіцяють безпеку вкладеного капіталу і стійку прибутковість. Якщо зазначена умова не виконується, то операція є спекулятивною. Інвестором є кожний суб'єкт, хто здійснює купівлю або продаж цінних паперів, є інвестором. Непередбачуваність поведінки фондового ринку полягає у тому, що акції майже завжди схильні до ірраціонального і надлишкового коливання цін в обох напрямках внаслідок природженої схильності більшості людей до спекуляції або азартних ігор як прояву надії, страху і жадібності [12, с. 173].

У сучасних умовах господарювання, коли в українській економіці спостерігаються кризові явища, для вітчизняних корпорацій, підприємств та фірм особливо гострим є питання формування капіталу. В умовах глобалізації світового економічного простору вітчизняні суб'єкти господарювання мають самостійно забезпечувати свою господарську чи виробничу діяльність фінансовими ресурсами. Їх найважливішим джерелом є фінансовий ринок, на якому здійснюється рух грошових коштів, під час якого вони накопичуються у суб'єктів господарювання для ефективного та продуктивного використання. А це сприяє не лише зростанню продуктивності економіки, а й веде до покращення добробуту населення всієї країни.

Останнім часом у вітчизняній науковій думці питанням розробки та удосконалення різноманітних механізмів на фондовому ринку приділено достатньо уваги: наприклад, у статті А. Федоренко [13, с. 51] розглядається механізм реалізації податкового потенціалу ринку цінних паперів, С. Шишковим у роботі [14, с. 11] обґрунтовано концепцію функціональної модернізації інфраструктури фондового ринку України, яка базується на пріоритетності біржового механізму як домінуючої форми організації економічних відносин, що виникають при купівлі-продажу цінних паперів та їх похідних. Систематизації біржових механізмів залучення іноземного капіталу вітчизняними корпораціями, встановленню факторів, що впливають на вихід ними на зарубіжні фондові біржі, а також умовам, яким мають задовольняти

емітенти та проспекти їх емісій, присвячено дисертацію І. Петренко [15, с. 9]. У праці Т. Косової [16, с. 182] аналізуються можливості фондових інструментів у стимулюванні розвитку фінансового ринку.

Незважаючи на такий потужний обсяг наукових праць в цьому напрямі, слід зауважити, що основну увагу в них приділено формуванню капіталу фондовими механізмами корпоративними структурами, а проблематика використання відповідних фінансових інструментів залишається недостатньо дослідженою. Підходи до визначення поняття фінансового капіталу, його різновидів, методів, інструментів та способів формування є дискусійним.

Гіпотеза ефективного ринку ґрунтується на максимальному врахуванні необхідної інформації при визначенні курсу цінних паперів. Вона виходить з того, що чергове цінове зрушення відбувається тільки тоді, коли з'являється нова інформація, на яку всі учасники ринку реагують однаково і миттєво. Рациональні інвестори фондового ринку виводять формулу вартості кожного окремого цінного паперу, виходячи із загальнодоступної інформації. Велика кількість незалежних оцінок дає в результаті справедливу вартість активу, зміна якої є випадковою і непередбачуваною внаслідок положень компаній-емітентів, обумовлених мікро- і макроекономічними факторами.

Сутність поняття «інвестиційний капітал» ґрунтується на дуалізмі його природи: як ресурсу, що відображається у процесі його формування, та як активу, що має свій прояв у процесі розміщення капіталу. При дослідженні фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання, слід виходити з тези, що економічні категорії капіталу та інвестицій треба розглянути відокремлено. В економічній літературі використовуються такі поняття, як «організаційно-економічний механізм», «господарський механізм», «економічний механізм», «фінансовий механізм», «податковий механізм» тощо. Під фондовими механізмами розуміємо комплекс органічно взаємозалежних форм, методів, засобів, структур, нормативів та інших важелів суб'єктів господарювання, призначених для реалізації задач і досягнення цілей формування їх фінансового капіталу [17, с. 242].

Механізм реалізації податкового потенціалу ринку цінних паперів поєднує у собі риси механізмів регулювання та управління, а також, що він є сукупністю процедур, принципів, заходів, методів, які створюють передумови для реалізації податкового потенціалу ринку цінних паперів за рахунок зростання податкової бази та попередження ухилення від сплати податків. Отже, здійснивши аналіз сучасної наукової літератури стосовно тлумачення такої категорії, як «механізм» та його різновидів, дістаємося висновків, що воно є неоднозначним, але, виокремлюючи загальні риси, можна стверджувати, що механізм – це сукупність методів (важелів, інструментів), стимулів, нормативно-правового забезпечення, що визначають спосіб і порядок будь-якої господарської діяльності. Під важелями розуміється сукупність засобів впливу (організаційних, економічних, фінансових тощо) на господарську діяльність підприємства, а також форми здійснення процесів розподілу і перерозподілу вартості, в основі яких покладено інтереси держави, суб'єктів господарської діяльності, працівників і населення. Інструментами є певні засоби, що впливають на будь-який соціально-економічний процес. Цей вплив здійснюється через управління рухом фінансових ресурсів, матеріальних та нематеріальних цінностей, грошей тощо. Інструменти певного механізму становлять його основу. В нашому дослідженні йдеться мова про фінансові інструменти, під якими розуміється джерело залучення капіталу, що надає права власності на нього і означає зобов'язання емітента сплатити гроші (фонди), які були надані йому в борг (управління тощо). Стимули – це спонукання, розробка, удосконалення та використання державою певних економічних умов із тим, щоби суб'єкти господарювання ефективно здійснювали свою господарську діяльність. Нормативно-правове забезпечення – це сукупність законів, підзаконних актів, рішень, нормативів, які розроблені та ухвалені органами державної влади України, органами місцевого самоврядування, Міністерствами та спеціальними інституційними установами, що регулюють діяльність суб'єктів господарювання в певній сфері [18, с. 65].

Економічна категорія «капітал» у загальному розумінні трактується як сукупність матеріальних і нематеріальних цінностей, тому справедливим є авторський підхід О. Куліш щодо визначення інвестицій як способу вкладення капіталу, який забезпечує його розширене відтворення [19, с. 11]. Інвестиційний ринок є сегментом фінансового, тому категорії «інвестиції» та «капітал» слід розглядати як рівноправні та взаємодоповнюючі, що свідчить про їх неоднорідність. Фондовий ринок є середовищем формування, розподілу і перерозподілу інвестиційних ресурсів, залучення яких в реальний сектор економіки забезпечує відтворювальний процес у простій і розширеній формах. Обіг інвестиційного капіталу на фондовому ринку дозволяє реалізувати його основну ознаку – самозростання вартості [20, с. 231].

Характеристику існуючих фондових механізмів, за допомогою яких суб'єкти господарювання мають змогу формувати свій капітал задля забезпечення ефективності своєї діяльності та розвитку, наведено у табл. 4.5.

Таблиця 4.5

Характеристики фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання

Механізм	Інструменти	Важелі	Стимули
1	2	3	4
Первинне розміщення акцій (IPO)	Акції	Ставки оподаткування	Податкові пільги
Приватне розміщення акцій	Акції Акції корпоративного інвестиційного фонду Варанти	Ринкова ціна паперу (котирування) Вартість лістингу Розмір комісійної (агентської винагороди)	Страховання ризиків Пільгове ціноутворення Прибуток у вигляді комісійної (агентської) винагороди
Випуск корпоративних облігацій	Облігації підприємств	Валютний курс Розмір відсоткової ставки по банківських кредитах Фондові індекси	Залучення іноземних інвестицій Отримання прибутку

Закінчення табл. 4.5

1	2	3	4
Участь в торгах на фондовому ринку	Акції Облігації підприємств Інвестиційні сертифікати Деривативи Опціонні сертифікати	Курсова різниця	Отримання дивідендів
Венчурне інвестування	Акції Облігації підприємств		

Джерело: розробка автора.

Формування капіталу через механізм первинного розміщення акцій має низку недоліків та переваг у порівнянні з іншими способами, такими, як банківське кредитування, випуск та розміщення облігацій, оскільки залучення акціонерного капіталу має безповоротний характер і практично не тягне за собою для емітента майнових зобов'язань перед акціонерами, крім виплати дивідендів, а також повернення частки майна, або коштів у випадку його банкрутства чи ліквідації, можливість виходу на міжнародний фондовий ринок. Недоліками такого механізму є: достатньо висока вартість лістингу та вимог до емітента бюрократичного характеру, низький рівень публічності бізнесу, нерозвиненість вітчизняного фондового ринку та законодавства щодо корпоративного права та інше [21; 22].

Такий стан речей також можна пояснити банкоцентричною моделлю побудови фінансового ринку, а отже й фондового. Так, показники обсягів та структури залучених інвестицій через фінансові інструменти фондового ринку в економіку України до інших джерел за останні кілька років мали наступну тенденцію: якщо у 2012–2013 рр. розмір інвестицій у вигляді довгострокових цінних паперів перевищував довгострокові кредити банків, то вже у 2014 р. він становив лише 39,6% від обсягу всіх інвестицій, в 2015 р. – 20,7% (табл. 4.6).

Залучення інвестицій в економіку України у 2012–2015 рр.

Вид джерела інвестування	Роки			
	2012	2013	2014	2015
млрд грн				
Довгострокові кредити банків	33,67	32,74	44,19	43,76
Довгострокові цінні папери (облігації підприємств)	51,39	42,47	29,01	11,42
Разом	85,06	75,21	73,2	55,18
у %				
Довгострокові кредити банків	39,58	43,53	60,37	79,30
Довгострокові цінні папери (облігації підприємств)	60,42	56,47	39,63	20,70
Разом	100,00	100,00	100,00	100,00

Джерело: побудовано за даними [23].

Серед країн світу найбільшим пакетом акцій емітентів (10 відсотків і більше статутного капіталу) володіють інвестори із Російської Федерації (процент від загальної номінальної вартості цінних паперів протягом 2011–2017 рр. зріс із 12,47% до 29,21%) (табл. 4.7), передусім за рахунок скорочення інвесторів із Кіпру – 31,17% до 14,75%, із Нідерландів – із 7,17% до 3,73%, із Німеччини – із 4,00% до 1,97%.

Приватне розміщення дозволяє продати певний пакет акцій компанії попередньо відомим покупцям (інвесторам). Особливо ефективним цей механізм вважається для компаній, що стрімко розвиваються. Також в цьому випадку можна застосувати процедуру технічного лістингу, коли емітент випускає варант – похідний цінний папір, що надає власнику право на купівлю акцій за певною ціною і в установлений термін. Цей механізм є простішим, ніж IPO, але емітент не має таких потужних можливостей, тому він є оптимальним для невеликих компаній. Випуск корпоративних облігацій є потужним механізмом залучення капіталу, основними ознаками якого є зворотність та строковість [24, с. 43].

Таблиця 4.7

ТОП-15 країн світу, громадяни яким належить значний пакет акцій емітентів (10 відсотків і більше статутного капіталу), протягом 2013–2017 рр. за обсягом номінальної вартості цінних паперів, за даними депозитарних установ

Країна	Станом на 31.12.2013		Станом на 31.12.2014		Станом на 31.12.2015		Станом на 31.12.2016		Станом на 31.12.2017	
	Номінал вартість цінних паперів, млн грн	% від загальної номінальної вартості цінних паперів	Номінал вартість цінних паперів, млн грн	% від загальної номінальної вартості цінних паперів	Номінал вартість цінних паперів, млн грн	% від загальної номінальної вартості цінних паперів	Номінал вартість цінних паперів, млн грн	% від загальної номінальної вартості цінних паперів	Номінал вартість цінних паперів, млн грн	% від загальної номінальної вартості цінних паперів
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Російська Федерація	20870,47	12,47	19738,41	11,27	20870,47	12,47	19738,41	11,27	102270,35	29,21
Кіпр	52166,17	31,17	45480,94	25,96	52166,17	31,17	45480,94	25,96	51659,46	14,75
Люксембург	29,54	0,02	43,40	0,02	29,54	0,02	43,40	0,02	16566,18	4,73
Нідерланди	11993,91	7,17	14735,35	8,41	11993,91	7,17	14735,35	8,41	13062,88	3,73
Німеччина	6699,08	4,00	6908,32	3,94	6699,08	4,00	6908,32	3,94	6899,78	1,97
Угорщина	2925,70	1,75	2925,70	1,67	2925,70	1,75	2925,70	1,67	6278,77	1,79
Франція	3479,99	2,08	3858,93	2,20	3479,99	2,08	3858,93	2,20	5565,00	1,59
Великобританія	2515,68	1,50	2559,18	1,46	2515,68	1,50	2559,18	1,46	9507,52	2,72
Швеція	1880,22	1,12	1926,67	1,10	1880,22	1,12	1926,67	1,10	2709,60	0,77

Закінчення табл. 4.7

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Польща	2257,50	1,35	2302,57	1,31	2257,50	1,35	2302,57	1,31	2715,27	0,78
Швейцарія	3571,93	2,13	3694,92	2,11	3571,93	2,13	3694,92	2,11	2714,10	0,78
Греція	1629,52	0,97	1629,52	0,93	1629,52	0,97	1629,52	0,93	2533,07	0,72
Казахстан	1128,94	0,67	1128,94	0,64	1128,94	0,67	1128,94	0,64	1861,39	0,53
США	1278,81	0,76	1739,37	0,99	1278,81	0,76	1739,37	0,99	2756,09	0,79
Італія	1719,21	1,03	3508,58	2,00	1719,21	1,03	3508,58	2,00	1057,67	0,30
Панама	1063,57	0,64	1082,06	0,62	1063,57	0,64	1082,06	0,62	1063,18	0,30

Джерело: побудовано за даними [26].

Протягом останніх років облігації таких підприємств, як ПАТ «Українська залізниця», ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця» є привабливими фінансовими інструментами, які користуються найбільшим попитом на біржовому ринку за обсягом виконаних контрактів.

Як зазначає Л. Лисяк, залучення зовнішніх ресурсів для підприємства через первинне публічне розміщення акцій на фондовій біржі (*IPO* – від англ.: *initial public offering*) є доцільним лише у випадку здійснення проривних інноваційних технологій усупереч потреб фінансування поточної діяльності [25, с. 54]. Первинне публічне розміщення акцій – це один із найбільш розповсюджених у світовій практиці способів залучення коштів, що передбачає виведення частини власності підприємства у відкритий продаж та є первинною публічною пропозицією акцій на біржових майданчиках для необмеженого кола акціонерів підприємства.

Важливу роль у торгах на фондовому ринку відводиться інтернет – трейдингу та посередникам – брокерам, дилерам, інституційним інвесторам. Ефективними інструментами, на думку авторів С. Науменкової, Т. Буй [27, с. 92], є структуровані цінні папери – створені посередниками за допомогою фінансового інжинірингу продукти із певними характеристиками, де в ролі базового активу використовуються не тільки цінні папери, а й індекси, процентні ставки, кредити тощо. На вітчизняному фондовому ринку обертаються деривативи – такі, як ф'ючерсні контракти, опціони та опціонні сертифікати.

Як особливий фактор економічного зростання в роботі О. Лапко [28, с. 39] розглядається венчурний капітал, що характеризується наявністю власного ринку зі специфічною інфраструктурою, вартістю у вигляді пайової чи акціонерної участі у фінансованому підприємстві, а також відповідно попитом і пропозицією на інвестиційні ресурси. Назва венчурний походить від слова «*venture*», що в перекладі з англійської означає ризикове перспективне підприємництво. За своєю сутністю – це поєднання двох видів підприємництва: фінансового та інноваційного. Формування венчурного капіталу можливо через

інститути спільного інвестування. Особливо актуальним такий механізм є для середніх та малих інноваційно спрямованих фірм, оскільки венчурний капітал – це спеціалізована організаційна форма об'єднання капіталу і зацікавлених осіб (як юридичних, так і фізичних) у процесі розробки і просування на ринок прогресивної інноваційної технології; це ризикова діяльність, у процесі якої створюються і впроваджуються у виробництво нові товари, технології, послуги; це фірми ризикового капіталу, основною метою створення (діяльністю) яких є розробка, перевірка та освоєння інноваційних проектів.

Фінансові інновації – це створення та популяризація нових фінансових інструментів, технологій, інститутів і ринків, що також передбачає інституційні інновації, інноваційні продукти та процеси [29, с. 52]. Існує певна дилема між досконалістю і недосконалістю фондового ринку, пов'язана із податковим регулюванням, інформаційною асиметрією, наявністю трансакційних витрат тощо. Недосконалість, яка заважає учасникам економічних відносин отримувати бажані результати, стимулює фінансові інновації. Обіг єврооблігацій надає фондовому ринку наднаціонального характеру і опосередковує рух міжнародних капіталів, зокрема завдяки діяльності міжнародних банків-андерайтерів. Їх видами є: безкупонні облігації, облігації з відкладеними купонними виплатами, бівалютні – відсоток по яких виплачується в одній валюті, а номінал – в іншій. Існують такі механізми функціонування останніх: встановлення в момент розміщення певного курсу обміну, за яким виплати купону й номіналу будуть переводитися у валюту конкретної країни; використання валютного курсу на момент надходження грошового потоку за єврооблігацією (тобто спот-курс на момент здійснення платежу): вибір емітентом або інвестором валюти облігацій [30, с. 72].

Інноваціями фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання є структуровані боргові цінні папери, які задовольняють потреби конкретних емітентів та інвесторів у рамках однієї чи кількох угод, що затребувані ринком. У широкому сенсі до структурованих відносять усі облігації, у яких платежі поставлені у залежність від найрізноманітніших

фінансових показників – це облігації з плаваючим купоном, індексовані на інфляцію, конвертовані облігації, облігації, що мають «вбудований» опціон пут чи колл, облігації з варантом (англ. *warrant* – повноваження, довіреність). Останній є цінним папером, що надає його власникові право на купівлю деякої кількості акцій на певну майбутню дату за певною ціною. У вузькому сенсі структуровані облігації пов'язують із різноманітними видами гібридного фінансування – власне облігації, деривативи, опціони чи ф'ючерси. За рахунок цього «вбудованого» деривативу платежі за облігацією ставляться у залежність від якогось індексу (макроекономічного чи фондового), ціни акцій компанії, цін на певні товари (наприклад, золото), передбачають наявність плаваючої ставки, прив'язаної до певної ставки міжнародного грошового ринку.

Постійна конкуренція зумовлює підтримку та розвиток інноваційного середовища, яке постійно створює нові фінансові продукти. Зокрема, на ринку боргових цінних паперів існують гнучкі механізми реалізації операцій із ними, які відповідають вимогам потенційних інвесторів (табл. 4.8).

Таблиця 4.8

Систематизація інноваційності боргових інструментів

Вид боргового інструменту	Ознаки
Мультивалютні облігації	Передбачають можливість виплати відсотків та погашення номіналу різними валютами
Конвертовані облігації	Надають власнику право обміну на широкий спектр цінних паперів
Облігації дохідності	Прив'язані до одного чи кількох базових макроекономічних параметрів
Облігації з різним рівнем кредитного ризику	Високий (без забезпечення), низький (забезпечений заставою, гарантією, порукою)
Облігації з ковенантами (англ. <i>Covenant</i>) та кількома вбудованими опціонами	За умов, прописаних у проспекті емісії, інвестор отримує право вимагати викуп належних йому облігацій за визначеною ціною, або, навпаки, емітент може претендувати на їх дострокове погашення

Джерело: власна розробка.

Незважаючи на розмаїття інновацій на фінансовому ринку, більша частина міжнародних боргових цінних паперів випускається з фіксованою ставкою з таких причин: відсутність потреби великих банків у структуризації своїх зобов'язань; простіша структура боргового цінного паперу, яка є більш зрозумілою інвесторам, особливо таким, які не являються професійними учасниками фінансового ринку. Випуск облігацій емітентами міжнародних боргових цінних паперів на основі використання своєї валюти дозволяє трансформувати структуру відсотка, обирати ту валюту, за якою запозичення у якій коштують менше (тобто відсоткова ставка за якою нижча). Варант надає своєму власникові право вступити з емітентом в іншу фінансову транзакцію, оскільки інвестор може продати його окремо від боргового зобов'язання. Їх основними видами є: варанти на акції, боргові варанти й варанти на валюту. Варант дозволяє своєму власнику купувати акції емітента за особливою ціною, оскільки у разі вигідного падіння ставок доцільно обирати облігацію з вищим, ніж у середньому на ринку, купоном. Варант на валюту дозволяє своєму власникові обмінювати валюту за встановленою ціною (тобто за фіксованим курсом) і зменшує ризик втрат власника облігації від падіння курсу іноземної валюти, у якій деноміновані грошові потоки облігації.

Конвертовані єврооблігації можуть трансформуватися в інший тип активів і являють собою звичайні облігації з безкоштовною можливістю її обміну (конвертації) на заздалегідь визначену кількість акцій (майже завжди у випадку з корпоративними облігаціями) або на еквівалентну кількість інших облігацій (у випадку з державними цінними паперами). Залежно від можливих строків настання конвертації та інших параметрів конвертованих облігацій, виділяють ряд їх різновидів за такими ознаками: високий купонний дохід і конверсійна премія; право інвестора ініціювати викуп тільки у єдиний (*premium put convertible*), або певні визначені моменти (*rolling put convertible*); конвертовані облігації з нульовим купоном (*zero coupon convertible*); дисконтні конвертовані облігації (*discount convertible*); обмінні облігації (*exchangeable bonds*); конвертовані облігації з обов'язковою конвертацією.

У світовій практиці поширені облигації з такими опціонами:

пут (*put*) – у проспекті емісії визначаються дати, коли інвестор за власним бажанням може пред'явити цей цінний папір до погашення, або за умови настання певних подій, таких як зміна контролю над компанією, невиконання нею певних початково визначених умов тощо.

кол (*call*) – дає емітенту право погасити єврооблігації достроково у визначену дату чи за умови настання певних подій, він включається у структуру облигації тоді, коли вона випускається в умовах високих ринкових ставок, і у емітента є очікування щодо їх зниження у майбутньому. Якщо ці прогнози виявляться вірними, то він зможе відкликати цей випуск єврооблігацій та здійснити новий за нижчою ставкою. У протилежному випадку емітент може продовжити використання коштів на старих умовах.

Законодавством України передбачається можливість конвертації облигацій, розміщених акціонерним товариством у акції акціонерного товариства.

Фінансовим інструментам фондового ринку притаманні полярні характеристики: високий ризик, виправданий високою доходністю, або низька доходність за умови майже крайнього ступеня неліквідності. Зрозуміло, що розумний компроміс знаходиться десь посередині зазначених характеристик, що сприятиме формуванню цивілізованого фондового ринку в Україні, зростанню його ліквідності, зменшенню питомої ваги спекулятивних операцій, гарантуванню прав захисту інвесторів тощо.

4.3. Індикатори управління грошовими потоками суб'єктів господарювання на фінансово-банківському ринку

Грошовий обіг, фондовий ринок і реальний сектор національної економіки є тісно взаємопов'язаними, оскільки зміни в співвідношенні попиту і пропозиції коштів та їх еквівалентів ведуть до змін відсоткових ставок, які впливають на формування попиту на інвестиції і на рівень доходу. Також

спостерігається і зворотній зв'язок: збільшення або зменшення обсягів і дохідності інвестицій позначається на грошових потоках суб'єктів господарювання.

Фондові ринки відіграють важливу і неоднозначну роль у розвитку національних економік. Виступаючи вагомим джерелом інвестиційних ресурсів, які надають поштовх економічного розвитку, з однієї сторони, вони є носієм потенційних ризиків, пов'язаних із коливанням ринкової кон'юнктури, курсів валют, цінних паперів, що здатні періодично порушувати макроекономічну стабільність і напружувати соціально-економічну ситуацію [31, с. 97]. Майбутня поведінка учасника фондового ринку визначається не лише його фінансовим потенціалом, але і очікуваним станом фондового ринку. Для його інтегрованої оцінки і прогнозування використовують відносні статистичні показники – індикатори ключових показників ринку цінних паперів.

На мікрорівні важливим індикатором конкурентоспроможності суб'єкта господарювання на фондовому ринку є рух його грошових потоків. Він значно ускладнюється в умовах інтегрованих корпоративних структур, проте збільшує можливості щодо залучення фінансових ресурсів, підтримання високого рівня платоспроможності. Це підвищує їх інвестиційну привабливість на фондовому ринку, забезпечує стале функціонування, сприяє розвитку ділової активності [32, с. 258]. Передумовою ефективності формування капіталу суб'єктів господарювання є: чітке визначення стратегічної мети та урахування інтересів стейкхолдерів, використання механізму збалансованого управління фінансовими ресурсами тощо.

Проблеми формування і використання фондових індексів, використання додаткових індикаторів руху коштів на фондовому ринку досліджують багато зарубіжних і вітчизняних вчених. Об'єктом уваги М. Гобаді, Е. Шаріфі є взаємозв'язок між цінами на нафту та індексами фондової біржі в Ірані [33, с. 94]. Н. Деевою визначено інформаційну ємність і проблеми використання інтегрального індексу фондового ринку України [34, с. 39]. Більшість учених,

серед яких І. Віктор [35], М. Гапонюк, М. Запорожець [37; 38], досліджують сутність індексів та рейтингів на фондовому ринку України, їх роль та місце у інформаційних потоках. Високо оцінюючи науковий доробок указаних авторів, слід визнати брак достатньої уваги до інституціональних особливостей прояву функцій фондових індексів на фінансовому ринку України.

Фондові індекси є інструментом відображення прийняття рішень інвесторами, спекулянтами та арбітражерами у процесі торгівлі фінансовими інструментами. Сучасна фінансова наука визначає фондові індекси як:

комплексі показники, які характеризують або стан усього фінансового ринку, або окремих його сегментів;

індикатори макроекономічних тенденцій у цілому по національній економіці, або навіть, взагалі, у глобальній економіці;

віддзеркалення динаміки зміни кількісних показників певного портфеля цінних паперів, або портфеля окремих емітентів;

динамічні, а не моментні показники, які надають можливість проводити порівняльний аналіз певних процесів.

Таким чином, фондові індекси є усередненими, динамічними, комплексними показниками, що характеризують зміну вартості формалізованого портфеля фінансових інструментів порівняно з попередніми періодами на основі їх купівлі-продажу на організованому ринку.

Фондові індекси відіграють важливу роль в опосередкуванні руху фінансового капіталу, відображаючи причинно-наслідкові зв'язки між курсом цінних паперів та попитом на них. Вони стимулюють інноваційний розвиток фондового ринку, оскільки на їх базі створюються нові фінансові інструменти, зокрема форвардні контракти на індекси та індексні фонди. До інших функцій фондових індексів слід віднести: інформаційну – відображення кон'юнктури національної економіки; інвестиційну – подання сигналів про привабливі сегменти для розміщення капіталу; прогнозна – моделювання майбутніх трендів на основі технічного і фундаментального аналізу; хеджувальна – пошук заходів для зниження несистематичного ризику інвестування в цінні папери

[38, с. 19].

У світовій практиці фондові індекси розраховуються фондовими біржами та інформаційними компаніями. Кожен із способів має свої переваги і недоліки. Переваги розрахунку фондових індексів біржею: безпосередній оперативний доступ до первинних даних торгів, швидкість отримання інформації, можливість розрахунку індексу в режимі реального часу, недоліки: обмеження бази індексу інформацією одного торговельного майданчика. Перевагами розрахунку фондових індексів інформаційними компаніями є: більша репрезентативність за рахунок ширшого охоплення інформації фондових бірж, недоліками – необхідність купівлі інформації про хід торгів для їх оприлюднення в режимі *onn-line*.

В Україні існують різні методики усереднення та обчислення значень фондових індексів. Методика розрахунку інтегрального індексу фондового ринку», прийнята у 2000 р., визначила такі дефініції: «фондовий індекс – це відношення усередненого (з а деякою групою підприємств) значення вартості акцій, проданих за поточний період до усередненого значення вартості акцій, проданих за минулий період», «інтегральний індекс – це показник діяльності ринку цінних паперів у межах національних кордонів, який характеризує стан внутрішніх ринків, що існують в даній державі або на долю яких приходить значна частина ринку цінних паперів даної країни» [39].

Положення про функціонування фондових бірж визначає біржовий фондовий індекс показником, який «установлює зведений курс цінних паперів, що котируються на фондовій біржі» [40]. Вона розраховує біржовий фондовий індекс з урахуванням установлених вимог, який «обов'язково оприлюднює на власному веб-сайті. Біржовий фондовий індекс визначається кожного торговельного дня. До переліку цінних паперів, що використовуються для розрахунку біржового фондового індексу, входять цінні папери, що знаходяться у біржовому списку фондової біржі».

Протягом 2015 р. макроекономічні процеси в Україні характеризувалися певною нестабільністю, на які відреагував і фондовий ринок. Вітчизняні

фондові індекси завершили 2015 рік зниженням, зокрема, індекси Першої фондової торговельної системи (ПФТС), *UX* (Українська біржа) та *N'Comm10* (НКЦПФР) впали з початку року на 39,94%, 35,26% та 27,86% відповідно [41, с. 12].

В історичному аспекті першим індикатором фондового ринку України, який розраховується з жовтня 1997 р., став індекс ПФТС. Індекс ПФТС розраховується на підставі Правил розрахунку індексу ПФТС та Положення про індексний комітет ПФТС. На початок листопада 2016 р. у склад індексного кошика ПФТС входить 10 підприємств: Алчевський металургійний комбінат (*ALMK*), Райффайзен Банк Аваль (*BAVL*), Центренерго (*CEEN*), ДТЕК Дніпроенерго (*DNEN*), Донбасенерго (*DOEN*), Крюківський вагонобудівний завод (*KVBZ*), Мотор Січ (*MSICH*), Укрнафта (*UNAF*), Укртелеком (*UTEL*), ДТЕК Західенерго (*ZAEN*). Із початку 2016 р. індекс ПФТС зріс із 243,01 до 268,05, або на 10,29%.

У табл. 4.9 наведено параметри ЦП Індексу ПФТС на період 17.10.17–14.01.2018. У зваженому обсязі емісії (*free float*) найбільшу питому вагу мають такі емітенти: Центренерго (*CEEN*) – 21,71%, Мотор Січ (*MSICH*) – 20,00%, Донбасенерго (*DOEN*) – 14,14%. Із найбільшим ваговим коефіцієнтом, який дорівнює одиниці, до розрахунку інтегрального фондового ринку входять цінні папери Донбасенерго (*DOEN*), Крюківський вагонобудівний завод (*KVBZ*). Найбільшу питому вагу емітентів в індексі має Райффайзен Банк Аваль (*BAVL*) – 90,92%.

На рис. 4.4 наведено динаміку індексу ПФТС протягом 2010–2017 рр. Пик індексу ПФТС приходить на середину 2011 р., де його значення перевищило відмітку 1100, а історичний мінімум спостерігався у липні 2016 р. (трохи більше ніж 200), що відповідає рівню початку 2010 р. 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*).

Таблиця 4.9

Параметри ЦП Індексу ПФТС на період 17.10.17–14.01.2018

№ п/п	ЄДРПОУ	Тікер	Назва емітента	Кількість цінних паперів в обігу	Free Float		Ваговий коефіцієнт	Кількість акцій емітента, які враховуються при розрахунку Індекса	Питома вага емітентів в індексі
				шт.	шт.	%			
1	14305909	BAVL	Райффайзен Банк Аваль (BAVL)	61495162580	1058639224	1,72	0,3662	387627437	90,92
2	22927045	SEEN	Центренерго (SEEN)	369407108	80201991	21,71	0,0536	4300112	1,01
3	23343582	DOEN	Донбасенерго (DOEN)	23644301	3343541	14,14	1,0000	3343541	0,78
4	05763814	KVBZ	Крюківський вагонобудівний завод (KVBZ)	114679552	5733978	5,00	1,0000	5733978	1,34
5	14307794	MSICH	Мотор Січ (MSICH)	2077990	415598	20,00	0,0392	16302	0,00
6	00135390	UNAF	Укрнафта (UNAF)	54228550	4338281	8,00	0,0963	417656	0,10
7	21560766	UTLM	Укртелеком (UTEL)	18726248000	1336558512	7,14	0,3190	426355602	100,00

Джерело: побудовано за даними [42].



Рис. 4.4. Динаміка індексу ПФТС протягом 2010–2017 рр.

Джерело: побудовано за даними [43]

«Українська біржа» почала розраховувати фондовий індекс (*UX*) у березні 2009 р. Індекс розраховується в режимі реального часу, його значення публікуються 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.

Обмеженість кола цінних паперів, що відповідають встановленим критеріям визначають особливий склад індексного портфеля та не гарантують його репрезентативність з позиції економічних тенденцій. Станом на початок 2016 р. у кошик індексу *UX* входять п'ять емітентів: Райффайзен Банк Аваль (*BAVL*), Центренерго (*CEEN*), Донбасенерго (*DOEN*), Мотор Січ (*MSICH*), Укрнафта (*UNAF*). Кандидатами на включення є: МНР S.A (*MHPC*), Укртелеком (*UTLM*), Турбоатом (*TATM*), Крюківський вагонобудівний завод (*KVBZ*) [44]. З початку року Індекс *UX* зріс із 682,31 до 814,18, або на 19,35%. На біржовому ринку попитом користуються деривативи, емітентами яких є

ПАТ «Українська біржа», представлені ф'ючерсним контрактом без поставки базового активу (фондового індексу).

На рис. 4.5 наведено динаміку індексу UX протягом 2012–2017 рр.

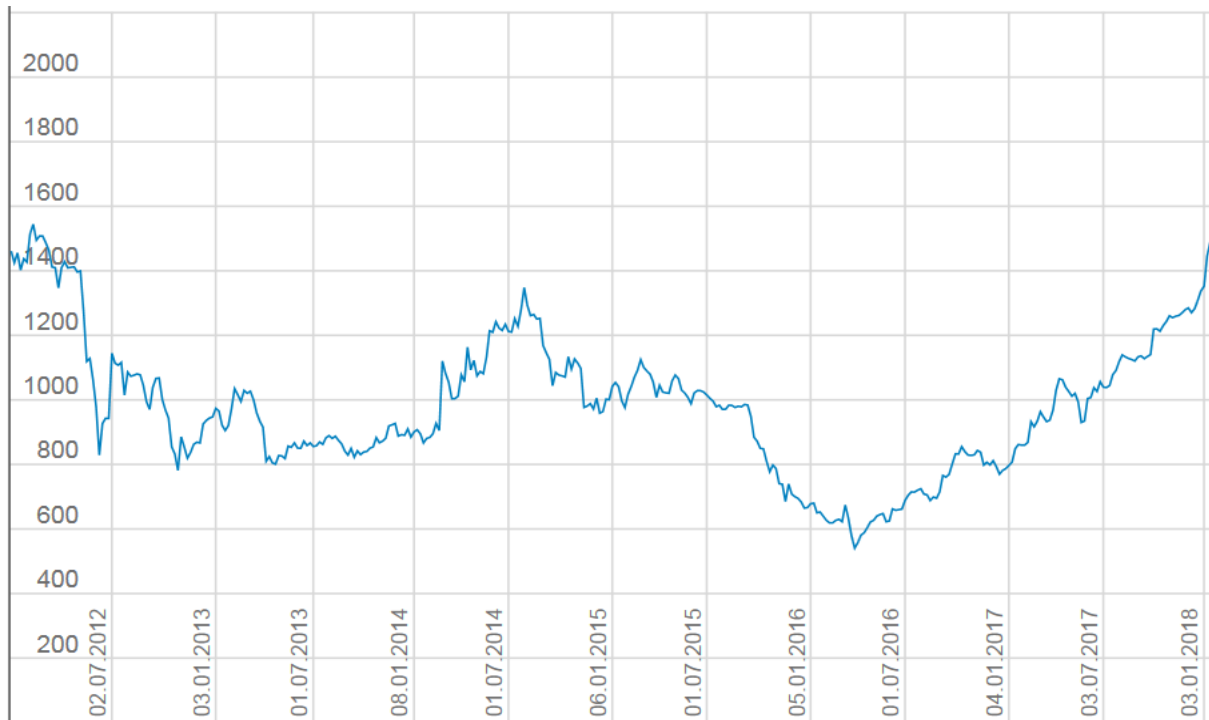


Рис. 4.5. Динаміка індексу UX (Україна) протягом 2012–2017 рр.

Джерело: побудовано за даними [45]

Ретроспективний аналіз дозволив встановити, що історичний мінімум індексу UX (Україна) спостерігався у середині 2016 р. (трохи більше ніж 500), а максимум – на початок 2012 і 2018 рр. (понад 1400).

У результаті короткострокового аналізу за щоденними даними 2017 р. побудовано кореляційно-регресійну модель провідних фондових індексів України на основі даних додатку В [46; 47] (рис. 4.6).

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

Джерело: власні розрахунки

Отримана кореляційно – регресійна модель має вигляд:

$$UX=11,20*PFTS-2113,44, \quad R^2=0,896 \quad (4.8)$$

де UX – індекс Української біржі;

$PFTS$ – індекс ПФТС.

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 11,20 перед індексом $PFTS$ свідчить про більший масштаб і розмірність індексу UX .

На рис. 4.7 наведено формалізацію трендів індексу UX (експоненціальна) та $PFTS$ (поліноміальна). Незважаючи на відмінності у типу функцій, які описують динаміку найбільш популярних індексів, вони демонструють стійку тенденцію за зростання протягом 2017 р.

Індекс $N'Comm10$ розраховується НКЦПФР. Базою для його обчислення є не лише результати фондової торгівлі, але і значна частина позабіржових угод. Національний регулятор отримує інформацію від фондових бірж та інших торговельних майданчиків в режимі *off-line*. Тому він розраховується і оприлюднюється зі значним запізненням, але віддзеркалює інформацію комплексно: як по біржовому, так і по неорганізованому ринку [48]. Таким чином, формується цілісна картина вітчизняного фондового ринку.

Встановлено, що вадою фондових індексів України є низька репрезентативність, оскільки компанії, які входять в індексний кошик, не достатньою мірою відображають специфіку фондового ринку. Переважно, вони представлені енергогенеруючими компаніями, металургійною і трубною промисловістю, машинобудівними підприємствами і банком. У той же час суб'єкти господарювання харчової, будівельної промисловості і торгівлі в індексі взагалі не представлені [49, с. 163].

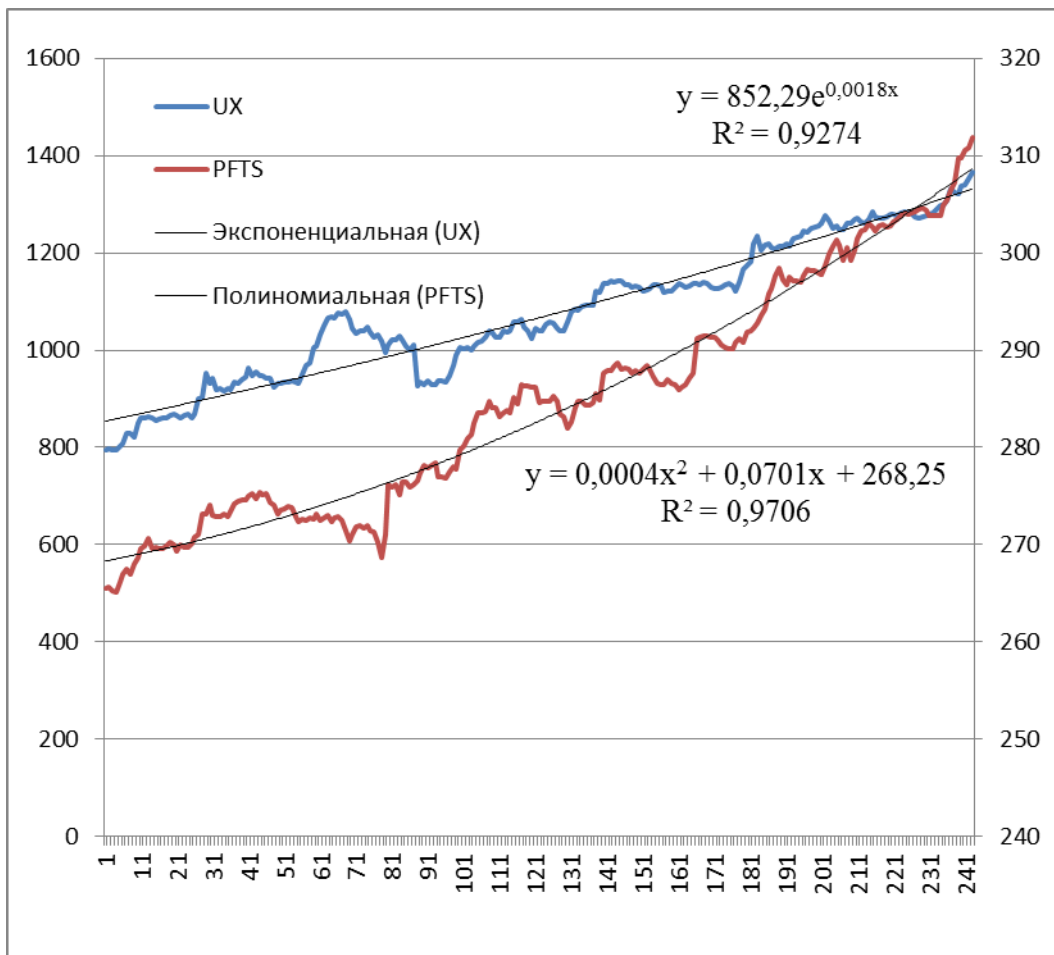


Рис. 4.7. Формалізація трендів індексу *UX* та *PFTS* за щоденними даними протягом 2017 р.

Джерело: власні розрахунки

Посилення ролі біржових індексів у інформаційних потоках вітчизняного фондового ринку можливе тільки за умови збільшення частки організованого сегменту в торгівлі цінними паперами та консолідації організованої торгівлі в єдиній біржовій системі фондового ринку України. Її досягнення можливе виключно у разі підвищення зацікавленості вітчизняних емітентів цінних паперів у публічному статусі та отриманні явних переваг у фінансуванні за умови наявності їх цінних паперів у котирувальних листках фондових бірж.

Проте, оцінюючи практичну складову діяльності фондових бірж в Україні, слід визнати, що значення біржової інформації в інформаційній моделі фондового ринку є низьким з наступних причин. структура біржових торгів з домінуванням фінансових інструментів, емітованих державою та фінансовими

інституціями (державні облигації України, облигації місцевих позик та депозитні сертифікати НБУ), фактично «відрізає» біржовий ринок від реального сектору; надзвичайно низька якість цінних паперів, що котируються на фондових біржах України. В першу чергу це стосується акцій, абсолютна більшість яких не відповідають критеріям першого та навіть другого рівнів лістингу; виходячи з низької якості корпоративних цінних паперів, викликає сумніви релевантність вітчизняних індексів акцій.

Економічне зростання підприємства базується на підтримці його фінансової рівноваги та водночас на забезпеченні максимізації основного цільового показника вартості підприємства, головним чинником формування якої є грошові потоки.

Маркетинг на фінансовому ринку є важливим для кожного промислового підприємства, яке намагається залучити або розмістити капітал на максимально вигідних умовах [50, с. 38]. Фінансовий маркетинг виконує низку функцій, які умовно можна поєднати у дві групи: загальні (отримання ринкової інформації через проведення маркетингового моніторингу, маркетингові дослідження та конкурентної розвідки; сегментація ринку і диференціації маркетингової діяльності; формування та підтримка взаємовигідних і довгострокових взаємовідносин з партнерами; планування і контроль фінансового маркетингу; підтримка комунікації з усіма зацікавленими сторонами засобами маркетингового комунікативного міксу; формування каналів руху капіталу тощо) та прикладні (випуск та реалізація фінансових продуктів; позиціонування підприємства на фінансовому ринку; управління бренд-капіталом; розробка та реалізація стратегії фінансового маркетингу).

Маркетингова діяльність, як функція менеджменту, має загальні і специфічні ознаки в різних видах економічної діяльності [51, с. 13]. На фінансовому ринку вона орієнтована на створення інновацій, нових фінансових активів, зміцнення конкурентних позицій суб'єктів господарювання. В основі філософії маркетингу на фондовому ринку лежить системний підхід до взаємодії інвесторів та продавців цінних паперів та їх похідних. Його

специфічними ознаками, на відміну від маркетингу в реальному секторі економіки, є: властивості продукту, процесу та інститутів фінансового ринку, що відрізняють завдання, інформаційну базу й інструментарій: предметом перерозподілу є грошовий капітал; продуктом – фінансова послуга; процесом – обіг фінансових активів; інституціональна спеціалізація учасників ринку – фондові біржі, інститути спільного інвестування, депозитарії, реєстратори тощо.

У працях вітчизняних учених досліджуються загальні і специфічні проблеми управління коштами підприємств на теоретичному і прикладному рівнях. Галузеві особливості управління грошовими потоками банку, готельного комплексу є об'єктом уваги Д. Киці [52], В. Орлової, С. Оришко [53]. В. Шевчук досліджено питання вдосконалення методики й організації економічного аналізу грошових потоків підприємств, що охоплює побудову моделі аналітичних досліджень і з'ясування їх особливостей на прикладі меблевиробничих підприємств України [54, с. 8]. Т. Хлевицькою досліджено теоретико-методологічні та практичні підходи до формування грошових потоків торговельних підприємств на засадах логістики [55, с. 11].

Механізм управління грошовими потоками є системою управлінського впливу, якій притаманні одночасно організація і дезорганізація, діалектичний взаємозв'язок яких виявляє істинну сутність цього поняття [56, с. 145]. Він є складно організованою системою елементів, що динамічно та циклічно, безперервно взаємодіють між собою, утворюючи групи елементів керованої та керуючої складових [57, с. 129]. Максимізація чистого грошового потоку не завжди є метою управління.

Аналіз залишків коштів та їх співвідношення з основними статтями активів і пасивів балансу машинобудівних підприємств наведено у табл. 4.10. Об'єктом дослідження є 13 суб'єктів господарювання, які репрезентативно представляють галузь машинобудування, включаючи такі гіганти, як ПАТ «Мотор-Січ», ПАТ «Запорізький автомобілебудівний завод».

**Показники залишків коштів, їх частки в оборотних активах і показники ліквідності суб'єктів господарювання
машинобудування станом на початок року**

код єдрпоу	Назва підприємств	Кошти, тис. грн		Питома вага коштів в оборотних активах, %		Коефіцієнт абсолютної ліквідності, частка од.	
		2016	2017	2016	2017	2016	2017
14307794	ПАТ «Мотор-Січ»	1273420	2352855	8,67	12,86	0,24	0,41
25480917	ПАТ «Запорізький автомобілебудівний завод»	6985	8731	0,90	2,81	0,004	0,006
00217857	ПАТ «Мелітопольський завод холодильного машинобудування «РЕФМА»	14	7	0,12	0,05	0,001	0,0004
14311548	ПАТ «Машинобудівний завод «ЕЛЕМ»	45	94	16,48	21,51	0,025	0,049
32954671	ПрАТ «Азовський машинобудівний завод»	44	24	0,14	0,07	0,001	0,001
00218012	ПАТ «Завод Південгідромаш»	1	2	0,01	0,03	0,000	0,000
00235826	ПАТ «Завод агротехнічних машин»	78	32	6,04	0,72	0,07	0,01
00443074	ПрАТ «Машбудконструкція»	13	50	3,85	19,31	0,72	2,00
04689323	ПрАТ «Завод будівельно-опоряджувальних машин»	30	1	2,50	0,45	0,006	0,0002
	Малі підприємства						
32954692	ПрАТ «Бердянський машинобудівний завод»	0	2,1	0,00	0,14	0,000	0,001
01234970	ПрАТ «Запоріжбудмаш»	56,4	39,2	6,18	2,99	1,05	0,08
14313895	ПрАТ «Продмаш-Веселе»	52,9	19,5	3,42	1,20	0,02	0,01
31533716	ПрАТ «Машторгінвест»	2549,7	3142,3	83,00	80,31	0,20	0,18

Джерело: власні розрахунки.

Вибірка включає також малі машинобудівні підприємства – приватні акціонерні товариства: «Бердянський машинобудівний завод», «Запоріжбудмаш», «Продмаш-Веселе», «Машторгінвест».

Найбільші залишки коштів мають такі підприємства: ПАТ «Мотор-Січ» – 1273420 тис. грн і 2352855 тис. грн відповідно на початок 2016 та 2016 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 кошти були відсутні 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 80%) – посередник в торгівлі продукцією машинобудування, ПАТ «Машинобудівний завод «ЕЛЕМ» – відповідно 16,48% і 21,51% на початок 2016 і 2017 років (додаток А).

Вибірка включає також малі машинобудівні підприємства – приватні акціонерні товариства: «Бердянський машинобудівний завод», «Запоріжбудмаш», «Продмаш-Веселе», «Машторгінвест».

Найбільші залишки коштів мають такі підприємства: ПАТ «Мотор-Січ» – 1273420 тис. грн і 2352855 тис. грн відповідно на початок 2016 та 2016 років, 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 кошти були відсутні 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 80%) – посередник в торгівлі продукцією машинобудування, ПАТ «Машинобудівний завод «ЕЛЕМ» – відповідно 16,48% і 21,51% на початок 2016 і 2017 років (додаток А).

Частка коштів в оборотних активах, менша за 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. зростає з 8,67% до 12,86%.

Нормативне значення коефіцієнта абсолютної ліквідності становить 0,15–0,2. Надлишковий запас абсолютної ліквідності мають ПрАТ «Машбудконструкція» (значення коефіцієнта 0,72 і 2,00 відповідно на початок і кінець року), у рамках норми коефіцієнт абсолютної ліквідності у 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». Розглянемо склад і структуру грошових потоків двох найбільших підприємств досліджуваної групи на основі додатку Б (табл. 4.11).

Таблиця 4.11

Склад і структура грошових потоків великих машинобудівних підприємств

Стаття	ПАТ «Мотор-Січ»		ПАТ «Запорізький автомобілебудівний завод»	
	2015	2016	2015	2016
1	2	3	4	5
Чистий рух коштів за видами діяльності, тис. грн				
- операційна	2062310	-908715	-519479	161441
- інвестиційна	-1473017	-1065028	22886	1218
- фінансова	-303660	2974490	337332	-161358
Разом	285633	1000747	-159261	1301

Закінчення табл. 4.11

1	2	3	4	5
Залишок коштів на початок року	950503	1273420	161547	6985
Вплив зміни валютних курсів на залишок коштів	37284	78688	4699	445
Залишок коштів на кінець року	1273420	2352855	6985	8731
- питома вага впливу зміни валютних курсів на залишок коштів, %	2,93	3,34	67,27	5,10
Структура чистого руху коштів за видами діяльності, %				
- операційна	722,0	-90,8	326,2	12409,0
- інвестиційна	-515,7	-106,4	-14,4	93,6
- фінансова	-106,3	297,2	-211,8	-12402,6
Разом	100	100	100	100

Джерело: власні розрахунки.

У структурі власності ПАТ «Мотор-Січ» особами, що володіють 10% та більше акцій емітента, є: акціонерне товариство BUSINESS HOUSE HELENA, AG (Панама) – 359727 акцій (17,3113% загальної кількості), а також фізична особа – 329293 акцій (15,84671%), разом: 689020 акцій (33,15801%). На сьогодні ПАТ «Мотор-Січ» активно розвиває напрямок зі створення, ремонту, модернізації вертольотів в рамках реалізації програми вертольотобудування. Чистий притік коштів ПАТ «Мотор-Січ» за 2015 рік становив 285633 тис. грн, за 2016 р. – 1000747 тис. грн. Позитивний грошовий потік у 2015 р. забезпечила операційна діяльність у сумі 2062310 тис. грн, від’ємний – інвестиційна (1473017 тис. грн) і фінансова (303660 тис. грн) види діяльності. У структурі чистого руху коштів за видами діяльності частка операційної 722,0%, інвестиційної (-515,7%), фінансової (-106,3%).

У 2016 р. відтік коштів спостерігався у результаті операційної (908715 тис. грн) та інвестиційної (1065028 тис. грн) видів діяльності. Фінансова діяльність згенерувала додатний грошовий потік у сумі 2974490 тис. грн. У структурі чистого руху коштів за видами діяльності частка операційної (-90,8%), інвестиційної (-106,4%), фінансової (297,2%).

По ПАТ «Мотор-Січ» у 2015 р. відтік коштів за фінансовою діяльністю обумовлений, переважно, погашенням позик у сумі 483766 тис. грн, притік 2016 р. – отриманням позик у сумі 3582570 тис. грн. Протягом 2015–2016 рр. підприємство витратило кошти на викуп власних акцій (відповідно 10218 тис. грн і 10789 тис. грн), сплату дивідендів (72744 тис. грн і 25491 тис. грн) і відсотків (90098 тис. грн і 108751 тис. грн), інші платежі (12591 тис. грн і 5196 тис. грн).

ПАТ «Мотор-Січ» має кошти в іноземній валюті як результат зовнішньоекономічної діяльності. Це підприємство є найбільшим в Україні по виробництву серійних авіадвигунів різних типів та модифікацій, які користуються попитом за кордоном – це далеке зарубіжжя (країни Південно-Азіатського регіону, що розвиваються), країни СНД. В умовах девальвації національної валюти значний вплив на залишок коштів має зміна валютних курсів у 2015 р. – 37284 тис. грн (2,93%) залишку коштів на кінець року, у 2016 р. – 78688 тис. грн (3,34%).

Обов'язковий продаж іноземної валюти і подальша її купівля – це істотні додаткові витрати підприємства: збитки від курсових різниць, комісії банків як при продажу так і при купівлі валюти [58, с. 195]. Починаючи з 23.02.2017 уповноважений банк не має права купувати іноземну валюту за дорученням клієнта, який має кошти в іноземній валюті, розміщені на поточних, депозитних та балансових рахунках, як грошове забезпечення за гарантіями/ контргарантіями/ резервними акредитивами понад 100000 в доларовому еквіваленті. Клієнт вимушений виконувати свої зобов'язання в іноземній валюті лише за рахунок власних коштів (до 23.02.2017 – гранична сума становила 25000 в доларовому еквіваленті). Дана вимога повністю позбавляє підприємство можливості забезпечити запас валютних коштів, призводить до накопичення на поточних рахунках значних сум у гривні та неможливості їх використання для купівлі валюти. ПАТ «Мотор-Січ» має потребу в обігових коштах в іноземній валюті (долари, євро, російські рублі) більше 1000000 в доларовому еквіваленті в день. А враховуючи, що підприємство експортно-орієнтоване, надходження у

валюті відбуваються щодня, подолати поріг в 100000 дол. США неможливо. Підприємство опинилося у ситуації, коли воно не має права купувати валюту у зв'язку з існуючими обмеженнями, але є гостра необхідність в декількох подальших платежах, власних коштів на які вже не вистачає.

ПАТ «Запорізький автомобілебудівний завод» є невдалим прикладом здійснення прямих іноземних інвестицій. Первісними планами передбачалося, що зазначене підприємство стане єдиним в Україні, великим виробником автомобілів. Незважаючи на незадоволений попит на якісні та недорогі автомобілі на вітчизняному ринку, реалізацію проекту було звернено.

У ПАТ «ЗАЗ» у 2015 р. чистий відтік коштів склав 159261 тис. грн, передусім за рахунок операційної діяльності (-519479 тис. грн). Інвестиційна та фінансова види діяльності забезпечили приток у сумі відповідно 22886 тис. грн і 337332 тис. грн. У структурі чистого руху коштів за видами діяльності частка операційної 326,2%, інвестиційної (-14,4%), фінансової (-211,8%). У 2016 р. операційна та фінансова діяльність згенерували найбільші за модулем і протилежні за знаком грошові потоки: операційна (161441 тис. грн) і фінансова (-161358 тис. грн), а їх питома вага в структурі чистого грошового потоку становить відповідно – 12409,0% і (-12402,6%). Підприємство не здійснювало операції з акціями, не залучало кредитів. В умовах девальвації національної валюти значний вплив на залишок коштів має зміна валютних курсів у 2015 р. – 4699 тис. грн (67,27%) залишку коштів на кінець року, у 2016 р. – 445 тис. грн (5,10%).

Для ефективного управління споживчим капіталом машинобудівного підприємства за умов економії ресурсів управлінські заходи слід спрямовувати на значущі з точки зору забезпечення кінцевого результату його складові [59, с. 173]. Це вимагає дослідження наявності впливу засобів і умов формування та розвитку відносин зі споживачами на результат формування та розвитку цих відносин, виражений цінністю, та в разі підтвердження такого впливу – визначення найбільш значущих складових засобів і умов формування та розвитку відносин зі споживачами для забезпечення означених результатів.

4.4. Стратегічні підходи до підвищення інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання на фондовому ринку

Зміцнення конкурентних позицій суб'єктів господарювання на фондовому ринку потребує запровадження стратегічних підходів до підвищення їх інвестиційної привабливості. Ефективна фінансова діяльність передбачає визначення цілей підприємства, об'єктивної оцінки загальної стратегії економічного розвитку та орієнтацію на максимізацію прибутку та ринкової вартості підприємства. При цьому необхідно враховувати чинники внутрішнього і зовнішнього середовища на макро-, мезо- рівнях із урахуванням тенденцій розвитку вітчизняних фінансових ринків, можливостей диверсифікації діяльності підприємства [60, с. 66].

Аспекти розробки фінансової стратегії підприємства та їх характеристики наведено в табл. 4.12.

Таблиця 4.12

Аспекти розробки фінансової стратегії підприємства та їх характеристики

Аспект	Характеристики
Корпоративний	Управлінська орієнтація, спрямована на досягнення загальної мети щодо забезпечення сталого зростання вартості компанії
Функціональний	Вибір цілей і завдань фінансового управління та ефективних напрямів їх досягнення, яка зв'язує воедино всі сфери діяльності та управління, виходячи з загальної стратегії розвитку компанії, зростання її ринкової вартості
Інструментальний	Цілеспрямована інтеграція основних напрямів розвитку фінансової діяльності в єдину корпоративну стратегію
Ризиковий	Управління змінами на базі нейтралізації негативних і активного використання позитивних чинників розвитку
Адаптивний	Узгодження діяльності суб'єктів господарювання з мінливими умовами внутрішнього і зовнішнього середовища шляхом формування фінансових цілей довгострокового розвитку і механізмів їх реалізації

Джерело: власна розробка.

Визначення фінансової політики підприємства за основними напрямками має ґрунтуватися на оцінці його фінансового потенціалу. Формування оптимальної структури підприємства розглядається в стратегічному (максимізація ринкової вартості) і поточному аспектах (приріст економічного прибутку, який відображає створення вартості, що забезпечує реалізацію довгострокових і короткострокових цілей формування структури капіталу [61; 62]).

Суб'єкти господарювання можуть виступати на товарному ринку як виробнича одиниця, а на фондовому – як об'єкт купівлі-продажу. В першому випадку критеріями оцінки є генерування грошових потоків від операційної діяльності, які виражають фундаментальну, або внутрішню вартість (*fundamental, intrinsic value*) суб'єкта господарювання, у другому – співпадіння інтересів покупця (*buy-side*) і продавця (*sell-side*) в інвестиційній і фінансовій діяльності, які орієнтуються на прогнозовані обсяги надходжень від бізнесу і зацікавлені в об'єктивній оцінці вартості активів. Агрегованість зазначених критеріїв виявляється в існуванні трьох підходів до визначення вартості капіталу (витратний, порівняльний (ринковий), доходний), яке може носити характер відносної оцінки (*relative valuation methods*) та прямої оцінки (*direct valuation methods*).

В основу відносної оцінки капіталу суб'єктів господарювання покладено порівняння коефіцієнтів доходності, прибутковості та балансової вартості однорідних компаній. Пряма оцінка ґрунтується на витратному підході до оцінки вартості капіталу на основі методів чистих активів (ліквідаційна вартість, або на вартість заміщення) і грошових надходжень (з урахуванням дисконтування та визначення майбутньої вартості). Об'єктами зіставлення у часовій лінійці є: дивіденди, вхідні і вихідні грошові потоки; поточна вартість; залишковий прибуток.

Дисконтна модель дивіденду (*Dividend Discount Model – DDM*) ґрунтується на таких засадах: прогнозування очікуваного зростання доходності, норми дивідендних виплат, ризику тощо. Альтернативною є теорія дивідендної

непотрібності, яка вважає головною метою управління капіталом суб'єктів господарювання зростання курсової вартості акцій. Різниця полягає у виборі пріоритетів між поточними і перспективними доходами.

Для прогнозування вартості капіталу суб'єктів господарювання використовують такі методи: вільний грошовий потік (*FCF-free cash flow*); середньозважені витрати на залучення капіталу (*weighted average cost of capital – WACC*), скорегована поточна вартість (*Adjusted Present Value – APV*), економічна додана вартість – *EVA (Economic Value Added)* [63, с. 57].

Визначення експертної оцінки ймовірностей дефолтів потребує компетентного підходу до комплексного аналізу фінансового й майнового стану емітентів, а також інших джерел кредитного ризику [64, с. 96]. Для цього використовується актуарний метод на основі аналізу виживаності (*survival analysis*) і створення репрезентативної статистичної вибірки. Нормативним джерелом оцінки вартості капіталу учасників фондового ринку є «Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями» [65]. Інвестування у цінні папери передбачає моделювання і прогнозування сподіваних величин їх інвестиційної (внутрішньої) вартості. На неї впливає метод відображення вартості фінансового інструменту в бухгалтерському обліку. Зокрема, справедлива вартість боргового цінного папера дорівнює арифметичній сумі балансової вартості, переоцінки (уцінки), премії (дисконту).

Банківська діяльність пов'язана з безліччю фінансових ризиків, серед яких кредитний, ринковий, ризик ліквідності. Процес управління ними потребує ідентифікації, оцінки, планування та зменшення ризиків для зміцнення їх позицій на фондовому ринку. Управління фінансовими ризиками може здійснюватися за різними центрами: відповідальність (у розрізі певних активно-пасивних операцій), витрати (вартість залучення і розміщення ресурсів). Керівники зазначених центрів мають можливість визначити та реалізувати найбільш дієві інструменти зменшення фінансових ризиків:

страхування, хеджування, встановлення лімітів, проведення диверсифікації, формування резервів [66, с. 125].

Діючи нині підходи до формування резервів під знецінення цінних паперів ґрунтуються на стандартизованому підході, який передбачає однакові підходи до усіх емітентів. Однак, він не враховує внутрішню синергію або її відсутність у емітентів, які різняться вартістю капіталу, неоднаковою галузевою інвестиційною привабливістю, кількістю акціонерів, характером концентрації власності. В основу визначення внутрішнього рейтингу підприємства пропонується покласти індивідуальний підхід. При ідентифікації класу емітента враховуються ознаки, наведені у табл. 4.13. Якщо оцінюються композити одного емітента, які відносяться до різних класів, то узагальнююча оцінка емітента відповідає найгіршому класу.

Резерви під знецінення цінних паперів на основі оцінки кредитного ризику емітента формуються на груповій основі за класифікованими портфелями: в портфелі банку на продаж, в портфелі банку до погашення.

Для визначення ризиків інвестування в цінні папери банківськими установами враховуються чинники: *PD* – *probability of default of the debtor / counterparty* (імовірність дефолту боржника/контрагента); *LGD* – *loss given default* (частка втрат у випадку дефолту, яка залежить від забезпечення та інших факторів); *EAD* – *Exposure At Default* (експозиція під ризиком).

Значення *PD* диференціюються за галузевою приналежністю і класами емітента. Найвищий клас (1) і відповідне йому значення *PD*, що дорівнює «0», привласнюється цінним паперам, емітованим органами державного управління, що мають інвестиційний рейтинг провідних міжнародних рейтингових агентств (табл. 4.14). До цього же класу відносять цінні папери суб'єктів господарювання, емітовані під гарантію Кабінету Міністрів України. В інших випадках коефіцієнт ймовірності дефолту визначається за результатами діагностики фінансового стану емітента з урахуванням виду цінного папера та періодичності її оцінки, податково-фінансової дисципліни тощо.

Таблиця 4.13

Критерії визначення класу боржника – емітента цінних паперів

№ з/п	Ознаки	Клас боржника – емітента цінних паперів									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1	Термін державної реєстрації	≥ 3-х років	≥ 3-х років	≥ 2-х років	≥ 2-х років	≥ 1-го року	≥ 1-го року	< 1-го року	< 1-го року	< 1-го року	
2	Дати структурної реорганізації, змін у складі керівництва емітента	≥ 1-го року	≥ 1-го року	≥ 9-ти місяців	≥ 9-ти місяців	≥ 6-ти місяців	≥ 6-ти місяців	< 6-ти місяців	< 6-ти місяців	< 6-ти місяців	
3	Ознаки звіту аудитора за попередній рік діяльності	немодифікована думка		модифікована думка із застереженнями						негативна думка / відмова від висловлення думки	
4	Наявність фактів несплати / несвоєчасної сплати нарахованих процентів за борговими зобов'язаннями або оголошення дивідендів	немає	немодифікована думка	наявні факти сплати нарахованих процентів за борговими зобов'язаннями або оголошення дивідендів із затримкою до такої кількості календарних днів							більше 30
				до 3	до 7	до 15	до 30				

Продовження табл. 4.13

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
5	Наявність фактів непогашення / несвоєчасного погашення боргових цінних паперів	Немає			до 15		до 30			більше 30	
6	Ознаки прибутковості діяльності	Так, протягом останніх двох років	Так, за попередній фінансовий рік, за умови позитивних фінансових результатів поточного року	Так, за попередній фінансовий рік	Ні, за попередній фінансовий рік	Ні, протягом останніх двох років, негативні фінансові результати поточного року	Збиткова діяльність протягом останніх трьох років, негативні фінансові результати поточного року				
7	Співвідношення розміру власного та (статутного і резервного) капіталу	суттєво перевищує	перевищує	є нижчим	від'ємний розмір власного капіталу на дату оцінки					від'ємний розмір власного капіталу на попередню дату оцінки	
8	Періодичність виплат за борговими цінними паперами	не рідше одного разу на квартал					рідше одного разу на квартал				

Закінчення табл. 4.13

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
9	Термін погашення векселів	до одного року				понад один рік		не визначений термін погашення боргу		
10	Рейтинг емітента або цінних паперів згідно з міжнародною рейтинговою шкалою	- від AAA до A-	від AAA до A-	- від BBB+ до BBB-	- від BBB+ до BBB-	від BB+ до B-		від CCC+ до C	від CCC+ до C або рейтинг не визначений	D
11	Висновки щодо повноти та своєчасності погашення боргових цінних паперів	немає жодних сумнівів		є претензії		існують труднощі		неспроможність		неможливість без рішення суду або без санації

Джерело: побудовано за даними [65].

Таблиця 4.14

Діапазони значень коефіцієнта *PD* емітента – юридичної особи

№ з/п	Клас боржника – юридичної особи	Діапазони значень коефіцієнтів <i>PD</i>				
		сільське господарство, лісове господарство та рибне господарство – секція А	добувна промисловість і розроблення кар'єрів, переробна промисловість, будівництво: секції В, С, F	оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів – секція G	фінансова та страхова діяльність, операції з нерухомим майном, професійна, наукова та технічна діяльність, діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування: секції К, L, M, N	інші: секції D, E, H, I, J, O, P, Q, R, S, T, U
1	1	0,005 – 0,007	0,005 – 0,006	0,005 – 0,008	0,005 – 0,033	0,005 – 0,015
2	2	0,008 – 0,019	0,007 – 0,039	0,009 – 0,019	0,034 – 0,049	0,016 – 0,029
3	3	0,02 – 0,04	0,04 – 0,06	0,02 – 0,04	0,05 – 0,059	0,03 – 0,04
4	4	0,05 – 0,09	0,07 – 0,09	0,05 – 0,06	0,06 – 0,07	0,05 – 0,07
5	5	0,10 – 0,16	0,10 – 0,13	0,07 – 0,11	0,08 – 0,09	0,08 – 0,11
6	6	0,17 – 0,21	0,14 – 0,17	0,12 – 0,17	0,10 – 0,12	0,12 – 0,16
7	7	0,22 – 0,30	0,18 – 0,24	0,18 – 0,24	0,13 – 0,16	0,17 – 0,23
8	8	0,31 – 0,37	0,25 – 0,34	0,25 – 0,34	0,17 – 0,23	0,24 – 0,33
9	9	0,38 – 0,99	0,35 – 0,99	0,35 – 0,99	0,24 – 0,99	0,34 – 0,99
10	10	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Джерело: побудовано за даними [65].

Окрім звітних даних, важливу увагу приділяють аналізу інформації фондового ринку щодо поточної вартості цінних паперів, кількості і вартості угод із ними на біржовому і позабіржовому ринках (табл. 4.15). На абсолютний розмір резерву під знецінення цінних паперів впливає комбінація коефіцієнтів *PD* та *LGD* емітентів – суб'єктів господарювання за класифікованими портфелями цінних паперів. При цьому враховується вид цінного паперу; валюта, в якому він номінований; наявність забезпечення; кількість днів прострочення боргу тощо. Також доцільно враховувати прогноз вартості цінного папера за даними технічного і/або фундаментального аналізу.

Ефективність прогнозування майбутньої поведінки вартості цінного папера методами фундаментального аналізу залежить від таких чинників: достовірність фінансової звітності емітента, її відповідність міжнародним стандартам, регулярне розкриття фінансової звітності з висновками аудитора; оцінка факторів, які впливають на ведення бізнесу суб'єктом господарювання; оприлюднення змін у складі власників, які мають суттєву частку (більше 10% статутного капіталу); кореляція курсу цінного папера із фондовими індексами тощо [67; 68].

В основу технічного аналізу покладено дослідження історичних даних щодо курсу цінного папера та відповідного обсягу торгів ним, побудова цінових трендів, їх функціональна формалізація, екстраполяція в умовах невизначеності, визначення прогнозів вартості цінного папера в майбутньому. Гіпотезою технічного аналізу є однорідність поведінки учасників фондового ринку, у т. ч. емітентів і інвесторів, яка описується статистичним законом нормального розподілення і є передбачуваною. Припускається, що ціни на фондових ринках слідкують за зміною попитом (пропозиції) з часовим лагом відповідного реагування емітентів (інвесторів), який залежить від швидкості розповсюдження інформації. Якщо вона оперативна і достовірна, то поведінка більшості учасників фондового ринку є раціональною.

Таблиця 4.15

**Діапазони значень коефіцієнтів *PD* та *LGD* емітентів – суб'єктів господарювання за класифікованими
портфелями цінних паперів**

№ з/п	Кількість календарних днів прострочення боргу (включно)	Клас	Діапазони значень коефіцієнта <i>PD</i>		Діапазони значень коефіцієнта <i>LGD</i> із рівнем покриття боргу заставою < 20% або за відсутності застави		Діапазони значень коефіцієнта <i>LGD</i> із рівнем покриття боргу заставою від 20% до 39%		Діапазони значень коефіцієнта <i>LGD</i> із рівнем покриття боргу заставою від 40% до 59%		Діапазони значень коефіцієнта <i>LGD</i> із рівнем покриття боргу заставою від 60% до 79%		Діапазони значень коефіцієнта <i>LGD</i> із рівнем покриття боргу заставою від 80% до 99%		Діапазони значень коефіцієнта <i>LGD</i> із рівнем покриття боргу заставою \geq 100%	
			грн	ін. вал.	грн	ін. вал.	грн	ін. вал.	грн	ін. вал.	грн	ін. вал.	грн	ін. вал.	грн	ін. вал.
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
1	до 30	1	0,02 – 0,15	0,02 – 0,15	0,85 – 0,95	0,91 – 1,00	0,74 – 0,84	0,81 – 0,90	0,63 – 0,73	0,71 – 0,80	0,52 – 0,62	0,61 – 0,70	0,41 – 0,51	0,51 – 0,60	0,40	0,50

Джерело: побудовано за даними [65].

Якщо учасники ринку одержують запізнілу, спотворену інформацію, або керуються чутками, домислами, припущеннями чи копіюють поведінку інших учасників ринку, то виникає явище «когнітивного дисонансу», коли економічні агенти приймають нерациональні рішення, обумовлені низкою факторів як об'єктивного, так і суб'єктивного характеру.

У сучасних наукових дослідженнях економіко-математичне моделювання стало ефективним інструментарієм вирішення проблем, які виникають у складних економічних системах, де проведення експериментів із реальними об'єктами практично неможливе [69, с. 177]. Отримання реалістичних оцінок потребує формування, зберігання та аналізу значних за розміром баз даних щодо цінової динаміки фінансових інструментів на фондових ринках.

Методи прогнозування курсів цінних паперів суб'єктів господарювання наведено у табл. 4.16.

Таблиця 4.16

**Методи прогнозування курсів цінних паперів
суб'єктів господарювання**

Метод	Переваги	Недоліки
1	2	3
фундаментальний	можливість врахування в моделі інформації, яка може впливати на ринок; усунення недоліків, пов'язані з припущеннями теорії ефективних ринків	проблема недостовірної інформації у звітності емітентів і в засобах масової інформації; складність оцінки впливу факторів фондового ринку; транзакційні витрати на збір і обробку інформації; нестабільність умов зовнішнього і внутрішнього середовища
технічний	використання для прийняття оперативних рішень щодо торгівлі фінансовими активами	складність отримання точкового прогнозу ринку; суб'єктивізм; обмеження, накладені припущеннями теорії ефективного ринку

1	2	3
комбінований	диверсифікованість і стійкість моделі оцінки вартості цінних паперів; сценарний підхід до оцінки кон'юнктури ринку; альтернативність сценаріїв	неточність прогнозу за рахунок асиметричності інформації (нерівномірний доступ учасників ринку до інформації).

Джерело: власна розробка.

Імітаційне моделювання охоплює досить широкий спектр методичних підходів до побудови моделей та способів комп'ютерної симуляції, серед яких виокремлюють як традиційні класи моделей: системна динаміка, дискретно-подійне моделювання, динамічні системи, складовими яких є: агенти, автономні модулі, об'єкти, прийняття рішень, взаємодія з іншими агентами та із зовнішнім середовищем.

Припущенням агентно-орієнтованої моделі є: складність оцінки поведінки суб'єктів, багатоваріантність сценаріїв розвитку, прогнозованість цінової динаміки фондового ринку, гармонізація економічних, політичних, інституціональних, соціальних факторів.

Перспективними є особливі інструменти прогнозування вартості суб'єктів господарювання, які об'єднують елементи технічного, фундаментального аналізу, нейронних мереж з урахуванням автономності та гетерогенності учасників ринку тощо.

Фінансіалізація та зростання вартісно-орієнтованого підходу передбачає наступне [70, с. 53]: високі сподівання акціонерів на отримання планованої прибутковості (високих дивідендів за умов менших вкладень акціонерного капіталу або можливості зворотної купівлі акцій); орієнтація менеджменту на користь пріоритетів короткострокових схем на фінансових ринках. Сутністю цього положення є визначення цілей менеджменту, які полягають у формуванні ціни на акції компанії і зростання її вартості.

Конкурентні відносини в умовах формування глобальних фондових ринків отримують специфічні риси, основними серед яких є: ускладнення доступу суб'єктів господарювання до фінансування за привабливими процентними ставками, невизначеність прогнозів щодо формування цін на фінансові інструменти. Стратегічні підходи до прогнозування вартості акціонерного товариства на фондовому ринку передбачають визначення орієнтирів його поведінки у короткостроковому та довгостроковому періодах, а також забезпечення їх зворотного зв'язку. Стратегії суб'єктів господарювання будуються на альтернативних принципах: набуття монопольного становища на ринку, зростання обсягів продаж, приріст чистого прибутку, зміцнення конкурентних позицій на фондовому ринку. Важливе значення для їх досягнення мають: врахування положень антимонопольних законів, процеси злиття, поглинань, метою яких є збільшення власної ринкової влади [71, с. 107].

Стаття 8 Закону України «Про акціонерні товариства» визначає особливості визначення ринкової вартості емісійних цінних паперів визначається: у разі, якщо вони «не перебувають в обігу на фондових біржах, – вартість цінних паперів, визначається відповідно до законодавства про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність» [72]. Такий же порядок визначення ринкової вартості поширюється на цінні папери, які перебувають в обігу на фондових біржах, але торги ними не відбувалися протягом трьох останніх місяців. Якщо же торги відбувалися, то ринкова вартість визначається як «середній біржовий курс таких цінних паперів на відповідній фондовій біржі, розрахований... за останні три місяці їх обігу» [72]. Важко погодитися з уточненням законодавця щодо визначення ринкової вартості цінних паперів, якщо вони знаходяться в обігу на двох і більше фондових біржах. Він покладає цей обов'язок на наглядову раду (якщо її створення не передбачено статутом акціонерного товариства – на виконавчий орган товариства). Вважаємо, що логічнішим і більш економічно обґрунтованим є встановлення ринкової ціни на рівні середніх котирувань, які

мали місце на усіх фондових біржах, де відбувалися торги зазначеними цінними паперами.

Якщо ринкова вартість емісійних цінних паперів визначається незалежним оцінювачем, то його звіт і вартість затверджується наглядовою радою або загальними зборами акціонерів з відхиленням не більше 10% від оцінної вартості.

Співвідношення показників стійкості й ефективності значною мірою впливає на вибір підприємством його фінансової стратегії. Тому підприємство для вибору фінансової стратегії розвитку повинно провести фінансовий аналіз, який допоможе в умовах нестабільності економіки, законодавства, політичної ситуації вибрати вектор його ефективного розвитку.

До основних стратегій формування капіталу суб'єктів господарювання відносять: подолання нестійкості (стратегія виживання) – використовується в умовах економічної кризи, нестабільності та інфляції; підтримка стійкості або стабілізації – використовується в умовах нестабільності обсягів продажів і прибутку; стратегія розвитку або стійкого зростання – віддзеркалює прагнення підприємства до зростання обсягів продажу, підвищення рентабельності та інших показників ефективності виробництва. Використання таких підходів до формування фінансової стратегії підприємства дасть йому змогу уникнути банкрутства та забезпечити собі фінансовий розвиток на довгострокову перспективу за рахунок власних коштів, що, у свою чергу, є запорукою фінансової стабільності підприємства на ринку [73, с. 87].

Портфельний метод сприяє диверсифікації капіталу, оскільки дозволяє мінімізувати ризики при вичерпанні інших методів управління за рахунок включення в портфель великого числа різних активів, які абсолютно не корелюють між собою. У портфельному підході загальний ризик складається з двох класів ризику: такий, що не усувається диверсифікацією (ринковий ризик, бета-ризик), або усувається диверсифікацією (унікальний ризик, альфа-ризик) [74, с. 378].

Промислова галузь України функціонує в складних умовах соціально-

політичної та фінансово-економічної кризах, на негативні наслідки яких мало ефективно впливає антикризовий менеджмент промислових підприємств, оскільки внутрішні економіко-виробничі процеси не відповідають вимогам функціонування в умовах ринкової економіки та жорсткої конкуренції [75, с. 88]. Болючою проблемою функціонування промислових підприємств є брак кредитних ресурсів, на якій акцентує увагу Н. Мамонтова [76]. Складне сучасне становище галузі потребує формуванню загального уявлення про найближчу перспективу власного розвитку з метою попередження деструктивних процесів та від коригування поточних цілей та планів. Саме тому питання прогнозування розвитку промислової галузі України є своєчасними та актуальними [77, с. 48]. Оскільки досліджуються питання розвитку промислової галузі, то доцільним обрати за результуючий показник власний капітал і дослідити вплив на нього активних і пасивних операцій суб'єктів господарювання.

Засадами структурної перебудови економіки є: закриття економічно неефективних (збиткових) та екологічно шкідливих структур, які неможливо перепрофілювати на випуск іншої продукції чи перетворити в екологічно нешкідливі; розукрупнення надто великих підприємств, де неможливий випуск рентабельної, конкурентоспроможної продукції, що має попит на ринку; створення нових корпоративних структур і значне розширення сфери послуг. Ефективний розвиток фондового ринку України передбачає зміну галузевої структури економіки, зокрема промисловості, реструктуризацію і модернізацію підприємств [78, с. 18].

Сучасна економічна література містить значну кількість підходів до визначення результативності діяльності підприємств. Теорія результативності, відокремлена від ефективності, уперше виникла в зарубіжній економічній теорії ще наприкінці ХХ ст. і зводиться до того, що фінансово-економічний результат характеризує головні стратегічні цілі підприємства, однією з яких є отримання прибутку.

У працях сучасних вітчизняних учених, зокрема М. Ларки, Г. Лісовської, зазначається, що «головною метою фінансової діяльності підприємства є

отримання прибутків шляхом збільшення обсягів виробництва й реалізації продукції, нарощування власного капіталу та забезпечення стійкого фінансового стану. Для цього необхідно постійно підтримувати платоспроможність і рентабельність підприємства, а також оптимальну структуру активу та пасиву балансу підприємства» [79, с. 173].

В умовах нестабільності однією з найважливіших задач стає ефективне управління сталим розвитком, формування єдиної системи на мікро і макрорівнях аналітичних індикаторів фінансової стійкості і їх інтеграція в діючі системи менеджменту як інструмент ранньої діагностики можливого банкрутства [80; 81]. Якщо для оцінки фінансової стійкості і платоспроможності на мікрорівні використовується коефіцієнтний аналіз, то на макрорівні більш інформативними є абсолютні показники.

Вихідні дані та умовні позначення для визначення кореляційно-регресійних зв'язків статей пасивів і активів зведених балансів підприємств промисловості наведено у табл. 4.17.

Таблиця 4.17

Вихідні дані та умовні позначення для визначення кореляційно-регресійних зв'язків статей пасивів і активів зведених балансів підприємств промисловості, млн грн

Рік	Необоротні активи (НА)	Оборотні активи (ОА)	Необоротні активи та групи вибуття (НАГВ)	Власний капітал (ВК)	Довгострокові зобов'язання і забезпечення (ДЗ)	Поточні зобов'язання і забезпечення (ПЗ)
1	2	3	4	5	6	7
2004	261929,7	217012,8	2140,2	237504,2	43315,7	200262,8
2005	285317,4	243346,4	2655,7	263051,4	53036,2	215231,9
2006	348228,0	275080,4	2833,5	310325,0	86737	229079,9
2007	404378,1	364159,7	3927,5	363110,4	120211,3	289143,6
2008	496423,8	470289,9	8517,6	397952,6	178868,4	398410,3

Закінчення табл. 4.18

1	2	3	4	5	6	7
2009	546823,6	541252,1	9422,3	410801,9	192965,2	493730,9
2010	598856,9	629020,4	9984,3	424868,9	209798,6	603194,1
2011	659349,1	713575,4	13035	464370,9	255830,3	665758,3
2012	980226,0	789188,0	464,2	700321,3	346882,7	722552,3
2013	1032951,9	838708,6	575,4	721155,3	367043,2	783892,3
2014	1060297,7	931277,7	798,2	581721,4	474934,2	935682,3
2015	1154166,1	1201590,5	729,7	479066,6	584261,0	1293137,5
2016	1190482,1	1224646,4	635,1	522353,3	593606,1	1299782,4
2017	1272826,8	1516831,9	740,8	526911,9	561140,4	1702316,0

Джерело: узагальнено автором за даними джерела [82].

Результати економічного моделювання наведено на рис. 4.8.

		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 R ² = ,65719301 Скорректир. R ² = ,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. 4.8. Результати економічного моделювання кореляційно-регресійних зв'язків статей пасивів і активів зведених балансів підприємств промисловості

Джерело: власні розрахунки

Тісний кореляційний зв'язок спостерігається між необоротними активами з такими показниками: оборотними активами ($r=0,96$), власним капіталом

($r=0,81$), довгостроковими зобов'язаннями ($r=0,98$), короткостроковими зобов'язаннями ($r=0,98$). Динаміка оборотних активів прямо пропорційна динаміці власного капіталу ($r=0,66$), довгостроковими зобов'язаннями ($r=0,97$), короткостроковими зобов'язаннями ($r=1,00$). Власний капітал має тісні кореляційно – регресійні зв'язки із довгостроковими зобов'язаннями ($r=0,69$), 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 є також корелюють між собою. Для усунення явища мультиколінеарності як фактор обрано необоротні активи, оскільки зв'язок між ними є найтіснішою.

$$BK=0,3*HA+218818,6, \quad R^2=0,657 \quad (4.9)$$

Отримана кореляційно-регресійна модель є достовірною, оскільки значення для фактора ($p=0,000436$) і вільного члена ($p=0,001836$) значно менші за 0,05. 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.

Для формування загального уявлення про динаміку зазначених у табл. 4.19 чинників-індикаторів розвитку промислової галузі України наведемо наочно темпи їх зростання (рис. 4.9).

Тренди чинників-індикаторів розвитку промисловості України за 2004–2017 рр. у фінансовій сфері (табл. 4.18).

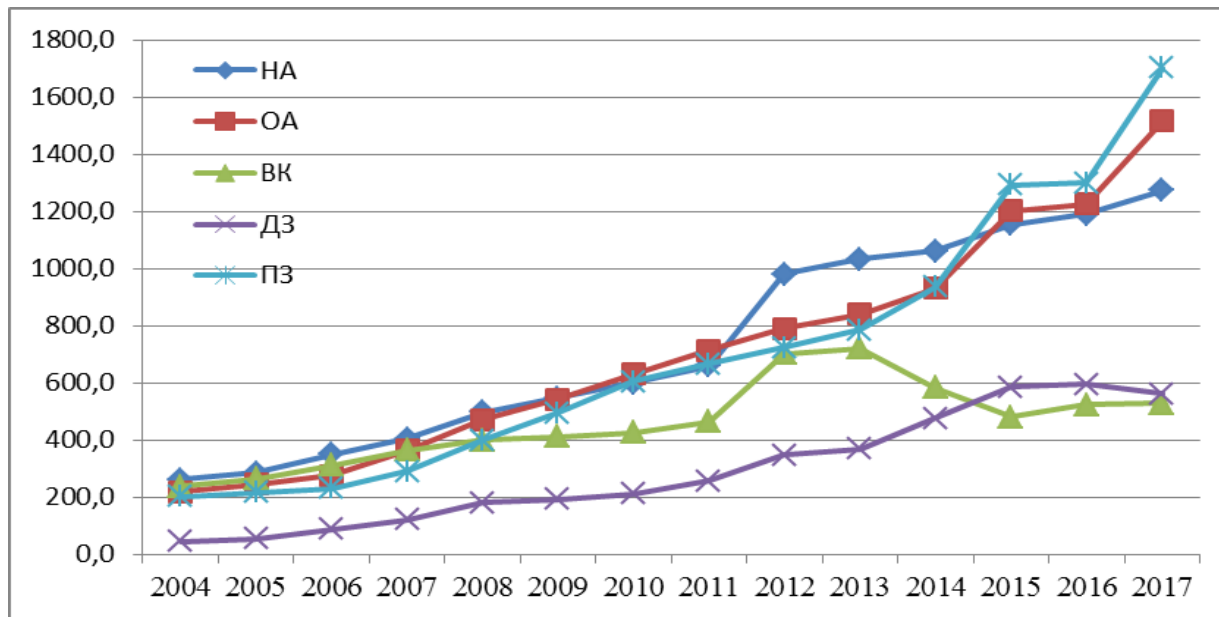


Рис. 4.9. Динаміка чинників-індикаторів розвитку промисловості України за 2004–2017 рр. у фінансовій сфері

Джерело: побудовано автором

Таблиця 4.18

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

Найменування показника	Тип лінії тренда	Рівняння	Величина достовірності апроксимації, R^2
НА	Поліноміальна	$y = 1,3434x^2 + 65,534x + 146,26$	$R^2 = 0,9693$
ОА		$y = 4,5189x^2 + 25,998x + 188,53$	$R^2 = 0,9852$
ВК		$y = -3,6834x^2 + 82,036x + 109,16$	$R^2 = 0,7319$
ДЗ	Лінійна	$y = 46,346x - 56,978$	$R^2 = 0,9541$
ПЗ	Ступенева	$y = 161,51e0,1671x$	$R^2 = 0,9831$

Джерело: розраховано автором.

Для формалізації динаміки показників необоротних активів, оборотних активів, власного капіталу обрано поліноміальну функцію, довгострокових зобов'язань – лінійну, поточних зобов'язань – ступеневу. Для більш об'єктивної оцінки вартості капіталу промислових підприємств необхідно елімінувати вплив цінового характеру, що уособлюють як вартість товару чи послуги, так і

фінансові результати діяльності суб'єктів господарювання [83, с. 80]. За останні роки цінові показники промислової галузі нестабільні та цілком залежні від зовнішньої кон'юнктури ринку (табл. 4.19). Рецесія економіки країни формує зростаючий ціновий тренд на промислову продукцію, проте темпи росту показників собівартості промислової продукції випереджають аналогічні показники цін за рахунок стрімкого зросту складових собівартості продукції.

Таблиця 4.19

**Елімінування вартості власного капіталу промислових підприємств на
індекс цін промислової продукції**

Рік	Індекс цін, %		Вартість власного капіталу, млн грн	
	за рік	кумулятивний	номінальна	реальна
2004	124,1	124,1	237504,2	191381,3
2005	109,5	135,9	263051,4	193577,4
2006	114,1	155,0	310325	200145,2
2007	123,3	191,2	363110,4	189934,6
2008	123	235,1	397952,6	169235,6
2009	114,3	268,8	410801,9	152843,3
2010	118,7	319,0	424868,9	133173,6
2011	114,2	364,3	464370,9	127456,6
2012	100,3	365,4	700321,3	191643,3
2013	101,7	371,6	721155,3	194045,7
2014	131,8	489,8	581721,4	118761,3
2015	125,4	614,2	479066,6	77993,5
2016	135,7	833,5	522353,3	62668,2
2017	116,5	971,1	526911,9	54261,9

Джерело: розраховано автором.

За методичними рекомендаціями з формування цін на продукцію (роботи, послуги) промислових підприємств Міністерства промислової політики України ціна характеризується як грошове вираження впливу системи ціноутворюючих факторів, що діють нині [84]. Тобто, ціна як економічна

характеристика одночасно представляє собою і результат діяльності підприємства, і рівень взаємодії попиту та пропозиції, і рівень втручання держави у бізнес, і цінову політику виробника в умовах діючих цінових чинників. Загальна тенденція цін промислової продукції описується поліноміальною залежністю (рис. 4.10).

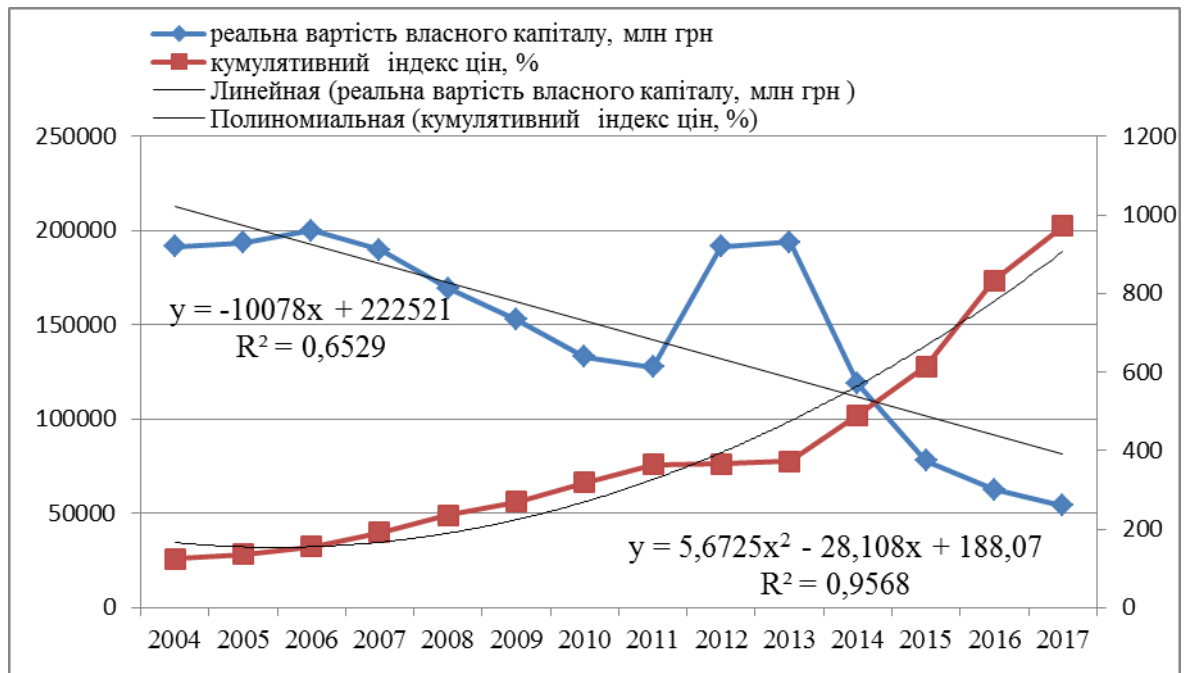


Рис. 4.10. Графічна візуалізація елімінування вартості власного капіталу промислових підприємств на індекс цін промислової продукції

Джерело: розраховано автором

У табл. 4.20 наведено фінансові коефіцієнти, які характеризують формування і використання промислових підприємств. 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 ВОК – із 0,11 до 0,49. У період 2004–2014 рр. значення коефіцієнта фінансового левериджу погіршилося з 0,18 до 0,82, але знаходилося у нормативних рамках. У наступних роках воно перевищило граничне значення – одиницю. Зазначене свідчить про незадовільний фінансовий стан промислових підприємств.

Фінансові показники, які характеризують формування і використання капіталу промислових підприємств протягом 2004–2017 рр.

Рік	Капітал – всього, млн грн	Питома вага власного капіталу, %	Розмір власного оборотного капіталу (ВОК), млн грн	Коефіцієнт покриття оборотних активів ВОК, коеф.	Коефіцієнт фінансового левериджу, коеф.	Коефіцієнт співвідношення короткострокового і довгострокового капіталу, коеф.
2004	481082,7	49,4	-24425,5	-0,11	0,18	0,22
2005	531319,5	49,5	-22266	-0,09	0,20	0,25
2006	626141,9	49,6	-37903	-0,14	0,28	0,38
2007	772465,3	47,0	-41267,7	-0,11	0,33	0,42
2008	975231,3	40,8	-98471,2	-0,21	0,45	0,45
2009	1097498	37,4	-136021,7	-0,25	0,47	0,39
2010	1237861,6	34,3	-173988	-0,28	0,49	0,35
2011	1385959,5	33,5	-194978,2	-0,27	0,55	0,38
2012	1769878,2	39,6	-279904,7	-0,35	0,50	0,48
2013	1872235,9	38,5	-311796,6	-0,37	0,51	0,47
2014	1992373,6	29,2	-478576,3	-0,51	0,82	0,51
2015	2356486,3	20,3	-675099,5	-0,56	1,22	0,45
2016	2415763,6	21,6	-668128,8	-0,55	1,14	0,46
2017	2790399,5	18,9	-745914,9	-0,49	1,06	0,33

Джерело: розраховано автором за даними джерела [82].

Висока фінансова стійкість галузі національної економіки – об'єкта інвестування збільшує не лише її конкурентоспроможність, але і інвестиційну привабливість підприємств, які її формують і здійснюють основні для певної галузі види економічної діяльності [85, с. 130]. Тому на рівні промисловості необхідно підвищити частку підприємств, які працюватимуть беззбитково, а також збільшити абсолютний розмір їх додатних фінансових результатів. За умови капіталізації прибутку підприємствами зросте вартість власного капіталу на рівні галузі. Одночасне збільшення власного капіталу і скорочення поточних

зобов'язань сприятиме зростанню вартості власного оборотного капіталу. Пропонований підхід до управління фінансовими ресурсами поступово здатний подолати хронічний дефіцит власного оборотного капіталу, ознаками якого є фінансування оборотних активів у повному обсязі і частини необоротних активів за рахунок зобов'язань.

Вихід підприємства на фондовий ринок передбачає попередню розробку бізнес-плану. Він має передбачати концептуальні підходи до управління внутрішніми ресурсами, а також принципи і пріоритети зовнішнього фінансування операційної та інвестиційної діяльності [86, с. 122]. Розроблений план дій має бути укрупненим, носити імперативний характер, визначати склад внутрішніх і зовнішніх джерел інформації для планування; орієнтуватися на використання інноваційних фінансових інструментів [87, с. 503].

Розділ «Фондові ринки» має бути складовою бізнес-плану підприємства. Його рекомендована структура: «призначення і мета діяльності», «галузь, масштаб і сфера діяльності», «завдання і стратегії», «маркетинг-план», «фінансовий план», у т. ч. «план дій на фондовому ринку» (обґрунтування складу портфелів цінних паперів та їх композитів, базові умови проспекту емісії цінних паперів, очікуваний обсяг залучення капіталу та його вартість), «прибуток та його розподілення».

Інструментарій фінансового менеджменту являє собою певні механізми, які дозволяють встановити фактори впливу на рівень важливих ринкових показників, які суттєво впливають на узагальнюючі показники діяльності підприємства. Розглянемо модифіковану версію моделі Дюпон, де результируючим показником є рентабельність активів (R_a), а не рентабельність власного капіталу. Факторами є коефіцієнт рентабельності реалізації продукції ($R_Q^ч$) та коефіцієнт оборотності (кількість оборотів) активів (KO_a):

$$R_a = R_Q^ч * KO_a, \quad (4.10)$$

$$R_a = \frac{\text{чистий прибуток}}{\text{обсяг реалізованої продукції}} * \frac{\text{обсяг реалізованої продукції}}{\text{активи}} = \frac{\text{чистий прибуток}}{\text{активи}} \quad (4.11)$$

Для інтерпретації результатів, одержаних при розрахунку моделі «DuPont», може бути використана матриця, представлена на рис. 4.11.

<p>1 Низьке значення коефіцієнту рентабельності активів – P_A (При низькому значенні P_{PP} і низькому значенні KO_A)</p>	<p>2 Середнє значення коефіцієнту рентабельності активів – P_A (При низькому значенні P_{PP} і високому значенні KO_A)</p>
<p>Середнє значення коефіцієнту (При високому значенні P_{PP} та низькому значенні KO_A)</p> <p>4</p>	<p>Високе значення коефіцієнту рентабельності активів – P_A (При високому значенні P_{PP} і високому значенні KO_A)</p> <p>3</p>

Рис. 4.11. Матриця оцінки результату інтегрального аналізу коефіцієнта рентабельності активів підприємств

Джерело: власна розробка

За допомогою матриці можна виявити основні резерви подальшого підвищення рентабельності активів підприємства – збільшити рентабельність реалізації продукції; прискорити оборотність активів; використовувати обидва ці напрями. Апробацію факторної моделі фірми «DuPont» проведемо на матеріалах ПрАТ «Запорізький трансформаторний завод» (ЗТР) на основі додатку Б, інформацію про акціонерів наведено у табл. 4.21).

Органом, що зареєстрував випуск простих іменних акцій у бездокументарній формі, є: Запорізьке територіальне управління Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Протягом звітного періоду цінні папери Товариства не перебували у лістингу на фондових біржах України, торгівля акціями на зовнішніх та внутрішніх ринках не здійснювалась.

Вихідні дані для факторного аналізу рентабельності активів і рентабельності власного капіталу наведено в табл. 4.22.

Таблиця 4.21

Інформація про власників пакетів ПрАТ «ЗТР», яким належить 10 і більше відсотків акцій емітента

Найменування юридичної особи	Ідентифікаційний код юридичної особи	Місце-знаходження	Кількість акцій (штук)	Від загальної кількості акцій (у відсотках)	Кількість за видами акцій	
					прості іменні	привілейовані іменні
ТОВ «КУА «Сварог Ессет Менеджмент», що діє від свого імені, але в інтересах та за рахунок активів Пайового закритого недиверсифікованого венчурного інвестиційного фонду ТОВ «КУА «Сварог Ессет Менеджмент»	33499232	01901 Україна м. Київ д/в м. Київ Госпітальна, 12-д				
«Четвертий»			971811068	43,97	971811068	0
«Сьомий»			1192810379	53,97	1192810379	0
Усього			2164621447	97,94	2164621447	0

Джерело: побудовано за даними [88].

Таблиця 4.22

**Апробація факторної моделі фірми «DuPont» проведемо на матеріалах
ПрАТ «Запорізький трансформаторний завод»**

Показник	Од. виміру	2016	2017	Зміна
Чистий прибуток	тис. грн	-931245	-469727	461518
Власний капітал	тис. грн	-5107710	-5605161	-497451
Рентабельність власного капіталу	%	18,23	8,38	-9,85
Обсяг реалізації продукції	тис. грн	2352247	2311462	-40785
Чиста рентабельність продажів	%	-39,59	-20,32	19,27
Обсяг капіталу	тис. грн	4383956	4639332	255376
Ресурсовіддача	коеф.	0,54	0,50	-0,04
Коефіцієнт фінансової залежності	коеф.	-0,86	-0,83	0,03
Коефіцієнт оборотності активів	разів	0,537	0,498	-0,038
Рентабельність активів	%	-21,24	-10,12	11,12

Джерело: власні розрахунки.

Підприємство працює збитково, від'ємний фінансовий результат 2016 р. склав 931245 тис. грн, а збиток 2017 р. – 469727 тис. грн. Протягом року збитки скоротилися на 461518 тис. грн. Використання активів, продаж і власного капіталу є збитковим. Збитковість активів у 2016 р. становила 21,24%, а у 2017 р. – 10,12%. Скорочення збитковості склало 11,12%. Збитковість продаж у 2016 р. склала 39,59%, у 2017 р. – 20,32%. Збитковість продаж скоротилася на за рік на 19,27%.

Визначимо вплив на зміну коефіцієнта рентабельності активів методом абсолютних різниць протягом 2016–2017 рр. таких факторів (0-базис, 1 – факт):

– зміна показника чистої рентабельності продажів:

$$\Delta R_{a1} = \Delta R_Q^ч \times KO_{a0} = 19,27 * 0,537 = 10,35\%$$

– зміна показника коефіцієнта оборотності активів:

$$\Delta R_{a2} = R_Q^ч \times \Delta KO_a = -20,32 * -0,038 = 0,77\%$$

Разом: 11,12%

Вирішальний вплив на скорочення збитковості активів мало скорочення збитковості продаж (внесок 10,35%), а також уповільнення оборотності активів, які супроводжуються збитковим використанням (внесок 0,77%).

Коефіцієнт оборотності активів є низьким, оскільки активи здійснюють біля половини обороту за рік. Коефіцієнт оборотності активів у 2016 р. склав 0,537 оборотів, у 2017 р. – 0,498 оборотів, тобто уповільнення склало 0,038 оборотів.

Визначимо вплив на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу методом абсолютних різниць протягом 2016-2017 рр. таких факторів (0-базис, 1 – факт):

– зміна показника чистої рентабельності продажів:

$$\Delta R_{в.к.1} = \Delta R_Q^ч \times K_{в.а.0} \times K_{ф.з.0} = 19,27 * 0,54 * -0,86 = -8,85\%$$

– зміна показника ресурсовіддачі:

$$\Delta R_{в.к.2} = R_Q^ч \times \Delta K_{в.а.} \times K_{ф.з.0} = -20,32 * -0,04 * -0,86 = -0,70\%$$

– зміна показника коефіцієнта фінансової залежності:

$$\Delta R_{в.к.3} = R_Q^ч \times K_{в.а.1} \times \Delta K_{ф.з.} = -20,32 * 0,50 * 0,03 = -0,30\%$$

Разом: -9,85%

Протягом 2017 р. порівняно з попереднім періодом рентабельність власного капіталу ПрАТ «ЗТР» скоротилася на 9,85%, у т. ч. за рахунок зміни показників: чистої рентабельності продажів (8,85%), ресурсовіддачі (0,70%), коефіцієнта фінансової залежності (0,30%).

Інформацію щодо вартості чистих активів емітента наведено у табл. 4.23.

Таблиця 4.23

Розрахунок вартості чистих активів емітента ПрАТ «ЗТР»

Найменування показника	2016	2017	Приріст
Розрахункова вартість чистих активів, тис. грн	-5107710	-5605161	-497451
Статутний капітал, тис. грн	22103	22103	0
Скоригований статутний капітал, тис. грн	22103	22103	0

Джерело: власні розрахунки.

У 2017 р. розрахункова вартість чистих активів скоротилася на 497451 тис грн. На кінець періоду вона становила -5605161 тис. грн, що менше скоригованого статутного капіталу (22103 тис. грн). Причиною збільшення від'ємного значення розрахункової вартості чистих активів є зростання нерозподіленого збитку на 422095 тис. грн. Стаття 155 Цивільного Кодексу України визначає: «якщо після закінчення другого та кожного наступного фінансового року вартість чистих активів акціонерного товариства виявиться меншою від статутного капіталу, товариство зобов'язане оголосити про зменшення свого статутного капіталу та зареєструвати відповідні зміни до статуту у встановленому порядку. Якщо вартість чистих активів товариства стає меншою від мінімального розміру статутного капіталу, встановленого законом, товариство підлягає ліквідації» [89]. Таким чином, підприємство функціонує поза межами правового поля України. Воно фінансує активи за рахунок короткострокових позикових коштів (короткострокові кредити банків, короткострокова кредиторська заборгованість). Власні оборотні кошти підприємства не покривають загальну суму запасів. Така ситуація спонукає підприємство до постійного моніторингу фінансово-господарської діяльності з метою недопущення стану банкрутства.

Вихід ПрАТ «ЗТР» на фондові ринки є неможливим, оскільки підприємствам заборонено покривати збитки доходами від емісії цінних паперів. Даному підприємству доцільно негайно розпочати процедуру санації, у т.ч. із залученням арбітражного керуючого.

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.

Висновки до розділу 4

1. Аналітичне забезпечення оцінки інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання на фондовому ринку ґрунтується на таких фінансових показниках: майновий стан, ліквідність і платоспроможність, ділова активність, фінансова стійкість, прибутковість та рентабельність. Також важливим є врахування нефінансових факторів: здатності адаптуватися до змін внутрішнього й зовнішнього середовища діяльності суб'єктів господарювання, стану реалізації політики соціальної відповідальності. Однак, фінансовий

капітал набуває пріоритетного значення, оскільки він трансформується в інші види ресурсів і виконує такі основні функції, як: формування, підтримка оптимальної структури й нарощування виробничого потенціалу підприємства; забезпечення операційно-інвестиційної діяльності; фінансування соціальної політики суб'єктів господарювання.

2. Визначено інвестиційну привабливість фінансових інструментів формування капіталу суб'єктів господарювання на фондовому ринку України. Доведено, що найбільш привабливим фінансовим інструментом формування капіталу на фондовому ринку України для суб'єктів господарювання, орієнтованим на зовнішньоекономічну діяльність, є первинне розміщення акцій. Аргументовано, що приватне розміщення акцій в інституціональних умовах України є більш ризикованим порівняно з випуском корпоративних облігацій. Розроблено рекомендації зі збільшення капіталізації суб'єктів господарювання за рахунок участі в торгах на фондовому ринку, а також венчурного інвестування.

3. Обґрунтовано фінансово-банківський механізм управління грошовими потоками суб'єктів господарювання, представлений емісією пайових і боргових цінних паперів, отриманням кредитів та їх своєчасним погашенням за умови підтримання на достатньому рівні оперативної і перспективної ліквідності підприємства. Проведений аналіз діяльності суб'єктів господарювання машинобудування дозволив зробити висновок, що кращі показники ліквідності і структури грошових потоків мають великі підприємства, створені у формі публічного акціонерного товариства, які мають доступ до ресурсів фондового й кредитного ринків.

4. Критична оцінка ролі фондових індексів на фінансовому ринку дозволяє виділити такі їх функції: індикативну, інвестиційну, прогнозну, інжинірингову, оцінну, ризикову, страхову. Фондові індекси в Україні визначаються біржами, серед яких найбільш популярними є індекси ПФТС та UX, а також національним регулятором. Інституціональні умови фінансового ринку України деформують реалізацію функцій фондових індексів за рахунок

недостатньої репрезентативності індексних кошиків, низької ліквідності цінних паперів, високого рівня спекулятивної складової, обмеженості видів похідних фінансових інструментів. Заходами щодо виправлення ситуації на краще є зміцнення рівня корпоративного управління, підвищення інвестиційної привабливості цінних паперів, що дозволить задовольняти вимоги їх внесення до лістингових котирувальних списків фондових бірж.

5. Ефективна дія фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання передбачає використання інструментів планування, прогнозування, розробку фінансових стратегій, які чітко ідентифікують мету й завдання в інтересах об'єкта управління, передбачають швидку реакцію на зміни умов фінансового ринку та внутрішнього середовища на основі стандартних і нестандартних прийомів, а також принципу альтернативності.

Список використаних джерел до розділу 4

1. Семенов А. Г., Ярошевська О. В. Роль фінансового аналізу у формуванні фінансової стратегії підприємства. *Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво*. 2014. № 1. С. 106–110.

2. Ярошевська О. В. Методи оцінки ліквідності, платоспроможності та фінансової стійкості підприємства. *Стратегія і механізми регулювання промислового розвитку* : зб. наук. праць. Донецьк : ІЕП НАН України, 2013. С. 175–193.

3. Про затвердження Національного положення (стандарту) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності» : Наказ Міністерства фінансів України від 07.02.2013 № 73. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0336-13/>

4. Ярошевська О. В., Світла А. О. Особливості аналізу фінансового стану акціонерного товариства. *Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво*. 2013. № 2. С. 232–242.

5. Семенов А. Г., Ярошевська О. В. Оптимізація структури капіталу підприємства за критерієм максимізації його рентабельності. *Держава та регіони. Серія : Економіка та підприємництво*. 2014. № 5. С. 117–128.

6. Безгінова Л. І. Формування оптимальної структури капіталу в підприємствах роздрібно́ї торгівлі : дис... канд. екон. наук : 08.07.05 / Харківський держ. ун-т харчування та торгівлі. Харків, 2004. 177с.

7. Квасницька Р.С. Управління цільовою структурою капіталу підприємства : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.06.01 / Хмельниц. нац. ун-т. Хмельницький, 2005. 19 с.

8. Крамаренко Г. А., Черная О. Е. Влияние структуры капитала предприятия на его формирование и результативность использования. *Вестник СевГТУ. Экономика и финансы* : сб. науч. тр. / редкол.: В. И. Плаксин (отв. ред.) и др.; Севастоп. нац. техн. ун-т. Севастополь : Изд-во СевНТУ, 2004. Вып. 53. С.34–42.

9. Чорна О. Є. Управління капіталом підприємства в умовах ринкової трансформації економіки України : дис. ... канд. екон. наук : 08.04.01 / Одеський держ. економічний ун-т. Одеса, 2005. 176 с.

10. Глобальні стандарти результативності інвестування (The Global Investment Performance Standards, GIPS). URL: <http://www.uaib.com.ua/img/-forall/gips05.pdf/>

11. Версаль Н. І., Кирій В. П. Особливості формування банками ресурсів із використанням боргових цінних паперів в умовах фінансової кризи. *Фінанси України*. 2009. № 10. С. 71–85.

12. Костон А. Финансисты, которые изменили мир. Москва : Манн, Иванов и Фербер, 2014. 288 с.

13. Федоренко А. Проблемні питання визначення інвестиційного прибутку професійним торговцем цінними паперами при виконанні ним

функцій податкового агента. *Ринок цінних паперів України*. 2012. № 5–6. С. 41–52.

14. Шишков С. Є. Біржовий механізм розвитку фондового ринку України : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України». Київ, 2011. 20 с.

15. Петренко І. П. Боргові цінні папери у формуванні інвестиційного капіталу : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені В. Гетьмана». Київ, 2014. 20 с.

16. Косова Т. Д. Розвиток фондової моделі фінансування інвестиційної діяльності в Україні. *Світ фінансів*. 2005. Вип. 3–4(4–5). С. 176–185.

17. Ярошевська О. В. Інвестиційна привабливість фінансових інструментів формування капіталу суб'єктів господарювання на фондовому ринку України ринку. *Причорноморські економічні студії*. 2016. Вип. 6. С. 239–243.

18. Пластун В. Л. Особливості впливу інституційних інвесторів на стабільність фондового ринку. *Фінансовий простір*. 2013. № 1. С. 62–67.

19. Куліш О. А. Фондовий ринок у системі економічних відносин : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.01 / Донецький нац. ун-т. Донецьк, 2008. 20 с.

20. Кобушко І. М. Стратегія розвитку інвестиційного ринку: теоретичні засади та вітчизняні реалії : монографія. Суми : Сумський державний університет, 2012. 517 с.

21. Овчаренко С. В. Науково-методичне забезпечення первинного публічного розміщення акцій : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / Нац. банк України, Ун-т банк. справи Нац. банку України. Київ, 2013. 20 с.

22. Шелехов К. В., Тарасенко А. О. Переваги первинного публічного розміщення акцій (ІРО) як інвестиційного інструменту залучення капіталу виробничим підприємством. *Ефективна економіка*. 2012. № 3. URL: [file:///C:/Users/Home/Downloads/efek_2012_3_46%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Home/Downloads/efek_2012_3_46%20(1).pdf).

23. Річний звіт за 2015 рік Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/33518/>

24. Тарасова О. В. Проблеми формування капіталу підприємств корпоративного сектору економіки. *Економіка харчової промисловості*. 2011. № 1. С. 40–44.

25. Лисяк Л. В., Гриценко О. В. Первинне публічне розміщення акцій (ІРО) в системі фінансового забезпечення інноваційного розвитку економіки України. *Вісник ДДФА. Економічні науки*. 2014. № 2. С. 47–57.

26. Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2017 рік. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/rtchniy-zvt-nktspfr-za-2017-гk/>

27. Науменкова С. В., Буй Т. Г. Використання структурованих цінних паперів для фінансування корпорацій в Україні. *Фінанси України*. 2010. № 2. С. 89–101.

28. Лапко О. О. Венчурний капітал як джерело фінансування інноваційного розвитку економіки. *Економіка і прогнозування*. 2006. № 3. С. 35–42.

29. Дегтярьова Н. В., Афоніна Є. В. Інноваційні інструменти світового ринку боргових цінних паперів. *Фінанси, облік і аудит*. 2012. Вип. 19. С. 46–54.

30. Kolodiziev O. M., Kotsiuba O. V. Solving of modern problems in financial flows management of enterprises: system approach in new economy realities. *Економіка розвитку*. 2018. № 1. С. 66–74.

31. Долінський Л., Ніколаєнко К. Кореляційно-регресійний аналіз залежності українських фондових індексів від кон'юнктури біржових ринків світу. *Ринок цінних паперів України*. 2012. № 1–2. С. 95–104.

32. Тельнова Г. В. Особливості управління фінансами інтегрованих корпоративних структур. *Проблеми економіки*. 2013. № 1. С. 255–260.

33. Гобаді М., Шаріфі Е. Взаємозв'язок між цінами на нафту та індексами фондової біржі в Ірані. *Фінансовий простір*. 2015. № 3. С. 92–102.

34. Деєва Н. Е. Інтегральний індекс фондового ринку: інформаційна ємність і проблеми використання. *Вісник економічної науки України*. 2009. № 2 (16). С. 37–40.

35. Віктор І. С., Ліпич С. В. Індеси та рейтинги на фондовому ринку України. *Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України*. 2014. № 1. С. 42–49.

36. Гапонюк М., Запорожець М. Біржові індекси в інформаційних потоках фондового ринку України. *Ринок цінних паперів України. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку*. 2010. № 11–12. С. 11–17.

37. Запорожець М. Роль та місце біржових індексів у інформаційних потоках вітчизняного фондового ринку. *Економіст*. 2014. № 7. С. 40–42.

38. Косова Т. Д., Ярошевська О. В. Функції та роль фондових індексів на фінансовому ринку України. *Економіка. Фінанси. Право*. 2017. № 1. С. 19–22.

39. Про затвердження Методики розрахунку інтегрального індексу фондового ринку № 237 від 20.12.2000 : Рішення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку. URL: <http://www.uapravo.net/data/base48/-ukr48307.htm/>

40. Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж: Рішення НКЦПФР від 22.11.2012 № 1688. URL: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12>.

41. Щодо затвердження нової редакції Правил розрахунку індексу ПФТС : Рішення Біржової ради Першої фондової торговельної системи від 10.10.2008 № 3. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/rada/show/vr003211-08/>

42. Параметри ЦП Індексу ПФТС. URL: http://pfts.ua/images/-PFTS_Index/Index_Basket_History_150718UA.xls.

43. Значення індексу ПФТС (Україна). URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/markets/stock/pfts/>

44. Список акцій для расчета Индекса. Действует: с 19.09.2016. URL: <http://fs.uх.ua/files/59>.

45. Значення індексу UX (Україна). URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/markets/stock/ux/>

46. Індекс ПФТС. URL: <http://pfts.ua/trade-info/indexes/shares-indexes>.

47. Динаміка індексу UX. URL: <http://www.uх.ua/ru/index/stat/-dailyhistory.aspx?code=UX>.

48. Ринок цінних паперів України: повне перезавантаження: Річний звіт НКЦПФР за 2015 рік. URL: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/-1473066406.pdf.

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.

50. Калиниченко М. П. Маркетингова діяльність промислового підприємства на фінансовому ринку. *Вісник соціально-економічних досліджень*. 2013. Вип. 2 (2). С. 34–39.

51. Гуменна О. В. Маркетингове забезпечення розвитку фінансових ринків. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2013. № 8. С. 11–14.

52. Киця Д. К. Механізм управління грошовими потоками банку. *Управління розвитком*. 2014. № 2. С. 137–141.

53. Орлова В. В., Оришко С. П. Механізм управління грошовими потоками готельного комплексу. *Карпатський край*. 2013. № 1. С. 167–176.

54. Шевчук В. Р. Аналітичне забезпечення раціоналізації грошових потоків підприємств (на прикладі меблевого виробництва України) : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.06.04 / Терноп. акад. нар. госп-ва. Тернопіль, 2001. 20 с.

55. Хлевицька Т. Б. Грошові потоки в логістиці торговельних підприємств: сутність та механізми оптимізації : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.07.05 / Донец. держ. ун-т економіки і торгівлі ім. М. Туган-Барановського. Донецьк, 2005. 19 с.

56. Щерба А. О. Сутність і структура механізму управління грошовими потоками підприємства. *Вісник Донецького університету економіки та права*. 2013. № 2. С. 144–148.

57. Піскунова Н. О. Формалізація змісту та структури механізму управління грошовими потоками. *Економічний простір*. 2016. № 115. С. 126–136.

58. Косова Т. Д., Ярошевська О. В. Фінансово-банківський механізм управління грошовими потоками суб'єктів господарювання. *Науковий вісник УжНУ. Сер.: Міжнародні економічні відносини та світове господарство*. 2017. Вип. 12. Ч. 2. С. 194–197.

59. Бойко Н. О. Формування стратегій управління споживчим капіталом машинобудівного підприємства. *Бізнес-Інформ*. 2015. № 1. С. 277–283.

60. Іванов С. В. Підходи до ухвалення організаційних рішень і вибору фінансової стратегії підприємства. *Вісник економічної науки України*. 2015. № 1. С. 62–68.

61. Костирко Л. А. Методологічні засади формування фінансової стратегії сталого розвитку підприємств. *Вісник Східноукраїнського національного університету імені Володимира Даля*. 2017. № 2 (232). С. 38–43.

62. Костирко Л. А., Серета О. О. Концептуальні основи механізму фінансового регулювання розвитку підприємств. *Часопис економічних реформ*. 2016. № 2. С. 33–40.

63. Івасів І. Б. Моделі оцінки вартості фірми на основі грошових надходжень. *Фінанси, облік і аудит* : зб. наук. пр. / М-во освіти і науки України, ДВНЗ «Київ. нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана» ; редкол.: А. М. Мороз (відп. ред.) та ін. Київ : КНЕУ, 2008. Вип. 11. С. 46–59.

64. Долінський Л. Б. Моделі оцінювання боргових цінних паперів із урахуванням імовірностей дефолтів. *Фінанси України*. 2010. № 6. С. 89–99.

65. Про затвердження Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями: Постанова Національного банку України від 30.06.2016 № 351. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/v0351500-16/para18#n18>.

66. Бобиль В. В. Ідентифікація, оцінка, планування та зниження фінансових ризиків за центрами відповідальності банку. *Економічний вісник Національного технічного університету України «Київський політехнічний інститут»*. 2016. № 13. С. 121–129.

67. Примостка А. О. Теоретичні концепції прогнозованості фондових ринків. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія: Економіка*. 2016. Вип. 2. С. 128–133.

68. Ананьєв М. Ю. Глобальні детермінанти розвитку ринків цінних паперів : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.02 / Держ. ВНЗ «Київ. нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана». Київ, 2018. 19 с.

69. Kolodiziev O., Tyschenko V., Azizova K. Project finance risk management for public-private partnership. *Investment Management and Financial Innovations (open-access)*. 2017. № 14 (4). P. 171–180.

70. Решетова Г. В. Фінансіалізація економіки: наслідки для компанії в умовах граничних ринків капіталу. *Вісник Львівської комерційної академії. Серія економічна*. 2014. Вип. 46. С. 50–54.

71. Модильяни Ф., Миллер М. Скільки стоить фірма? Теорема ММ / пер. с англ. А. М. Семенов ; Академія народного господарства при Правительстві РФ. 2-е изд. Москва : Дело, 2001. 271 с.: рис. (Економіка : ідеї і портрети).

72. Про акціонерні товариства : Закон України від 17.09.2008 № 514-VI. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/514-17>.

73. Каламбет С. В., Микитюк Ю. С. Систематизація теоретичних підходів до визначення сутності фінансового планування на підприємстві та особливостей його реалізації. *Економіка та держава*. 2015. № 3. С. 86–90.

74. Деєва Н. Е. Корпоративне управління і фінансовий ринок: проблеми теорії та практики : монографія / Нац. акад. наук України, Ін-т економіки пром-сті. Донецьк : Ін-т економіки пром-сті НАН України, 2011. 523 с. : табл., рис.

75. Ярошевська О. В. Прогнозування розвитку промисловості України. *Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності*. 2015. Вип. 2 (1). С. 84–90.

76. Мамонтова Н. А. Кредитні ресурси у фінансуванні промислових підприємств в умовах сталого розвитку. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія: Економіка*. 2015. Вип. 28. С. 130–133.

77. Ярошевська О. В. Аспекти розвитку промисловості України в умовах системної кризи. *Часопис економічних реформ*. 2015. № 1. С. 45–53.

78. Ярошевська О.В. Структурна оцінка капіталу підприємств за видами економічної діяльності. *Новини на научний 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.

79. Ларка М. І., Лісовська Г. О. Аналіз фінансового стану підприємства як засіб підвищення ефективності його діяльності. *Вісник Національного технічного університету «ХПІ»*. Серія: *Технічний прогрес та ефективність виробництва*. 2013. № 22. С. 168–174.

80. Косова Т. Д., Стебляк І. О. Фінансова результативність українських підприємств: ефекти масштабу та територіального розташування. *Вісник ДонНУЕТ*. 2015. № 1 (62). С. 130–140.

81. Іонін Є. Є. Індикатори фінансової стійкості підприємства як інструмент ранньої діагностики банкрутства. *Фінансы, учет, банки*. 2016. Вып. 1. С. 11–20.

82. Показники балансу підприємств за видами економічної діяльності. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>

83. Ярошевська О. В. Цінові тенденції промисловості України. *Економічний вісник Запорізької державної інженерної академії*. 2016. Вип. 1. С. 78–84.

84. Про затвердження Методичних рекомендацій з формування цін на продукцію (роботи, послуги) промислових підприємств : Наказ Міністерства промислової політики України від 17 липня 2009 року № 491. URL: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/FIN48943.html.

85. Семенов А. Г., Ярошевська О. В. Механізми фінансового менеджменту для проведення аналізу. *Вісник економічної науки України*. 2014. № 2 (26). С. 127–131.

86. Семенов А. Г., Ярошевська О. В., Семенов Г. А. Методи розробки бізнес-плану для акціонерного товариства. *Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво*. 2015. № 1. С. 118–125.

87. Перший етап модернізації економіки України: досвід та проблеми : монографія / О. М. Алимов, О. І. Амоша та ін. : за ред. В. І. Ляшенка. Запоріжжя : КПУ, 2014. 792 с.

88. Інформація про емітентів. URL: <https://smida.gov.ua/db/emitent/year/-xml/showform/113567/152/templ>.

89. Цивільний кодекс України : Закон України від 16.01.2003 № 435-IV. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/435-15>.

РОЗДІЛ 5 НАУКОВО- МЕТОДИЧНІ РЕКОМЕНДАЦІЇ ЩОДО УДОСКОНАЛЕННЯ ІНФРАСТРУКТУРНО-ІНСТИТУЦІЙНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФОНДОВИХ МЕХАНІЗМІВ ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ

5.1. Капіталізація фондового ринку України як середовище розвитку суб'єктів господарювання

Капіталізація є складним, багаторівневим процесом, що охоплює всю економіку і модифікується залежно від рівня її оцінки. Виділяють такі форми капіталізації: реальна, фінансова, фіктивна, номінальна, ринкова, пряма, зворотна, абсолютна, відносна, галузева тощо.

Результатом управління капіталізацією є приріст вартості підприємства, що виражається в зростанні капіталізації. Тому система управління нею має розглядатися нерозривно від оцінки капіталізації. При цьому найбільш складно оцінити капіталізацію непублічних компаній, акції яких не обертаються на фондовому ринку [1, с. 72].

У ринковій капіталізації фондового ринку знаходить своє відображення загальна капіталізація ринкової економіки в цілому. Головне питання полягає в адекватному її вимірі за міжнародно визнаними методиками та традиціями. Ринкова капіталізація біржового ринку акцій є самодостатнім економічним показником і не зводиться ні до суми ринкових капіталізацій публічних емітентів акцій, ні до більш загальної категорії капіталізації ринкової економіки.

Проблеми оцінки капіталізації фондового ринку України знаходяться у центрі уваги науковців. О. Корнійчук відзначає, що «сучасний фондовий ринок України навіть мінімально не використовує потенційні можливості інтелектуального, людського і фінансового капіталів» [2, с. 51]. Є. Редзюк

зазначає, що «показники капіталізації українського ринку цінних паперів свідчать про його неконкурентоспроможність, певну нерозвинутість, низьку ліквідність» [3, с. 79]. Це тривожний макроекономічний сигнал для всієї економіки. Як показує світовий досвід, є чітка залежність: чим більш розвинутий і потужний фондовий ринок має країна, тим сильніша, конкурентніша і продуктивніша її економіка та заможніше суспільство.

Капіталізація є важливим інститутом, який визначає рамки та хід конкретних процесів розвитку фондового ринку. «Сучасна криза засвідчила, що національні товарні і фінансові ринки, ринки фізичних активів капіталу і праці втратили стан стійкості та динаміку тенденцій розвитку» [4, с. 25]. Це повною мірою стосується і фондового ринку України, який є слабо капіталізованим і інституціонально не оформленим, про що свідчить низьке співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП порівняно із країнами з розвинутою ринковою економікою.

Погоджуємося з М. Лотоцьким, що «капіталізація виступає як процес прирощення вартості, прояв якого відбувається в нових формах з участю суб'єктів, які представляють усі рівні господарювання» [5, с. 182]. Незалежно від того, в якій сфері – продуктивній чи грошовій, в якій формі – капіталізації прибутку чи капіталізації вартості реалізується даний процес, результатом є прирощення вартості як основної мети розвитку суб'єктів господарювання. Авторський підхід ґрунтується на тому, що «капіталізація є похідною величиною від зростання економічних суб'єктів, тобто результатом агрегації господарських рішень щодо нарощування вартості суб'єктів різних рівнів національної економіки. Тенденції змін ринкової капіталізації вітчизняних промислових підприємств дозволяють відзначити, по-перше, відсутність чіткої стратегії залучення інвестиційних ресурсів на фондовому ринку; по-друге, відсутність галузевих особливостей залучення інвестиційних ресурсів» [6, с. 272].

Капіталізацію можна розглядати як багаторівневий процес, який охоплює усю економіку і модифікується в двох формах: реальній та фіктивній, що відображають процес перетворення вартості.

Реальна капіталізація віддзеркалює процеси акумуляції капіталу шляхом емісії пайових, боргових, похідних цінних паперів і спрямування його на фінансування матеріальних активів, капітальних вкладень (реального майна), яке в процесі функціонування підприємства створює додану вартість і реалізує відтворувальну сутність капіталу. Фіктивна капіталізація – це грошова оцінка реального капіталу підприємства, виражена у вартості випущених ним цінних паперів за ринковим курсом, визначеним фондовим ринком. Якщо реальна капіталізація більше тяжіє к балансовій оцінці капіталу, то на фіктивну капіталізацію значний вплив мають ринкові фактори попиту і пропозиції, а також кон'юнктура фондового ринку. На підставі сумарної вартості цінних паперів емітентів – учасників боргових торгів на вторинному ринку, визначається капіталізація фондової біржі [7, с. 9].

Порівняно із країнами з розвиненою ринковою економікою рівень потужності розвитку фондових бірж України, показником якого є співвідношення частки капіталізації лістингових компаній до ВВП країни, дещо низький і становить лише 19,7% сукупного ВВП, тоді як найбільш розвинений акціонерний капітал у Великобританії – 122,2 %, США – 114,9% (табл. 5.1).

Таблиця 5.1

**Співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП
у 2010–2012 рр., %**

Назва країни	2009	2010	2011	2012	Назва країни	2009	2010	2011	2012
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
США	108,5	108,9	104,3	114,9	Італія	15	15,6	19,7	23,8
Бразилія	72	72,1	49,6	54,6	Велико- британія	128,1	137,7	118,7	122,2
Росія	70,5	67,5	42,9	43,4					
Індія	86,6	95,9	54,9	68,6	Польща	31,4	40,5	29,9	36,3

Закінчення табл. 5.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Китай	100,3	80,3	46,3	44,9	Вірменія	1,6	0,3	0,4	1,3
Франція	75,3	75,6	56,6	69,8	Казахстан	50	41	23	11,5
Німеччина	39,3	43,5	32,9	43,4	Україна	12,6	15,9	13,7	19,7

Джерело: побудовано за даними [8]

Одним із показників ефективності функціонування ринку цінних паперів є розвиток його організованого сектору. У 2014 р., як і впродовж 2010–2013 рр., тривав щорічний активний розвиток біржового сегменту фондового ринку України. Порівняно з попереднім роком обсяг біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі у 2014 р. зріс на 33,72 % і становить 619,70 млрд грн, що еквівалентно 39,55 % ВВП України.

Протягом 2013–2014 рр. співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП зріс із 19,66% до 29,21%, а до кінця 2016 р. знизився із 0,82% (рис. 5.1). Зазначена динаміка пояснюється процесами очищення фондового ринку і роботою з підвищення якості лістингованих цінних паперів. Кількісні показники вступили у протиріччя з якісними, оскільки у 2016 році торгівля на біржах проводилася лише з акціями тих емітентів, які є реальними підприємствами з базисних галузей економіки.

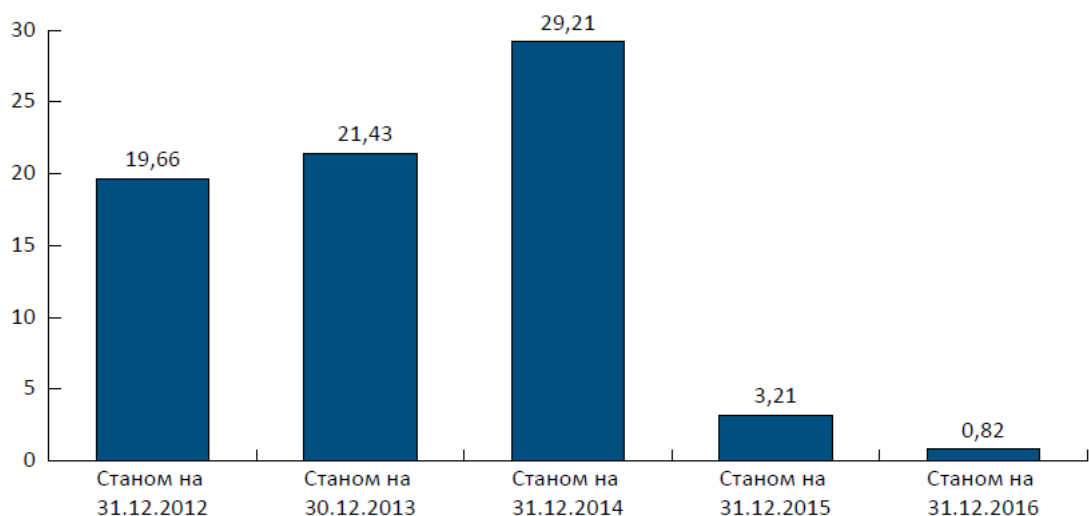


Рис. 5.1. Співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП, %

Джерело: побудовано за даними [9]

Капіталізація лістингових компаній фондового ринку на 31.12.2014 становила 457,61 млрд грн, що більше на 46,79 % порівняно з даними станом на 31.12.2013 (311,73 млрд грн). та майже у два рази більше порівняно з 2012 р. (277,02 млрд грн). Аналіз динаміки капіталізації лістингових компаній ринку свідчить, що темп зростання цього показника з 2010 по 2014 р. коливався в межах від 104,71 % до 154,02 %. Протягом зазначених років рівень капіталізації помірно зростав, що, насамперед, пов'язано зі збільшенням кількості цінних паперів емітентів, які пройшли процедуру лістингу.

Перелік емітентів із найбільшою ринковою капіталізацією протягом 2016 р. наведено в табл. 5.2. Так, у 2010–2014 рр. капіталізація вітчизняного фондового ринку коливалася в межах мінімального значення – від 13,66 % ВВП у 2011 р. до максимального свого значення 29,21 % ВВП у 2014 р. Якщо говорити про обсяг торгів акціями на ринку цінних паперів у 2014 р., то він збільшився майже у 2,5 рази порівняно з 2013 р. та становив 415,50 млрд грн. Зростання обсягу торгів акціями відбулося за рахунок збільшення операцій із цим видом цінних паперів на позабіржовому ринку. Підвищення вимог до проходження лістингу зумовлює збереження відносно невисокої частки лістингових цінних паперів в біржових реєстрах організаторів торгів. Так, станом на 31.12.2014 до біржових реєстрів організаторів торгівлі внесено 1050 цінних паперів. Можна відмітити збереження практично на попередньому рівні частки позалістингових цінних паперів (71,19 % від загальної кількості цінних паперів, які допущено до торгів на фондових біржах) (табл. 5.3).

На кінець 2014 р. найбільша кількість цінних паперів, які перебувають в обігу на фондових біржах, була розміщена на «ПФТС» (44,97 %), «Перспективі» (18,88 %) та «Українській біржі» (14,44 %). Для аналізу ризиків на ринку цінних паперів використовують волатильність, тобто відхилення ціни від попередніх значень.

Таблиця 5.2

Перелік лістингових компаній з найбільшою ринковою капіталізацією у 2016 році, млрд грн

№ з/п	Найменування емітента	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	Організатор торгівлі
1	ПАТ «ДНІПРОАЗОТ»	8438,01	8508,33	8580,38	8613,80	ПФТС, Перспектива, Універсальна
2	ПАТ «Укрнафта»	4738,89	5006,34	6435,05	5579,33	ПФТС, Перспектива, Універсальна, УБ
3	ПАТ «МОТОР СІЧ»	3982,50	4060,14	3591,68	3861,14	ПФТС, Перспектива, Універсальна, УБ
4	ПАТ АБ «Південний»	982,76	982,76	982,76	982,76	ПФТС
5	ПАТ АКБ «Індустріалбанк»	241,09	242,93	290,04	290,04	ПФТС, УБ
6	ПАТ «Донбасенерго»	390,55	348,19	310,21	248,50	ПФТС, Перспектива, Універсальна, УБ
7	MHPS.A.	61,25	64,25	61,25	62,50	УБ

Джерело: побудовано за даними [10].

ПФТС – Позабіржова фондова торгівельна система.

УБ – Українська біржа.

Кількість випусків цінних паперів, які допущено до торгів на фондових біржах за рівнями лістингу станом на кінець року, шт.

Рівні лістингу	2010	2011	2012	2013	2014
Усього	1520	2196	2963	3517	3645
I	146	194	274	377	568
II	247	318	407	497	482
Позалістингові	1127	1684	2282	2643	2595

Джерело: побудовано за даними [8].

У табл. 5.4 наведено коливання цін акцій компаній, які перебували в обігу на фондових біржах протягом 2016 р. До компаній реального сектора економіки, акції яких перебували в обігу на фондових біржах протягом 2016 року з другим рівнем лістингу, мають максимальне відхилення ціни такі суб'єкти господарювання: ПАТ «Полтавський автоагрегатний завод» (97,23%), ПАТ «ДТЕК ЗАХІДЕНЕРГО» (49,33%), ПАТ «ЕК «Житомиробленерго» (45,77%), ПАТ «КОНЦЕРН СТИРОЛ» (43,30%), ПАТ «ДТЕК Дніпроенерго» (43,04%), ПАТ «УКРТЕЛЕКОМ» (42,60%), ПАТ «САН ІНБЕВ Україна» (37,99%), ПАТ «Ясинівський коксохімічний завод» (36,09%), ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод» (34,33%), ПАТ «Турбоатом» (34,03%). ПАТ «АК Богдан Моторе» (30,20%), ПАТ «АВТОКРАЗ» (30,00%) (табл. 5.4). Найбільшу волатильність мають акції таких підприємств: ПАТ «ДТЕК Дніпроенерго» (9,35%), ПАТ «УКРНАФТА» (3,54%), ПАТ «Донбасенерго» (3,73%), ПАТ «МОТОР СІЧ» (2,77%), ПАТ «ДНІПРОАЗОТ» (0,04%).

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%) (табл. 5.5).

Таблиця 5.4

Коливання цін акцій компаній, які перебували в обігу на фондових біржах протягом 2016 р.

Найменування емітента	Міжнародні ідентифікаційні номери цінних паперів	Кількість торговельних днів	MIN відхилення, %	MAX відхилення ціни, %	Середнє відхилення ціни, %	Організатор торгівлі	Рівень лістингу
1	2	3	4	5	6	7	8
ПАТ «МОТОР СІЧ»	UA4000143135	249	0,042696	17,80	2,77	ПФТС (2), УБ (2), Універсальна, Перспектива	2; 0
ПАТ «ЦЕНТРЕНЕРГО»	UA4000079081	249	0,050418	14,41	2,60	ПФТС, УБ, Універсальна, Перспектива	0
ПАТ «УКРНАФТА»	UA4000117501	246	0,224702	20,46	3,54	УБ (2), ПФТС, Універсальна, Перспектива	2; 0
ПАТ «Донбасенерго»	UA4000080675	246	0,105224	31,34	3,73	УБ (2), Перспектива, Універсальна, ПФТС	2; 0
ПАТ «УКРСОЦБАНК»	UA1002231009	226	0,000002	55,53	9,56	ПФТС, УБ, Універсальна, Перспектива	0

Продовження табл. 5.4

1	2	3	4	5	6	7	8
ПАТ «ДТЕК ДНІПРОЕНЕРГО»	UA4000080444	113	0,020002	43,04	9,35		0
ПАТ «РАЙФФАЙЗЕН БАНК АВАЛЬ»	UA4000069603	246	0,033712	14,39	2,04		0
ПАТ АБ «УКРГАЗБАНК»	UA4000094866	245	0,000002	193,68	74,36	УМВБ, Універсальна, УБ, ПФТС, Перспектива	0
ПАТ «Алчевський металургійний комбінат»	UA4000075014	240	0,000001	20,76	3,56	ПФТС, УБ, Універсальна	0
ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод»	UA4000074058	224	0,000001	34,33	3,69	ПФТС, УБ, Універсальна, Перспектива	0
ПАТ «УКРТЕЛЕКОМ»	UA4000137244	184	0,000001	42,60	10,10		
ПАТ «АК Богдан Моторе»	UA4000134688	167	0,000001	30,20	3,12		
ПАТ «Турбоатом»	UA4000025043	165	0,000002	34,03	4,35	ПФТС, УБ	0
ПАТ «Ясинівський коксохімічний завод»	UA0500491008	163	0,000001	36,09	9,22	ПФТС, УБ, Універсальна, Перспектива	0

Закінчення табл. 5.4

1	2	3	4	5	6	7	8
ПАТ «ДТЕК ЗАХІДЕНЕРГО»	UA4000079479	151	0,058100	49,33	5,71	ПФТС, Універсальна, УБ	0
ПАТ «АВТОКРАЗ»	UA4000108112	135	0,000002	30,00	4,55	ПФТС, УБ, Універсальна, Перспектива	0
ПАТ «САН ІНБЕВ Україна»	UA4000089437	128	0,000002	37,99	4,35		0
ПАТ «КОНЦЕРН СТИРОЛ»	UA4000136626	127	0,000002	43,30	6,52		
ПАТ «Полтавський авто агрегатний завод»	UA4000109003	110	1,334293	97,23	4,63	ПФТС, УБ, Універсальна	0
ПАТ «КРЕДОБАНК»	UA1300571007	100	0,000002	0,002	0,0001	ПФТС, УБ	0
ПАТ «ЕК «Житомиробленерго»	UA4000077481	106	0,000001	45,77	4,01	ПФТС, УБ, КМФБ	0
ПАТ «АКБ «Індустріалбанк»	UA4000050223	86	0,790891	8,57	3,28	ПФТС (2), УБ	2
ПАТ АБ «ПІВДЕННИЙ»	UA1500091103	78	0,463677	1,41	0,57	ПФТС (2)	2
ПАТ «ДНІПРОАЗОТ»	UA4000104244	76	0,028926	0,34	0,04	Універсальна (2), ПФТС, Перспектива	2; 0
МНР S.A.	UA55302T2042	76	0,002566	4,42	0,64	УБ (2)	2

Джерело: побудовано за даними [10].

Таблиця 5.5

Динаміка обсягу і структури торгів на організаторах торгівлі протягом 2012–2017 рр.

Організатор торгівлі	2012		2013		2014		2015		2016		2017	
	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%
Перспектива	145563,96	55,21	311585,67	67,23	490458,12	79,15	220332,17	76,98	136057,62	57,80	127410,01	61,91
ПФТС	89463,95	33,93	110225,46	23,78	95881,73	15,47	53181,80	18,58	93719,20	39,81	64337,74	31,26
УБ	24023,66	9,11	10890,31	2,35	8565,89	1,38	6692,36	2,34	3531,20	1,50	13412,22	6,52
КМФБ	2127,64	0,81	11791,51	2,54	9921,41	1,60	3565,31	1,25	1743,32	0,74	81,75	0,04
Універсальна	649,75	0,25	13090,14	2,82	12739,29	2,06	591,29	0,21	252,09	0,11	399,20	0,19
СЄФБ	356,67	0,14	1081,52	0,23	1265,53	0,20	1413,39	0,49	59,09	0,03	-	-
УМВБ	51,48	0,02	1,49	0,00	260,4	0,04	118,67	0,04	21,71	0,01	-	-
УФБ	434,4	0,16	3333,83	0,72	456,88	0,07	301,98	0,11	18,93	0,01	1,16	0,001
ІННЕКС	10,01	0,00	220,78	0,05	27,32	0,00	5,09	0,00	1,98	0,00	145,43	0,07
УМФБ	989,99	0,38	1210,71	0,26	118,66	0,02	5,94	0,00	-	-	-	-
Усього	263671,51	100	463431,42	100	619695,23	100	286208,00	100	235405,14	100	205787,51	100

Джерело: побудовано за даними [9].

У результаті горизонтального аналізу структури торгів на організаторах торгівлі протягом 2012–2017 рр. зроблено такі висновки щодо найбільшої питомої ваги фінансових інструментів: УФБ (акції – 50%), КМФБ (облігації підприємств – 91,94%), ПФТС (державні облігації України – 90,13%), ІННЕКС (акції – 99,95%), УНІВЕРСАЛЬНА (опціонні сертифікати – 99,85%), Перспектива та УБ (державні облігації України – відповідно 97,20% і 57,46%), а також разом – державні облігації (92,10%). 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 табл. 5.6 наведено обсяг і структуру біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі (з розподілом за видом фінансового інструменту) у 2017 р. Найбільший обсяг торгів акціями зосереджено на ПФТС (62,52%), УБ (34,24%), облігаціями підприємств – на ПФТС (52,16%), Перспектива (34,01%), УБ (12,59%), державними облігаціями – ПФТС (30,59%), Перспектива (65,34%), інвестиційними сертифікатами – Перспектива (33,98%), УБ (64,31%), опціонними – УНІВЕРСАЛЬНА (21,5%), Перспектива (78,5%), деривативами – УБ (100%).

У табл. 5.7 наведено обсяг і структуру укладених угод із цінними паперами на фондових біржах і ПФТС на первинному і вторинному ринках у 2017 р. На сегментах первинного ринку біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі найбільшу питому вагу мають: на строковому ринку і на ринку приватизації (ПФТС – 41,18%, Перспектива – 33,04% УБ – 18,99%), спотовому (УФБ – 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. Вторинний ринок має такі пріоритети: ринок РЕПО (ПФТС – 29,24%, Перспектива – 68,90%), строковий (УБ – 100%), спотовий (ПФТС – 31,30%, Перспектива – 62,00%), приватизації (ПФТС – 95,12%).

Таблиця 5.6

Обсяг і структура біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі (з розподілом за видом фінансового інструменту) у 2017 р.

Організатор торгівлі	Акції	Облігації підприємств	Державні облігації України	Облігації місцевих позик	Інвестиційні сертифікати	Опціонні сертифікати	Деривативи	Державні деривативи	Усього
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
обсяг, млн грн									
УФБ	0,58	0,30	0,00	0,00	0,28	0,00	0,00	0,00	1,16
КМФБ	6,59	75,16	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	81,75
ПФТС	3158,17	3191,90	57987,13	0,00	0,54	0,00	0,00	0,00	64337,74
УМВБ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ІННЕКС	145,35	0,01	0,00	0,00	0,08	0,00	0,00	0,00	145,43
УНІВЕРСАЛЬНА	0,00	0,60	0,00	0,00	0,00	398,60	0,00	0,00	399,20
Перспектива	11,39	2081,46	123844,47	0,00	17,61	1455,05	0,04	0,00	127410,01
УБ	1729,48	770,65	7706,67	0,00	33,33	0,00	3171,88	0,20	13412,22
Усього	5051,58	6120,07	189538,27	0,00	51,83	1853,65	3171,92	0,20	205787,51
структура по вертикалі, %									
УФБ	0,011	0,005	0,000	-	0,540	0,000	0,000	0,000	0,001
КМФБ	0,130	1,228	0,000	-	0,000	0,000	0,000	0,000	0,040

Закінчення табл. 5.6

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ПФТС	62,518	52,155	30,594	-	1,042	0,000	0,000	0,000	31,264
УМВБ	0,000	0,000	0,000	-	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ІННЕКС	2,877	0,000	0,000	-	0,154	0,000	0,000	0,000	0,071
УНІВЕРСАЛЬНА	0,000	0,010	0,000	-	0,000	21,504	0,000	0,000	0,194
Перспектива	0,225	34,010	65,340	-	33,976	78,496	0,001	0,000	61,913
УБ	34,236	12,592	4,066	-	64,306	0,000	99,999	100,000	6,518
Усього	100	100	100	-	100	100	100	100	100
структура по горизонталі %									
УФБ	50,000	25,862	0,000	0,000	24,138	0,000	0,000	0,000	100
КМФБ	8,061	91,939	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	100
ПФТС	4,909	4,961	90,129	0,000	0,001	0,000	0,000	0,000	100
УМВБ	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ІННЕКС	99,945	0,007	0,000	0,000	0,055	0,000	0,000	0,000	100
УНІВЕРСАЛЬНА	0,000	0,150	0,000	0,000	0,000	99,850	0,000	0,000	100
Перспектива	0,009	1,634	97,202	0,000	0,014	1,142	0,000	0,000	100
УБ	12,895	5,746	57,460	0,000	0,249	0,000	23,649	0,001	100
Усього	2,455	2,974	92,104	0,000	0,025	0,901	1,541	0,000	100

Джерело: побудовано за даними [9].

Таблиця 5.7

Обсяг і структура укладених угод із цінними паперами на фондових біржах і ПФТС на первинному і вторинному ринках у 2017 р.

Організатор торгівлі	Первинний ринок				Вторинний ринок						Усього
	строковий	спотовий	приватизації	разом	ринок РЕПО	строковий	спотовий	приватизації	спеціальний аукціон у рамках проведення процедури банкрутства	разом	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
обсяг, млн грн											
УФБ	0,00	0,00	0,58	0,58	0,00	0,00	0,58	0,00	0,00	0,58	1,16
ІННЕКС	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,35	144,08	0,00	145,43	145,43
Універсальна	0,00	198,31	0,00	198,31	0,00	0,00	200,89	0,00	0,00	200,89	399,20
ПФТС	0,00	1658,05	0,00	1658,05	20635,25	0,00	39102,34	2942,10	0,00	62679,69	64337,74
КМФБ	0,00	75,16	0,00	75,16	0,00	0,00	0,33	6,26	0,00	6,59	81,75
УМВБ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Перспектива	0,00	1329,98	0,00	1329,98	48626,48	0,04	77453,47	0,05	0,00	126080,03	127410,01

Продовження табл. 5.7

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
УБ	0,00	764,46	0,00	764,46	1311,40	3171,88	8164,07	0,40	0,00	12647,76	13412,22
Усього	0,00	4025,96	0,58	4026,53	70573,13	3171,92	124923,04	3092,90	0,00	201760,98	205787,51
структура по вертикалі, %											
УФБ	-	0,000	100,0	0,014	0,000	0,000	0,000	0,000	-	0,000	0,001
ІННЕКС	-	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	4,658	-	0,072	0,071
Універсальна	-	4,926	0,000	4,925	0,000	0,000	0,161	0,000	-	0,100	0,194
ПФТС	-	41,184	0,000	41,178	29,240	0,000	31,301	95,124	-	31,066	31,264
КМФБ	-	1,867	0,000	1,867	0,000	0,000	0,000	0,202	-	0,003	0,040
УМВБ	-	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	-	0,000	0,000
Перспектива	-	33,035	0,000	33,030	68,902	0,001	62,001	0,002	-	62,490	61,913
УБ	-	18,988	0,000	18,986	1,858	99,999	6,535	0,013	-	6,269	6,518
Усього	-	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	-	100,0	100,0

Закінчення табл. 5.7

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
структура по горизонталі %											
УФБ	-	0,000	50,00	50,000	0,000	0,000	50,000	0,000	0,000	50,000	100,0
ІННЕКС	-	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,928	99,072	0,000	100,000	100,0
Універсальна	-	49,677	0,000	49,677	0,000	0,000	50,323	0,000	0,000	50,323	100,0
ПФТС	-	2,577	0,000	2,577	32,073	0,000	60,777	4,573	0,000	97,423	100,0
КМФБ	-	91,939	0,000	91,939	0,000	0,000	0,404	7,657	0,000	8,061	100,0
УМВБ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100,0
Перспектива	-	1,044	0,000	1,044	38,165	0,000	60,791	0,000	0,000	98,956	100,0
УБ	-	5,700	0,000	5,700	9,778	23,649	60,870	0,003	0,000	94,300	100,0
Усього	-	1,956	0,000	1,957	34,294	1,541	60,705	1,503	0,000	98,043	100,0

Джерело: побудовано за даними [9].

У структурі біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі (з розподілом за видом фінансового інструменту) на первинному ринку преваюють: спотові (1,956%), на вторинному – операції РЕПО (34,29%), строкові (1,54%), спотові (60,7%), приватизаційні (1,5%).

У табл. 5.8 наведено ТОП фінансових інструментів, які користувалися найбільшим попитом на біржовому ринку (за обсягом виконаних біржових контрактів, крім ОВДП) у 2017 р.

Таблиця 5.8

ТОП фінансових інструментів, які користувалися найбільшим попитом на біржовому ринку (за обсягом виконаних біржових контрактів, крім ОВДП) у 2017 р.

№ з/п	Організатори торгівлі	Емітенти	Вид фінансового інструменту	Біржові контракти	
				кількість, шт.	обсяг, млн грн
1	2	3	4	5	6
1	ПАТ «Українська біржа»	ПАТ «Українська біржа»	Ф'ючерсний контракт	16535	3170,06
2	ПАТ ФБ «Перспектива»	ТОВ «ТМО ЛІКО-ХОЛДІНГ»	Опціонний сертифікат	572	1384,34
3	ПАТ ФБ «ПФТС»	ПАТ «ТАСКОМБАНК»	Облігація підприємства	59	1176,86
4		ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	Акція	20	1863,86
5		ПАТ «КИЇВЕНЕРГО»		4	759,63
6	ПАТ ФБ «Перспектива»	АТ «ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1»	Облігація підприємства	18	559,32
7	ПАТ «Українська біржа»	ПАТ «Райффайзен Банк Аваль»	Акція	19280	504,32
8	ПАТ ФБ «ПФТС»	ПрАТ «Нео Віга»	Облігація підприємства	19	500,03
9	ПАТ ФБ «Перспектива»	ПАТ «Альфа-Банк»		39	497,04

Закінчення табл. 5.8

1	2	3	4	5	6
10	ПАТ «Українська біржа»	ТОВ «Сервіс-Технобуд»	Акція	3	474,9
11		ПАТ «Державна енергогенеруюча компанія «Центренерго»		16203	448,19
12	ПАТ ФБ «ПФТС»	ПАТ «ДТЕК Західенерго»		3	417,17
13	ПАТ ФБ «Перспектива»	АТ «ОТП Банк»	Облігація підприємства	2	412,69
14	ПрАТ ФБ «УНІВЕРСАЛЬНА»	ТОВ «ТОРГОВИЙ ДІМ УКРСНАБРЕСУРС»	Опціонний сертифікат	10	398,6
15	ПАТ ФБ «ПФТС»	ПрАТ – фармацевтична фірма «Дарниця»	Облігація підприємства	2	306,93
16		ПрАТ «ПОЗНЯКИ-ЖИЛБУД»		77	298,3
17	ПАТ «Українська біржа»	ТОВ «Будспецсервіс»		2	289,56
18	ПАТ ФБ «ПФТС»	ТОВ – Експлуатаційна компанія «Сервіс»		3	284,24

Джерело: побудовано за даними [9].

Найвищим попитом на біржовому ринку користувалися цінні папери таких емітентів – суб'єктів господарювання реального сектора економіки: акції – ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго» (1863,86 млн грн), ПАТ «КИЇВЕНЕРГО» (759,63 млн грн), ПАТ «Державна енергогенеруюча компанія «Центренерго» (448,19 млн грн), ПАТ «ДТЕК Західенерго» (417,17 млн грн); облігації – АТ «ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1» (559,32 млн грн), ПрАТ «Нео Віта» (500,03 млн грн), ТОВ «Сервіс-Технобуд» (474,9 млн грн), ПрАТ – фармацевтична фірма «Дарниця» (306,93 млн грн), ПрАТ «ПОЗНЯКИ-ЖИЛБУД» (298,3 млн грн), ТОВ «Будспецсервіс» (289,56 млн грн), ТОВ –

Експлуатаційна компанія «Сервіс» (284,24 млн грн); опціонний сертифікат – ТОВ «ТОРГОВИЙ ДІМ УКРСНАБРЕСУРС» (398,6 млн грн).

Найбільший обсяг торгів на позабіржовому ринку (табл. 5.9) припадає на акції – 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%), ПАТ «ЗНВКІФ «ІННОВАЦІЯ» (1,61%), ПАТ «УКРБУДЕНЕРГОТЕХНОЛОГІЯ» (1,19%), ПАТ «ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1» (1,06%).

Таблиця 5.9

ТОП фінансових інструментів, які користувалися найбільшим попитом на позабіржовому ринку, крім ОВДП у 2017 р.

Емітенти	Тип цінного паперу	Виконані договори		
		кількість, шт.	обсяг, млн грн	відсоток від загального обсягу, %
1	2	3	4	5
ПрАТ «ФІНАНСОВА КОМПАНІЯ «ТРИЙКА ІНВЕСТ»	Акція	240	20427,20	7,77
ПАТ «ІНЖБУДСЕРВІС»		2599	7899,29	3,00
ПАТ «КОНКОРД ІНК.»		2126	6248,68	2,38
ПАТ «ДніпроАЗОТ»		31	5715,74	2,17
ПрАТ «ПРОМЕТЕЙ-ТЕЛЕКОМ»		785	4458,27	1,70
ПАТ «ЗНВКІФ «ІННОВАЦІЯ»		317	4224,81	1,61
ПАТ «УКРБУДЕНЕРГОТЕХНОЛОГІЯ»		1087	3136,36	1,19
ПАТ «ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1»		3727	2790,03	1,06
ПрАТ «ФК «КРЕДИТ СЕРВІС»		512	2659,29	1,01
ПрАТ «ЄВРАЗ СУХА БАЛКА»		3	2647,19	1,01
ТОВ «КУА «КРИСТАЛ ЕССЕТ МЕНЕДЖМЕНТ»		112	2638,60	1,00
ПАТ «ЗНКІФ «РАТИБОР»		210	2522,52	0,96
ПрАТ «ДІ ЕМ ДІ»		123	2397,17	0,91
ПАТ «ПГК»		681	2355,34	0,90

Закінчення табл. 5.9

1	2	3	4	5
ПП «ОККО-Бізнес Контракт»	Вексель	61	2320,29	0,88
АТ «ТАСКОМБАНК»	Облігація підприємства	128	2122,57	0,81
ПАТ «Фондові технології України»	Акція	924	2120,05	0,81
ПАТ «КОМІНМЕТ»		224	2041,68	0,78

Джерело: побудовано за даними [9].

Показники капіталізації фондового ринку України не можна вважати об'єктивними з таких причин: концентрація угод переважно в позабіржовому ринку: поширення закритих акціонерних товариств (нині – приватних акціонерних товариств): незначна питома вага емітентів, акції яких включені в котирувальні та позалістингові списки на організаторах торгів: низька активність торгів пайовими цінними паперами [11, с. 33].

Погоджуємося з О. Кіктенко, що доцільним є вимірювання ринкової капіталізації фондового ринку акцій лише на базі їх лістингових емітентів, взявши за основу традиції Всесвітньої федерації фондових бірж (*WFE – World Federation of Exchanges*) та Федерації європейських фондових бірж (*FESE – Federation of European Securities Exchanges*) [12, с. 41].

Суттєвий розрив між ринковою капіталізацією та ліквідністю українського фондового ринку не може бути подоланий у короткі терміни. Можна припустити, що частина публічних емітентів акцій на фондових біржах занадто «перекапіталізовані», а більш ліквідні емітенти акцій – «недокапіталізовані». Вирішення цієї проблеми слід шукати у підвищенні вимог до ліквідності емітентів при проходженні процедури біржового лістингу та делістингу, хоча є й небезпека втрати частини малоліквідних емітентів, у чому не зацікавлені українські фондові біржі.

Країни з ринковою економікою мають чітко вибудовані системи корпоративного управління, основою яких є: досконале законодавче

регулювання, чітке визначення прав й обов'язків суб'єктів корпоративних відносин; етика і висока культура ділових відносин; засновницькі документи і внутрішні регламенти [13, с. 42]. Однією з найважливіших задач корпоративного управління є захист прав інвесторів. Тому питання корпоративного управління у тісному зв'язку з інвестиційною діяльністю розглядаються багатьма вченими. Онищенко С. В. розроблено алгоритм оцінки інвестиційної привабливості будівельних акціонерних товариств за багатокритеріальним підходом, запроєктовано інтегральний показник оцінки інвестиційної привабливості будівельних акціонерних товариств за збалансованою системою показників [14, с. 93]. Він акцентує увагу, що в умовах індивідуальних підходів до розподілу повноважень серед суб'єктів корпоративного об'єднання набуватимуть актуальності різні форми управління виробничою діяльністю (центри витрат, центри прибутку, центри інвестицій), що й дозволить вирішувати завдання оновлення основних засобів та технологій. Центр відповідальності може мати як декілька центрів витрат, так і бути частиною по відношенню до одного центру з ідентифікацією певних місць, представлених структурними підрозділами підприємства, за якими організовується планування, нормування та облік витрат виробництва [15, с. 100].

С. Шагоян побудовано модель оцінки внутрішньо генерованого гудвілу акціонерного товариства з урахуванням параметрів моделі дисконтованих грошових потоків та якості корпоративного управління, сформовано систему неформалізованих параметрів оцінки зовнішнього та внутрішнього середовища функціонування акціонерних товариств будівельної галузі [16, с. 17]. Таким чином, високо оцінюючи науковий доробок указаних авторів, слід визнати, що вони роблять акцент на галузевих особливостях інвестиційної діяльності корпорацій реального сектора економіки. Проте захист прав інвесторів як складова корпоративного управління майже не досліджується.

Ініціатором розробки міжнародних стандартів корпоративного управління стала мережа світових інституційних інвесторів. У межах

Міжнародної мережі корпоративного управління ведеться робота з узагальнення досвіду розвитку механізмів корпоративного управління, удосконалення стандартів корпоративної взаємодії, сприяння в поширенні найкращих практик та розроблення принципів відповідального інвестування. Діяльність організації скерована на створення норм щодо дотримання прав акціонерів, прозорості корпорацій та ефективності органів корпоративного управління, можливості реалізації інтересів різних груп учасників корпоративних відносин тощо [17, с. 27].

Корпоративне управління – система відносин, яка визначає правила та процедури прийняття рішень щодо діяльності господарського товариства та здійснення контролю, а також розподіл прав і обов'язків між органами товариства та його учасниками стосовно управління ним. Воно є одним з ключових елементів і передумовою успішної діяльності товариства, підвищення довіри інвесторів. Ефективна система корпоративного управління заохочує підприємства до більш ефективного використання ресурсів (матеріальних, фінансових, трудових), що створює базу для зростання вартості капіталу, зокрема людського [18, с. 17].

Корпоративне управління можна трактувати у широкому і вузькому змісті. У першому значенні – це підсистема суспільних відносин, сукупність інструментів контролю діяльності товариства [19] і менеджерів, визначення меж їх відповідальності перед інвесторами за ефективність діяльності товариства [20; 21; 22]. У зазначену сферу корпоративних відносин включено велике коло суб'єктів: власники, менеджери, інвестори, зацікавлені особи з легітимним інтересом у діяльності товариства (працівники, споживачі, кредитори, держава, громадськість тощо) [23]. Корпоративне управління у другому значенні є близьким до поняття «управління корпорацією», як сукупність делегованих менеджерам з боку власників повноважень з управління суб'єктом господарювання.

Незважаючи на різноманіття підходів до трактування сутності корпоративного управління, дослідники визнають його значущість як для

корпорацій, так і для держави, забезпечуючи синергетичний ефект. Використання його принципів суб'єктами господарювання дозволить на макрорівні – стабілізувати економічний розвиток, пожвавити інвестиційний процес у національній економіці, підвищити довіру до корпоративної власності, гармонізувати інтереси широких кіл суспільства [24]; на мікрорівні – підвищити конкурентоспроможність підприємств на фондовому ринку; забезпечити зростання вартості їх капіталу; урівняти доступ до управління акціонерним товариством міноритарних і мажоритарних власників; забезпечити транспарентність фінансової звітності, результатів її аудитування та інших питань, пов'язаних з управлінням корпорацією; приєднатися до міжнародних стандартів звітування про результативність інвестування; запровадити провідний світовий досвід корпоративного контролю [25; 26].

Державне регулювання ринку цінних паперів покладено на Національну Комісію з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР). Серед його задач важливе значення мають такі: «забезпечення рівних можливостей для доступу емітентів, інвесторів і посередників на ринок цінних паперів; гарантування прав власності на цінні папери; захист прав учасників фондового ринку; інтеграція в європейський та світовий фондові ринки; дотримання учасниками ринку цінних паперів вимог актів законодавства; запобігання монополізації та створення умов розвитку добросовісної конкуренції на ринку цінних паперів; контроль за прозорістю та відкритістю ринку цінних паперів» [27].

Основною метою діяльності НКЦПФР є захист прав інвесторів і пруденційне регулювання діяльності суб'єктів фондового ринку. Для її реалізації НКЦПФР взаємодіє з Антимонопольним комітетом України; має право впливати на діяльність керівників фондових бірж, депозитаріїв та інших інфраструктурних учасників фондового ринку у випадках недодержання ними чинного законодавства України; з метою захисту прав інвесторів та громадян уповноважено анулювати рішення за результатами лістингу цінних паперів, припиняти біржові торги, відтермінувати оформлення угод із цінними паперами тощо.

У структурі НКЦПФР створено спеціальний підрозділ за дотриманням правопорядку на ринку цінних паперів. Відділ захисту прав інвесторів та територіальних органів НКЦПФР отримує письмові звернення від фізичних щодо порушення їх прав та законних інтересів на ринку цінних паперів [28]. Протягом року надходить 2,5–3,5 тис. звернень, близько третини з них надходить до Центрального апарату, решта – до територіальних органів. Основна кількість письмових звернень надходить із Київської, Дніпропетровської, Донецької, Одеської, Харківської областей. До Комісії звертаються також інвестори з Федеративної Республіки Німеччини, Республіки Білорусь, Російської Федерації, Естонської Республіки, Чеської Республіки, держави Ізраїль.

Відділ захисту прав інвесторів та територіальних органів НКЦПФР отримує письмові звернення від фізичних щодо порушення їх прав та законних інтересів на ринку цінних паперів [28]. Протягом року надходить 2,5–3,5 тис. звернень, близько третини з них надходить до Центрального апарату, решта – до територіальних органів. Основна кількість письмових звернень надходить із Київської, Дніпропетровської, Донецької, Одеської, Харківської областей. До Комісії звертаються також інвестори з Федеративної Республіки Німеччини, Республіки Білорусь, Російської Федерації, Естонської Республіки, Чеської Республіки, держави Ізраїль.

У центральному апараті НКЦПФР працює «гаряча» телефонна лінія для звернення громадян. Для отримання консультації по телефону щорічно звертаються близько 700 осіб, на «гарячу» лінію надходять також дзвінки із-за кордону: Естонської Республіки, держави Ізраїль, США, Великої Британії. Структура порушених питань має такі рейтинги: 1 (найвищий, або п'ята частина загальних питань) – корпоративні фінанси; 2 – порушення законодавства на ринку цінних паперів; 3,4 – питання щодо періодичних видань НКЦПФР та правозастосування; контактна інформація щодо підрозділів НКЦПФР; 5 – діяльність учасників фондового ринку; 6,7,8,9 – нормативно-правове регулюванням ринку цінних паперів; сертифікація спеціалістів

фондового ринку; ведення реєстру аудиторів; діяльність інститутів спільного інвестування; 10-11 (найнижчий) – робота сайту Комісії; скарги на дії структурних підрозділів та територіальних органів НКЦПФР.

Проведений аналіз звернень свідчить про правову необізнаність інвесторів у питаннях захисту своїх прав щодо представництва членів родини перед третіми особами; законодавства про цінні папери. Лише 25% заявників – фізичних осіб звернулося за захистом своїх прав безпосередньо до НКЦПФР, решта – до інших органів виконавчої влади. Таким чином, недотримуються вимоги, передбачені Законом України «Про звернення громадян» [29]; відсутня необхідна інформація та документи для прийняття Комісією рішення по суті.

На виконання постанови Кабінету Міністрів України від 12.08.2009 № 898 НКЦПФР взаємодіє з Державною установою «Урядовий контактний центр» та здійснює розгляд звернень громадян, що надійшли на урядову телефонну «гарячу лінію» [30]. Протягом року надходить близько 300 звернень.

Структура питань, які порушуються у зверненнях, має такі рейтинги:

1 (найвищий, на який приходить більше 50 % від загальної кількості звернень) – це скарги міноритарних акціонерів, які стосуються діяльності акціонерних товариств, переважно – відсутність дивідендів за результатами діяльності акціонерного товариства;

2 (четверта частина звернень), в яких порушуються питання, пов'язані зі змінами законодавства про цінні папери, а саме: набранням чинності Закону України «Про акціонерні товариства» та Закону України «Про депозитарну систему України» [31];

3 – це скарги на діяльність фінансових посередників, які акумулювали приватизаційні майнові сертифікати та компенсаційні сертифікати під час приватизації (інвестиційні фонди та компанії);

4 – це скарги: на діяльність інститутів спільного інвестування; на дії торговців цінними паперами та фондові біржі; на дії зберігачів цінних паперів та депозитарних установ; на невиконання емітентами цільових та відсоткових облігацій своїх зобов'язань.

Основними питаннями, які порушуються заявниками є такі:

переведення випуску цінних паперів із документарної форми існування у бездокументарну та платні послуги зберігача, які є економічно не вигідними для міноритарних акціонерів;

неможливість реалізувати право на участь в управлінні акціонерним товариством, право на отримання інформації про діяльність акціонерного товариства та право на отримання дивідендів, у разі не укладання договору про обслуговування рахунку в цінних паперах із депозитарною установою.

На виконання статті 22 Закону України «Про звернення громадян» «посадові особи НКЦПФР зобов'язані проводити особистий прийом громадян. У центральному апараті прийом проводиться Головою Комісії, її членами, керівником апарату, керівниками структурних підрозділів центрального апарату. Журнал обліку особистого прийому громадян ведеться департаментом контрольної-правової роботи» [29].

Таким чином, порушення правопорядку на фондовому ринку обумовлені як об'єктивними, так і суб'єктивними факторами. До першої групи слід віднести: розбіжності у трактуванні інститутів ринку цінних паперів «де-факто» і «де-юре»; низька якість підготовки внутрішніх регламентів корпоративного управління; недосконалість процедур державного фінансового і незалежного контролю за операціями з цінними паперами; недостатня координація дій контролюючих органів та інформаційна взаємодія між ними. До суб'єктивних факторів слід віднести: недостатній рівень професійної підготовки менеджерів «вищої ланки» корпорацій, керівників фінансових посередників та інфраструктурних учасників; відсутність у них досвіду роботи на розвинутих фінансових ринках; брак фінансової культури емітентів і інвесторів.

5.2. Банківсько-біржове інфраструктурне забезпечення формування капіталу суб'єктів господарювання на фондовому ринку

Важливу роль у розвитку фондового ринку України відіграють інфраструктурні учасники – банківські установи, рейтингові агенції, інститути спільного інвестування, депозитарії.

Становлення ринку цінних паперів України, розбудова його внутрішньої інфраструктури вимагають одночасного становлення та вдосконалення системи регулювання та контролю за процесами, що відбуваються на ньому [32, с. 67]. Це обумовлено тим, що значна складність, різкі коливання стану фондового ринку, наявність великої кількості професійних і непрофесійних учасників, величезні обсяги різноманітних угод, що укладаються, конфіденційний характер значної частини інформації щодо цінних паперів та ціла низка інших чинників створюють потенційні умови для зловживань, які посягають на інтереси широкого кола інвесторів, зменшують їх довіру до ринку, що як наслідок призводить до падіння його ефективності.

Український ринок цінних паперів, незважаючи на його незначні обсяги, має винятково складну та суперечливу структуру державних органів, що здійснюють його регулювання. Основними причинами цього є: змішана (банківська і небанківська) модель ринку цінних паперів; масштабна приватизація, за якої значна частина державних підприємств перетворюється на акціонерні товариства; розміщення акцій приватизованих підприємств за участю Фонду державного майна України.

Банківські установи, як кредитори суб'єктів господарювання, є важливими інфраструктурними учасниками фондового ринку. Незважаючи на відмінність механізмів, вони мають з інвесторами спільну мету – отримання доходу або відсотку як результату інвестиційної або позикової діяльності. Джерелами доходу банків на ринку капіталів є: відсоткові платежі від надання кредитів позичальникам, дивіденди та дисконти від інвестиційного портфеля,

спекулятивний прибуток від торгівлі цінними паперами, комісійна винагорода як депозитаріїв та реєстраторів.

Існує три основні підходи до визначення функцій економічного капіталу: перший – покриття певної сукупності визначених ризиків, другий – зменшення витрат при ризиках для одержання додаткових прибутків, що є чинником формування більш ефективної структури капіталу фінансової установи, третій – визначення стійкості і надійної складової регулятивного капіталу. Регулятивний капітал, його обсяг та нормативи орієнтовані на забезпечення платоспроможності та ліквідності банківської установи [33, с. 172].

Визначення надійності банку, переосмислення сутності зовнішніх кредитних рейтингів здійснюється на основі стратегічних міркувань щодо проблеми функціонування банківської установи [34, с. 83]. Необхідність формування та використання економічного капіталу стає нагальною при визначенні сутті і складових елементів функціонального призначення, взаємозв'язків економічного, регулятивного та балансового капіталу банку. Регулятивний капітал – це індикатор платоспроможності банку, по ньому оцінюється величина власних ресурсів для забезпечення захисту вкладів, підтримання фінансової стійкості та стабільної діяльності, покриття негативних наслідків різноманітних ризиків.

Економічний капітал може бути менше регулятивного, якщо банк здійснює безризикову діяльність, або більшим, у разі коли банк здійснює ризикову діяльність, що може призвести до неочікуваних збитків. Критеріями захищеності вкладників та кредиторів банку є перевищення балансового капіталу над економічним. Зростанню економічного капіталу сприятимуть: додаткова капіталізація, інвестиції, збільшення дохідності та зменшення ризику діяльності, постійний моніторинг розміру балансового капіталу.

Оптимальним співвідношенням прийнято вважати рівень економічного капіталу, що не перевищує балансовий і наближається до рівня регулятивного, оскільки обумовлює надійність та стабільність фінансової діяльності установи.

Складовими формування та використання капіталу є: ризик (*risk capital*) – імовірність його втрати; вартість залучення (*cost capital*).

Поділяємо точку зору І. Рекуненка [35, с. 13], Т. Кізіми, О. Луцишин [36, с. 67], щодо визначення сутності інфраструктури фінансового ринку як взаємодії значної кількості елементів і специфічних видів суб'єктів, що забезпечує акумуляцію, перерозподіл фінансових ресурсів на користь інвестування в реальний сектор економіки, орієнтованого на генерування нових грошових потоків і приріст капіталу. У цьому контексті важливе значення має діяльність інфраструктурних суб'єктів, які сприяють: просуванню фінансових інструментів на фондовий ринок, формуванню попиту на них; розвитку ринку фінансових послуг, пов'язаних із емісією, рухом, зберіганням, погашенням цінних паперів; створенню нових інноваційних фінансових інструментів; зниженню ризиків функціонування фондового ринку через використання механізмів їх перерозподілу між учасниками ринку та хеджування [37, с. 132].

Важливе місце серед інфраструктурних учасників посідають банківські установи. Але їх діяльність обмежують такі фактори: низький рівень капіталізації ресурсної бази, вузькість асортиментного ряду банківських продуктів і послуг, високий рівень негативного впливу банківських ризиків [38, с. 133]. Конкуренція на ринку банківського ритейлу має ряд специфічних особливостей, які відрізняються наступними якісними і кількісними характеристиками: в якості обертаючого конкурентного товару на роздрібному ринку банківських продуктів і послуг виступають гроші, а також пов'язані з ними різні фінансові інструменти; конкуренція проявляється в більш жорсткому вигляді, ніж у сфері промисловості, торгівлі, так, як носить внутрішньогалузевий характер і міжгалузевий характер (проявляється у переливанні капіталу між секторами фінансового та нефінансового ринку).

Статистичні джерела об'єднань учасників ринку синдикуваного фінансування виявили, що позики, які торгуються за номінальною вартістю або близькою до номіналу, а також проблемні кредити належать до складових вторинного ринку, в той час як «левериджеві» кредити асоціації, що регулюють

функціонування вторинного ринку синдикування відносять до первинного ринку [39, с. 48]. З огляду на той факт, що первинний ринок виник раніше, закономірно, що його інфраструктура являє собою більш розгалужену та розвинену систему порівняно з вторинним. Швидке зростання обсягів торгівлі на вторинному кредитному ринку є результатом активної діяльності його учасників: постійні (маркет&мейкери), активні трейдери та випадкові інвестори.

Постійними учасниками фондового ринку є: великі комерційні або інвестиційні банки, що укладають угоди з метою коригування власного рівня ліквідності. Інститути, які мають міцні конкурентні позиції на первинному ринку, володіють окремими перевагами у діяльності на вторинному ринку [40, с. 384]. Одним із вагомих чинників є: обізнаність у питаннях документації синдикованого фінансування та безпосереднього доступу до неї. Активні трейдери здійснюють операції з реалізації кредитів (боргу), ціна яких нижче номіналу (проблемних позик). Випадкові учасники вторинного ринку виходять на нього для коригування стану їх балансу з метою відповідності до певних регуляторних обмежень, а також хеджування ризиків.

Важливу роль на ринку цінних паперів також відіграють організації, що здійснюють його регулювання шляхом створення нормативних та рекомендаційних документів, що регламентують ведення торгівлі, систематизацію та публікацію статистичної інформації у сфері синдикованого кредитування тощо.

Комерційні банки домінують на первинному ринку синдикованих кредитів, тоді як на вторинному ринку більш міцні конкурентні позиції мають: інвестиційні банки, пенсійні фонди та страхові компанії. Важливу роль у розвитку ринку синдикованого фінансування відіграють професійні об'єднання учасників торгівлі на первинному та вторинному ринках синдикованого фінансування, що регламентують та регулюють їх функціонування.

Основними причинами формування вторинного ринку синдикованого фінансування є: необхідність збільшення рівня ліквідності даного фінансового

інструменту та стандартизація кредитної документації. В нашій державі первинний ринок синдикуваного фінансування знаходиться на стадії становлення, в той час як вторинний ринок взагалі не функціонує. Для збільшення рівня ліквідності даного фінансового інструменту важливими є такі заходи: реалізація проблемних позик на вторинному ринку, тобто можливість здійснення операцій з передачі прав за кредитами та укладання угод з надання частки у синдикуванні; стандартизація кредитної документації та правової основи торгівлі, створення інформаційної бази, що містить дані про вже залучені синдикувані позики.

Виявивши прямий зв'язок між зменшенням частки пінних паперів у активах банків і зростанням ризиковості цих вкладень, Савицький С. В. робить висновок, що основними потенційними інвесторами на ринку акцій і корпоративних облігацій можуть виступити банки третьої та четвертої груп. Але через сформовану в державі банківсько-орієнтовану структуру фінансової системи за наявної моделі фінансового ринку це є малоімовірним, що підтверджується найвищим рівнем стабільності четвертої групи банків (за показниками чисельності та чистих активів). Основними факторами, що гальмують цей процес, є відносно вища привабливість кредитування та недостатність якісних (за співвідношенням доходність ризик) фінансових інструментів на ринку [41, с. 38].

С. Брус зазначає, що «державна повинна стимулювати участь банків як фінансових посередників у діяльності фондового ринку, особливо через залучення коштів населення. Одним із перспективних напрямків як власне для банків, так і для фондового ринку є стимулювання інвестування коштів населенням через структурні підрозділи банку. Спільна діяльність банків та компаній з управління активами буде вигідна не тільки цим структурам, а й стимулює подальший розвиток фондового ринку та збільшенню притоку капіталів у виробничий сектор» [42, с. 93].

Банківська діяльність на ринку цінних паперів представлена інвестиційною та емісійною діяльністю, андерайтинговими, депозитарними, консалтинговими, довірчими послугами.

Операції з цінними паперами здійснює Національний банк України (НБУ) і банківські установи другого рівня [43, с. 90]. У 2017 р. Національний банк України та Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку підписали Меморандум про взаєморозуміння стосовно співробітництва у розвитку інфраструктури ринків капіталу в Україні, що висвітлює узгоджений регуляторами підхід, на якому буде базуватися реформа депозитарно-розрахункової і клірингової інфраструктури [44]. Документ закріпив цілі стратегії реформи фінансового сектору в частині трансформації інфраструктури ринків капіталу, принципи її функціонування та її окремих елементів (рис. 5.2).

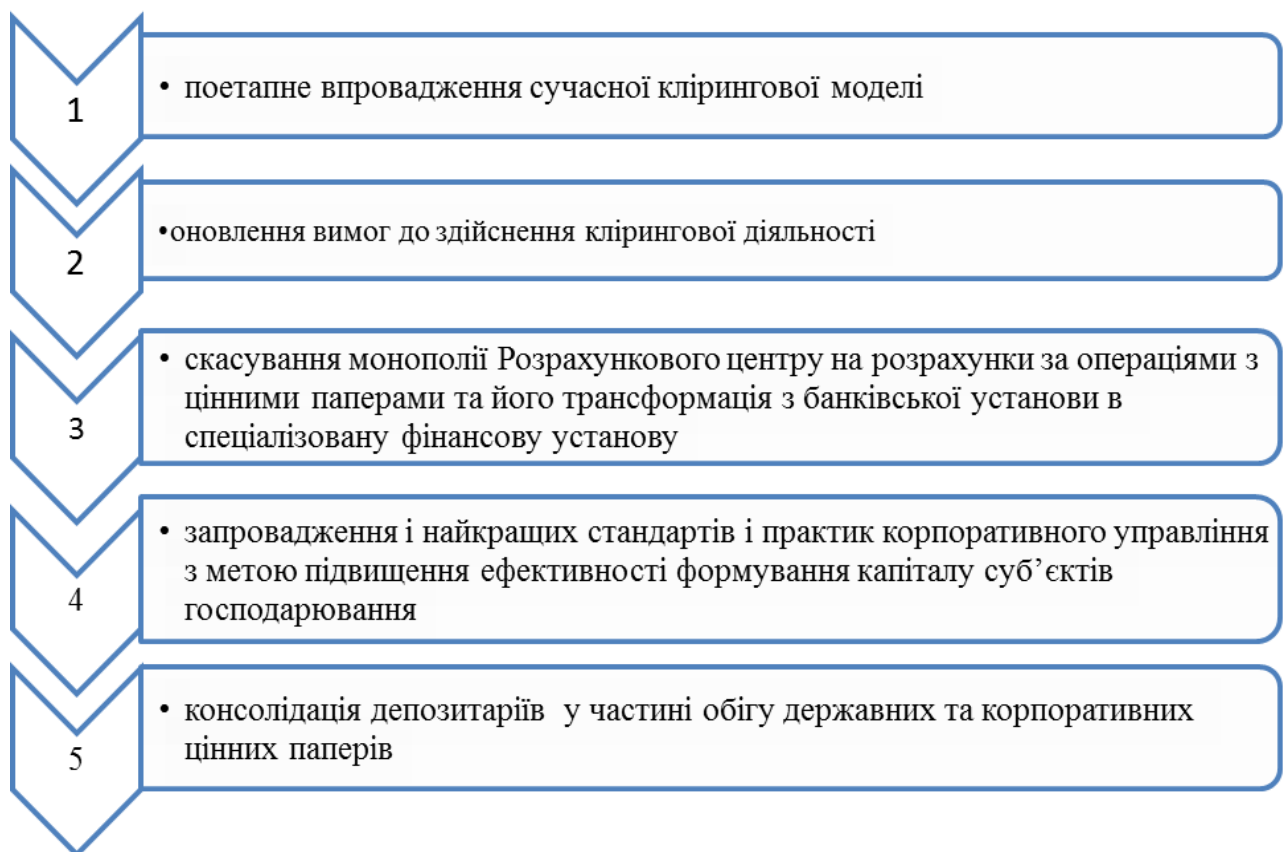


Рис. 5.2. Етапи формування стратегії реформи фінансового сектору в частині трансформації інфраструктури ринків капіталу

Джерело: власна розробка

Для реалізації на практиці зазначених етапів затверджено нову редакцію Положення про провадження депозитарної і клірингової діяльності та забезпечення здійснення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів Національним банком України [45]. Воно розширило можливості для роботи учасників ринку цінних паперів з державними облігаціями України, зокрема, упровадило нові моделі розрахунків, зрозумілі процедури роботи з емітентами, розширило функціонал для клієнтів Національного банку в частині обліку цінних паперів, спростило процедури відкриття рахунків у цінних паперах, що сприятиме лібералізації наявних підходів до обігу державних цінних паперів та розширює можливості учасників ринку в частині обслуговування транскордонних операцій з державними цінними паперами.

У табл. 5.10 наведено характеристики показників вкладень банків у цінні папери. Інвестиційний портфель банків складається з цінних паперів на продаж та до погашення, а також інвестицій в асоційовані та дочірні компанії. Відповідно до принципу обачливості формуються резерви під знецінення цінних паперів, розмір яких є критерієм ризикованості інвестиційних вкладень. Протягом 2010–2017 рр. інвестиції в цінні папери на продаж збільшилися з 61969,2 млн грн до 275459,9 млн грн, а резерв на їх знецінення – із 1809,1 млн грн до 4688,0 млн грн. Також зріс обсяг вкладень у цінні папери до погашення – із 14109,2 млн грн до 101311,5 млн грн, утім резерви на страхування ризиків скоротилися із 191,6 млн грн до 5,4 млн грн.

Інвестиції в асоційовані та дочірні компанії збільшилися із 1576,7 млн грн до 424,9 млн грн, а загальний інвестиційний портфель – із 75654,4 млн грн до 372502,9 млн грн. У структурі інвестиційного портфеля превалює частка інвестицій у цінні папери на продаж, яка скоротилася з 81,91% до 73,95%, передусім за рахунок зростання інвестицій у цінні папери до погашення – із 18,65% до 27,20%.

Таблиця 5.10

Характеристика показників вкладень банків у цінні папери станом на кінець року

Рік	Цінні папери в портфелі банку на продаж	резерви під знецінення цінних паперів у портфелі банку на продаж	Цінні папери в портфелі банку до погашення	резерви під знецінення цінних паперів у портфелі банку до погашення	Інвестиції в асоційовані та дочірні компанії	Разом інвестиційний портфель	Активи
1	2	3	4	5	6	7	8
тис. грн							
2010	61969187	-1809126	14109216	-191633	1576749	75654393	942083994
2011	65703245	-1712985	9748496	-175146	1931729	75495339	1054272287
2012	72897748	-2300026	3611952	-64225	2320346	76465795	1127179379
2013	120983186	-1979472	4054530	-59425	2765400	125764219	1277508651
2014	134035834	-1936675	6124645	-25232	2069651	140268223	1316717870
2015	138775735	-6403773	22403294	-1169	1075958	155850045	1142209225
2016	234352153	-6049653	31260554	-8274	887392	260442172	1227537945
2017	275459930	-4687992	101311470	-5426	424892	372502874	1107989442
питома вага в інвестиційному портфелі, %							
2010	81,91	-2,39	18,65	-0,25	2,08	100,00	X
2011	87,03	-2,27	12,91	-0,23	2,56	100,00	X
2012	95,33	-3,01	4,72	-0,08	3,03	100,00	X
2013	96,20	-1,57	3,22	-0,05	2,20	100,00	X
2014	95,56	-1,38	4,37	-0,02	1,48	100,00	X

Закінчення табл.5.1

1	2	3	4	5	6	7	8
2015	89,04	-4,11	14,37	0,00	0,69	100,00	X
2016	89,98	-2,32	12,00	0,00	0,34	100,00	X
2017	73,95	-1,26	27,20	0,00	0,11	100,00	X
питома вага в активах, %							
2010	6,58	-0,19	1,50	-0,02	0,17	8,03	100,00
2011	6,23	-0,16	0,92	-0,02	0,18	7,16	100,00
2012	6,47	-0,20	0,32	-0,01	0,21	6,78	100,00
2013	9,47	-0,15	0,32	0,00	0,22	9,84	100,00
2014	10,18	-0,15	0,47	0,00	0,16	10,65	100,00
2015	12,15	-0,56	1,96	0,00	0,09	13,64	100,00
2016	19,09	-0,49	2,55	0,00	0,07	21,22	100,00
2017	24,86	-0,42	9,14	0,00	0,04	33,62	100,00
базисні темпи росту, %							
2010	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2011	106,0	94,7	69,1	91,4	122,5	99,8	111,9
2012	117,6	127,1	25,6	33,5	147,2	101,1	119,6
2013	195,2	109,4	28,7	31,0	175,4	166,2	135,6
2014	216,3	107,1	43,4	13,2	131,3	185,4	139,8
2015	223,9	354,0	158,8	0,6	68,2	206,0	121,2
2016	378,2	334,4	221,6	4,3	56,3	344,3	130,3
2017	444,5	259,1	718,1	2,8	26,9	492,4	117,6

Джерело: побудовано за даними [46].

Позитивом є зменшення ризикованості вкладень, що відображається у скороченні від'ємної питомої ваги резерву на знецінення: по портфелю інвестицій на продаж – із 2,39% до 1,26%, по портфелю інвестицій до погашення – із 0,25% до майже 0 (із округленням до двох сотих після коми).

За аналізований період відбулися істотні зрушення у структурі активів банківських установ. Питома вага цінних паперів на продаж зросла із 6,58% до 24,86%, до погашення також – із 1,50% до 9,14%. У результаті частка інвестиційного портфеля в активах збільшилася із 8,03% до 33,62%.

Зазначені структурні зміни є результатом динаміки – обсяг активів зріс меншими темпами (117,6%) порівняно з інвестиціями на продаж (444,5%), інвестиціями до погашення (718,1%), інвестиціями в дочірні та інвестовані компанії (492,4%). У 2017 р. цінні папери в портфелі банку на продаж класифікуються як такі, що обліковуються за справедливою вартістю через інший сукупний дохід, а цінні папери в портфелі банку до погашення – як такі, що обліковуються за амортизованою собівартістю.

Відповідно до «Положення про порядок формування та використання банками України резервів для відшкодування можливих втрат за активними банківськими операціями» «банк формує резерв за цінними паперами, справедлива вартість яких визначається банком за даними оприлюднених котирувань цінних паперів, унесених до біржового реєстру на суму накопиченої уцінки за цими цінними паперами на дату розрахунку резерву» [47]. У разі уцінки (від'ємної різниці) цінного папера банк переглядає усю доступну інформації про нього і його емітента з метою виявлення ризику. Розмір резерву дорівнює сумі накопиченої уцінки. Формування резерву на суму накопиченої уцінки здійснюється банком на величину перевищення балансової вартості цінного папера над теперішньою вартістю майбутніх грошових потоків за таким цінним папером.

Показник ризику цінного папера визначається його якістю. Положення про порядок формування резерву під операції банків України з цінними паперами, затверджене Постановою Правління НБУ від 5 березня 2007 р.

№ 189/13456, яке втратило чинність, «чітко визначало показник ризику цінного папера відповідно до класу емітента такого папера» [48]. Мала місце ситуація, коли розмір резерву під операції банків України з цінними паперами суттєво відрізнявся від фінансового результату операцій із ними у бухгалтерському і податковому обліку. Значною мірою збитковість була наслідком використання неліквідних, фіктивних, спекулятивних цінних паперів (акцій, векселів та облігацій) для проведення схемних операцій із метою зменшення об'єкта оподаткування.

Зокрема, О. Дубінський, І. Рекуненко, Я. Лук'яненко виділили найбільш поширені схеми, використовувані злочинцями: «придбання акцій афілійованими особами емітента для збільшення статутного капіталу акціонерного товариства або страхового і резервного капіталів фінансової установи, виведення активів за межі України через виплату дивідендів власникам акцій – афілійованим офшорним компаніям» [49]; «емісія векселів та облігацій з метою мінімізації оподатковуваного прибутку товариства за рахунок віднесення зобов'язань перед афілійованими третіми особами на валові витрати» [50].

Таким чином, впровадження нових методичних підходів до визначення коефіцієнтів ризику цінного паперу, заснованого на процедурах внутрішнього рейтингування цінних паперів, дозволить більш об'єктивно визначити нетто-вартість портфеля цінних паперів (як різницю бруто-вартості і сформованого резерву).

Розглядаючи три сегменти фондового ринку, в яких банки найактивніше здійснюють інвестиційні операції, – ринок корпоративних, державних облігацій і ринок акцій, варто зазначити, що вони до певної міри (залежно від загальноекономічної ситуації та обраної банком моделі поведінки на цьому ринку) є комплементарними. Тобто надання переваги підприємствами борговому фінансуванню перед випуском акцій відтягуватиме потенційні банківські ресурси від інвестування в ринок акцій (що важливо – того ж емітента). Розширення ринку державних облігацій (у тому числі через випуск

ПДВ – облігацій або інших інструментів державного боргу, що практикується останнім часом також звужуватиме ресурси банків, котрі можуть бути інвестовані в інші інструменти фондового ринку.

Корпоративний сектор – це одна з найважливіших складових інституційної структури економіки. Значимість корпоративного управління для держави і суспільства обумовлена його позитивним впливом на соціальний і економічний розвиток країни через підвищення довіри інвесторів та ефективності використання акціонерного капіталу. Інвестор зацікавлений у впровадженні сучасних правил і стандартів корпоративного управління. Тому продовження корпоративної реформи є одним із ключових завдань, на виконання якого спрямована діяльність національного регулятора. Історично фондові біржі відіграють важливу роль у регулюванні компаній, що знаходяться в лістингу організаторів торгівлі цінними паперами. Вони сприяють покращенню якості корпоративного управління в цих компаніях і стоять на захисті його стандартів [51].

Проблеми корпоративного управління та допуску корпорацій до торгів на фондових біржах знаходяться у центрі уваги науковців. Д. Тевелєв звертає увагу на те, що реформу корпоративного управління було розпочато ще навесні 2009 р. із вступом в силу Закону України «Про акціонерні товариства». Документ передбачив повну дематеріалізацію всіх акцій в Україні та істотне розширення корпоративних прав міноритарних акціонерів [52]. Прийняття Закону стало значним кроком у напрямку істотного підвищення корпоративної культури, ефективності захисту прав інвесторів, впровадження загальноприйнятих світових стандартів корпоративного управління.

Для адаптації найкращих практик корпоративного управління до українських умов Н. Деєвою було проаналізовано вимоги різних біржових майданчиків, виявлено основні проблеми корпоративного управління котируваних компаній, до яких віднесено: всесильні виконавчі директори, слабка система контролю менеджменту, фокус на короткострокові цілі, слабкий кодекс етики або його відсутність, сумнівна бізнес-стратегія з недостатнім

розкриттям інформації, неадекватна реакція всесильних виконавчих директорів на критику, ротація вищого менеджменту, інсайдерська торгівля акціями, проблема незалежності зовнішніх аудиторів і інвестиційних банкірів [53, с. 385]. Високо оцінюючи науковий доробок указаних авторів, слід констатувати, що бракує робіт, які надають оцінку відповідності вимог вітчизняних фондових бірж провідній світовій практиці.

Історично біржі були створені як промоутери корпоративного управління для компаній, що торгуються на них. Основний внесок бірж у сферу корпоративного управління – введення стандартів лістингу й розкриття інформації, а також контролю за їхнім дотриманням [54]. Додатковий внесок зводиться до співпраці з контролюючими і наглядовими органами держави, виконання функцій їх агенту.

Регуляторні функції бірж у кожній країні обмежені рамками чинного законодавства. Наприклад, у США зміни до правил, запропоновані біржами, мають бути подані для затвердження в Комісію по цінним паперам і біржам (англ. *The United States Securities and Exchange Commission, SEC*). У Північній Америці деякі регулюючі функції бірж були передані третій стороні, що представлена неурядовими регуляторами (*Financial Industry Regulatory Authority – FINRA*, створена в 2007 р. у Сполучених Штатах, і *Investment Industry Regulatory Organization of Canada – IIROC*, створена в 2008 р. у Канаді), а інші, особливо ті, що стосуються лістингу, були збережені за біржами. Служба регулювання галузей фінансових послуг (*FINRA*) – приватна американська корпорація зі статусом саморегулювальної організації (CPO) по контролю за дотриманням правил торгівлі на позабіржовому ринку, ринку цінних паперів фірм, що не котируються на звичайних біржах (наприклад, Нью-Йоркська фондова), створена за рішенням Конгресу США. Інвестиційно-промислова регуляторна організація Канади (*IIROC*) має своєю основною функцією регулювання діяльності на ринку фінансових послуг. Галузеві асоціації можуть виконувати функції незалежних CPO та лобіювати інтереси своїх членів.

В Європі у більшості випадків ці функції передані регуляторам ринку капіталів, які мають домінуючі повноваження щодо регулювання емітентів. Наприклад, у Польщі компанія, яка хоче отримати лістинг на Варшавській фондовій біржі (ВФБ), має представити проект проспекту емісії в польське Управління фінансового нагляду, яке вирішує, чи можна випускати дані цінні папери на польський фондовий ринок. І лише потім проспект подається на розгляд біржі. Відповідальність за лістинг компаній у багатьох інших країнах-членах Організації економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР) розподіляється між фондовою біржою й регулятором ринку цінних паперів. У Франції, наприклад, під час ухвалення рішення про допуск цінних паперів на ринок Рада директорів *Euronext Paris* консультується з Управлінням по фінансових ринках, беручи до уваги його зауваження до паперів-претендентів у лістинг. Ринок цінних паперів у Франції, раніше відомий як Паризька біржа, у 2000 р. об'єдналася з Амстердамською та Брюссельською біржами, утворила *Euronext*, яка на даний момент є другою за величиною біржою в Європі після Лондонської фондової біржі.

Для удосконалення системи розкриття інформації на ринку цінних паперів прийнято рішення НКЦПФР від 24.11.2016 № 1154 «Про внесення Змін до Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів». Цим регуляторним актом «вдосконалено порядок розкриття інформації емітентами – лістинговими компаніями, розширено перелік особливої інформації, яку розкривають емітенти цінних паперів» [55]. Також з метою посилення контролю за фінансовою стійкістю поручителів (страховиків/гарантів) випуску боргових цінних паперів у складі квартальної та річної інформації емітентів обов'язковою стане розкриття їх фінансової звітності. Для підвищення прозорості фондового ринку запроваджено нові вимоги до лістингу цінних паперів на фондових біржах відповідно до європейських стандартів. Факт делістингу цінних паперів значної кількості емітентів позитивно вплинув на якість цінних паперів, які лишилися в лістингу. Встановлення єдиного

підходу до порядку визначення біржового курсу цінного папера забезпечить справедливий розрахунок їх ринкової вартості.

Перетворення бірж на публічні компанії призвело до посилення конкуренції між ними. Загострення конкуренції підняло питання про те, чи існує ризик боротьби за лідерство на ринку з використанням нормативно-правового механізму. Фахівці ОЕСР називають цей метод боротьби регуляторною «гонкою на виживання». Він полягає в тому, що біржі можуть відчувати потребу використовувати власні регулюючі правила як конкурентний параметр. У цьому випадку емітенти стали би займатися так званим регуляторним арбітражем, одержуючи лістинг на майданчиках із менш жорсткими нормативними вимогами, у тому числі й до якості корпоративного управління.

Значна кількість різних національних і міжнародних кодексів корпоративного управління, що заявили в 1990-і рр., відбивають цю тенденцію і все сильніше впливають на традиційне законодавство. Не підлягає сумніву, що хоча законодавча база країн з транзитивною економікою значно покращала, дотримання законів в більшості країн залишається незадовільним [56, с. 200].

Найбільші владні повноваження фондові біржі мають у питаннях, що стосуються дотримання тих стандартів корпоративного управління, які паралельно з національним Кодексом прописані у вимогах до лістингу біржі. Наприклад, Австралійська фондова біржа, Нью-йоркська фондова біржа і *SIX Swiss Exchange* при невиконанні компаніями положень Кодексу, які одночасно включені до складу їх лістингових вимог, можуть застосовувати до таких емітентів різні санкції, аж до виключення з лістингу. У той же час, наприклад, *Euronext Paris* не має повноважень застосовувати примусові заходи до емітентів, оскільки стандарти корпоративного управління не є частиною Правил лістингу цього майданчика і тому не мають юридичного статусу. Крім того, у випадку систематичного порушення стандартів корпоративного управління певними компаніями біржі, як правило, доводять цю інформацію

до регулятора ринку цінних паперів, санкції якого вже можуть бути більш жорсткими.

Однак слід зазначити, що посилення конкуренції за емітентів між біржами привело до того, що деякі з них залишають за собою право вибору щодо необхідності дотримання стандартів перспективними емітентами. Так, наприклад, біржа *NASDAQ OMX Nordic* заявила, що зберігає за собою право включати компанію до списку, навіть якщо вона не відповідає всім вимогам національного Кодексу, доти, поки біржа буде переконана, що основні положення вимог до лістингу виконуються і не знаходяться під загрозою.

NASDAQ (від англ. *National Association of Securities Dealers Automated Quotation* – Автоматизовані котирування Національної асоціації дилерів по цінних паперів) – американська біржа, що спеціалізується на акціях високотехнологічних компаній (виробництво електроніки, програмного забезпечення). Це одна з трьох основних фондів бірж США (наряду з *NYSE* і *AMEX*), є підрозділом *NASD*, контролюється SEC. Власники біржі – американська компанія *NASDAQ OMX Group*. Помимо *NASDAQ*, їй також належить 8 європейських бірж. Канадська біржа *TSX (Toronto Stock Exchange)* також залишила за собою право на власний розсуд включати або виключати компанії з лістингу. Фондова біржа Торонто (*TSX*) – одна з найбільших фондових бірж, займає 8 місце в світі за капіталізацією, виступає фінансовим центром гірничої промисловості.

У табл. 5.11 наведено умови проходження процедур лістингу цінних паперів на українських фондових біржах відповідно до умов національного регулятора. Вони диференційовані за рівнями лістингу (перший і другий), а також фінансовими інструментами (акції і облігації). «Фондова біржа може створити сегмент, до якого вносить позалістингові акції нових інвестиційно привабливих компаній з метою розвитку середнього бізнесу в Україні» [57].

Таблиця 5.11

Умови проходження процедур лістингу цінних паперів на українських фондових біржах

Вимоги	Рівні лістингу цінних паперів				
	1 рівень		2 рівень		позалістингові акції
	акції	облігації	акції	облігації	
1	2	3	4	5	6
мінімальний строк існування емітента, роки	5	5	3	2	1
мінімальний розмір власного капіталу емітента, млн грн	1000,0	-	400,0	-	-
мінімальна вартість чистих активів емітента та/або особи (осіб), яка (які) надає(ють) забезпечення виконання зобов'язань за випуском, млн грн	-	1000,0	-	400,0	-
мінімальний річний чистий дохід від реалізації товарів, робіт, послуг за останній фінансовий рік, млн грн	1000,0	500,0	400,0	400,0	-
мінімальна номінальна вартість серії випуску облігацій, млн грн	-	400,0	-	100,0	-
відсутність збитків в емітента або особи, яка надає забезпечення виконання зобов'язань за випуском, фінансові роки	-	2 з 3 останніх	-	останній	-
середнє значення ринкової капіталізації емітента, млн грн;	1000,0	-	100,0	-	20,0
мінімальна частка акцій у вільному обігу, %	25	-	10	-	-
максимальна частка акцій у двох інвесторів сумарно, %	50	-	50	-	-

Закінчення табл. 5.11

1	2	3	4	5	6
мінімальна кількість акціонерів емітента, осіб	500	-	200	-	50
відсутність дефолту або мінімальний час з моменту припинення зобов'язань, щодо яких емітентом було допущено дефолт, років	-	3	-	2	-
мінімальна кількість незалежних членів наглядової ради, % кількісного складу ради	25	25	-	-	-
наявність посад корпоративного секретаря	+	+	+	-	-
наявність внутрішнього аудитора (служби внутрішнього аудиту)	+	+	-	-	-
мінімальний термін проведення аудиторської перевірки відповідно до міжнародних стандартів аудиту за участю незалежного зовнішнього аудитора, років	3	3	2	-	1
розкриття фінансових звітів українською та англійською мовами	+	+	-	-	-
дотримання принципів корпоративного управління та міжнародних стандартів складання фінансової звітності	+	+	+	-	+
наявність договору з маркет-мейкером про підтримку ліквідності акцій	+	-	-	-	-

Джерело: побудовано за даними [57].

В умовах євроінтеграційних прагнень України важливо орієнтуватися на нормативні акти ЄС. Директива 2006/46/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 14.06.2006 про внесення змін до Директив про річну та консолідовану звітність окремих типів компаній, звітність банків та інших фінансових установ, страхових підприємств передбачає досягнення їхньої вищої прозорості та гармонізації. Ця Директива передбачає, що «всі емітенти, чії цінні папери торгуються на біржах, зобов'язані в своїх річних звітах докладно розкривати всі аспекти, що стосуються застосування ними національних, а також інших кодексів корпоративного управління» [58]. Роль фондових бірж при цьому зводиться до контролю за тим, щоб компанії здійснювали повноцінне, а не формальне дотримання кодексів.

Регламентом (ЄС) №1606/2002 Європейського Парламенту та Ради від 19.07.2002 визнається «обов'язковим застосування міжнародних стандартів бухгалтерського обліку у Співтоваристві для цілей гармонізації фінансової інформації, яка надається товариствами (якщо на дату складання балансу їх цінні папери дозволені до продажу на регульованому ринку будь-якої держави-члена), для цілей гарантування високого рівня прозорості та порівняння фінансових звітів, для ефективного функціонування ринку капіталу Співтовариства та внутрішнього ринку» [59].

В умовах підписання угоди України про Асоціацію з ЄС (Європейським Союзом) актуальними є питання гармонізації фінансових систем і фондових ринків [60]. У цьому контексті потребує критичної оцінки план імплементації у сфері розкриття інформації на ринках капіталу Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку [61]. Він стосується таких директив Європейського Парламенту та Ради : № 2004/109/ЄС від 15 грудня 2004 р. щодо гармонізації вимог до прозорості стосовно інформації про емітентів, чії цінні папери прийнято для здійснення торгівлі на регульованому ринку; № 2007/14/ЄС від 8 березня 2007 р., якою встановлюються детальні правила для імплементації окремих положень Директиви № 2004/109/ЄС щодо гармонізації вимог до прозорості стосовно інформації про емітентів, чії цінні папери прийнято для

здійснення торгівлі на регульованому ринку; № 2001/34/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 28 травня 2001 р. щодо допуску цінних паперів до лістингу офіційної фондової біржі та щодо інформації про ці цінні папери, яка має бути опублікована [62].

Регламентом Комісії (ЄС) 1569/2007 від 21 грудня 2007 р. встановлюється механізм для визначення еквівалентності стандартів бухгалтерського обліку, що застосовуються емітентами цінних паперів третіх країн відповідно до Директив 2003/71/ЄС та 2004/109/ЄС Європейського Парламенту та Ради.

«Основними завданнями імплементації Європейських стандартів є: підвищення вимог до розкриття інформації на ринках капіталу та встановлення її механізмів для емітентів та інших учасників; удосконалення повноважень регулятора з метою забезпечення їх прозорості; врахування вимог європейського законодавства щодо підвищення поінформованості та захисту прав інвесторів та інших учасників ринків капіталу; забезпечення виконання зобов'язань України відповідно до Угоди про асоціацію» [63, с. 75].

Для забезпечення відповідності законодавства України у сфері розкриття інформації на фондовому ринку актам Європейського Союзу необхідно: привести вимоги щодо відомостей, які мають містити річна та проміжна інформація про емітента, відповідно до європейської практики; оприлюднення інформації про набуття або відчуження певного пакету акцій; приведення фінансових санкцій, які передбачені за порушення вимог щодо розкриття інформації про емітента, у відповідність до норм Директиви № 2004/109/ЄС.

На виконання вимог інтеграції до ЄС Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку розробила та затвердила Принципи корпоративного управління України, які мають рекомендаційний характер та розраховані на добровільне застосування [64]. Стаття 33 Закону України «Про акціонерні товариства» відносить до компетенції загальних зборів затвердження принципів (кодексу) корпоративного управління товариства.

«Наявні принципи і стандарти корпоративного управління, які розроблені для нефінансового сектору економіки, є актуальними і для банків, які за своєю

суттю є корпоративними структурами» [65, с. 65]. Таким чином, результатом адаптації фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання до умов співробітництва з Європейським Союзом є визначення транспарентності фінансово-кредитного ринку. Під нею розуміємо достовірність отримання інформації про індикатори його стану, чіткість і можливість легкої перевірки відомостей про них. Транспарентність фондового ринку є функцією розвитку корпоративного управління в реальному і фінансовому секторах національної економіки. Виділяють декілька видів транспарентності: політична, економічна, процедурна, інструментальна, операційна. Підвищенню транспарентності фінансово-кредитного ринку України в умовах євроінтеграції сприятиме надання Кодексам корпоративного управління статусу обов'язкових угод, які підлягають судовому захисту.

Запорукою успішного розвитку фінансового ринку є довіра до його інструментів емітентів, інвесторів, усіх зацікавлених осіб. В її основі лежить транспарентність фінансової інформації про процеси корпоративного управління. Вибір стратегії забезпечення інформаційної відкритості та прозорості є запорукою сталого росту інвестиційної привабливості та ринкової вартості акцій корпорації. Зазначена стратегія сприятиме «підвищенню ліквідності фінансових інструментів та зниженню інвестиційних ризиків, пов'язаних із відсутністю інформації та невпевненістю інвесторів у перспективах розвитку» [66, с. 83]. Проаналізувавши існуючу практику, М. Сухотеріна робить висновок, що «питання розробки та запровадження кодексів корпоративного управління в діяльність вітчизняних підприємств знаходиться на початковому етапі» [66, с. 84]. На жаль, принцип транспарентності корпоративного управління в Україні ще не набув належного застосування: в комунікаційній політиці вітчизняних корпорацій відсутні окремі канали, інструменти вичерпного та прозорого інформування суспільства, що стримує розвиток фінансового ринку. Оскільки корпоративне управління є багатогранним явищем, то вчені акцентують увагу на його різних аспектах. М. Казмерчук указує, що «розробка, формування та функціонування

корпоративного кодексу сприятиме підвищенню ефективності процесу управління поведінкою персоналу підприємства» [67, с. 9]. В. Нідзієва розглядає корпоративний кодекс як інструмент управління організаційною культурою загальноосвітніх навчальних закладів [68, с. 37].

Важливість процедур корпоративного управління обумовлює необхідність їх стандартизації, кодифікації. Значна кількість різних національних і міжнародних кодексів корпоративного управління, що з'явилися в 90-і рр. минулого століття, відбивають цю тенденцію і все сильніше впливають на традиційне законодавство. Наявність корпоративного кодексу є нормою для держави, колективу, клієнтів, інвесторів понад 80% організацій західної Європи, США, Японії. Положення кодексу забезпечують ведення чесного бізнесу, розв'язання багатьох управлінських проблем, спірних питань, підбір кадрів, матеріальне і моральне заохочення працівників, а також транспарентність діяльності компанії [63, с. 74].

Поняття «транспарентність» (від англ. *transparency*) «тлумачиться як достовірність, чіткість і можливість легкої перевірки відомостей про щонебудь, відсутність секретності. Його часто вживають разом із термінами «відкритість» (*openness*), «гласність» (*disclosure*), «прозорість» (*clarity, clearness*), «публічність» (*publicity*), «підзвітність» (*accountability*)» [69]. І хоча кожен із них має певну специфіку, по великому рахунку – це синоніми в контексті відкритого суспільства. Викладені принципи доцільно доповнити принципами публічності і підзвітності.

Транспарентність, або інформаційна прозорість, передбачає відкрите оголошення суб'єктом цілей своєї політики, правових, інституціональних та економічних основ діяльності, доведення до відома зацікавлених економічних агентів принципових рішень, їх обґрунтування та іншої інформації, поінформованість громадськості про форми та періодичність звітності [70; 71]. Протилежним значенням до транспарентності виступає інформаційна невизначеність (*uncertainty*), при якій учасники ринку не володіють достовірною інформацією про ринкову кон'юнктуру та дії суб'єкта і,

відповідно, не мають можливості прийняти вірне рішення щодо споживання та інвестицій. Транспарентність, яка протистоїть невизначеності, сприймається економічними агентами як додатковий чинник впливу на процес прийняття рішень. Основними характеристиками транспарентності є:

доступність (відкритість) – суб'єкт має в відкритому доступі або по першому запиту надавати економічним агентам інформацію про свою діяльність;

повнота – необхідно надавати достатній об'єм інформації, яка відображає перспективні цілі діяльності суб'єкта;

своєчасність – інформація має надаватись із мінімальними запізненнями в часі та включати прогнози майбутнього стану економіки та дій суб'єкта;

цілісність – інструменти та комунікаційні канали інформаційної політики мають бути сумісними один із одним та скоординованими.

У практичних цілях розрізняють декілька видів транспарентності:

транспарентність цілей корпоративного управління – надання інформації щодо цілей та кількісних орієнтирів діяльності (політична транспарентність);

розкриття інформації про економічні моделі і прогнози, макроекономічні дані, які використовуються для прийняття в перспективі управлінських рішень (економічна транспарентність);

інформація про механізм прийняття рішень у корпорації, оприлюднення стенограм, протоколів та звітів (процедурна транспарентність);

транспарентність реалізації корпоративного управління – надання економічним агентам інформації про інструменти досягнення цілей корпоративного управління (інструментальна транспарентність);

операційна транспарентність – оприлюднення інформації про результати та ефекти корпоративного управління, а також про припущені помилки, включаючи похибки в економічних прогнозах.

У сфері фінансово-кредитних відносин транспарентність виступає як податково-бюджетна, транспарентність фінансового ринку, банківської діяльності. «Податково-бюджетна транспарентність визначається як критично

важлива компонента ефективного управління державними фінансами, що допомагає зміцнювати довіру учасників ринку й створює передумови для стійкого економічного розвитку. Прозорість також забезпечує доступність державного бюджету для пересічних громадян і, в такий спосіб, допомагає забезпечити підзвітність керівництва країни» [72, с. 64]. МВФ, Світовий банк, Організація економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) та інші міжнародні фінансові організації переглядають стандарти й приклади кращих практик із метою створення інструментарію оцінювання фіскальної прозорості. Набір засобів та інструментів покращання бюджетної транспарентності містить: джерела даних у вигляді бюджетних звітів, які рекомендовано складати й оприлюднювати; стандарти, котрі регулюють якість даних та іншої інформації, наведеної в звітах. При наданні відомостей необхідно дотримуватися таких стандартів: Міжнародні стандарти фінансової звітності для громадського сектору (*IPSAS*), Міжнародні стандарти вищих ревізійних установ (*ISSAI*), Керівництво зі статистики державних фінансів (*GFSM*), Спеціальний стандарт поширення даних МВФ.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку розробила та затвердила Принципи корпоративного управління України, які мають рекомендаційний характер та розраховані на добровільне застосування [64]. Стаття 33 Закону України «Про акціонерні товариства» відносить до компетенції загальних зборів затвердження принципів (кодексу) корпоративного управління товариства.

Наявність Кодексу корпоративного управління визначається тим, що за допомогою Статуту, Положень та інших внутрішніх нормативних документів Компанії не завжди можливо закріпити певні специфічні домовленості акціонерів (наприклад, погоджене голосування на загальних зборах з окремих питань протягом певного періоду часу, зобов'язання зробити додаткові внески до статутного капіталу Компанії в майбутньому, механізми ухвалення рішень щодо вчинення правочинів із заінтересованістю між основними власниками бізнесу тощо). Українське розуміння кодексу корпоративного управління є

альтернативою так званих акціонерних угод (*shareholders agreement*), поширених у більшості країн з розвинутою економікою. Але, на відміну від зарубіжної практики, в Україні такі угоди не підлягають судовому захисту, оскільки частина їх норм має статус «джентльменської угоди», а друга частина – зафіксована в Статуті та Положеннях Компанії. Найчастіше проблема примусового виконання угоди всіма учасниками вирішується шляхом виводу керуючої структури холдингу з української юрисдикції (реєстрація «керуючої компанії» за кордоном) з укладенням акціонерної угоди в країні реєстрації «керуючої компанії» холдингу. В такому випадку акціонерна угода стане для сторін дійсно обов'язковою, оскільки у випадку порушення її норм виникне відповідний судовий розгляд в країні реєстрації керуючої компанії холдингу.

Система корпоративного управління повинна створювати необхідні умови для своєчасного обміну інформацією та ефективної взаємодії між наглядовою радою та виконавчим органом. Органи товариства та їх посадові особи повинні діяти добросовісно та розумно в інтересах товариства. З метою ефективного організаційного та інформаційного забезпечення діяльності органів товариства, належного інформування акціонерів та заінтересованих осіб товариству доцільно запровадити посаду корпоративного секретаря [73, с. 224]. Корпоративний секретар є посадовою особою товариства, яка призначається наглядовою радою та їй підпорядковується.

Інформація, що розкривається акціонерним товариством, повинна бути суттєвою та повною. «До суттєвої інформації, яку товариство повинно регулярно розкривати, належать, зокрема, відомості про: мету та стратегію товариства; результати фінансової та операційної діяльності; структуру власності та контролю над товариством, а також структуру групи товариств, до якої входить товариство, та відносин всередині групи; угоди, в яких беруть участь акціонери, частка яких у капіталі перевищує 10%; осіб, які надають товариству консультаційні та інші послуги, що може призвести до конфлікту інтересів; посадових осіб органів управління, розмір їх винагороди, володіння акціями товариства; істотні фактори ризику, що впливають на діяльність

товариства; дотримання товариством Принципів корпоративного управління» [64]. Крім регулярної інформації товариство повинно негайно розкривати особливу інформацію про суттєві події та зміни, які можуть впливати на стан товариства, вартість його цінних паперів та (або) розмір доходу за ними. Для цього мають використовувати зручні для користувачів засоби поширення інформації, які забезпечують рівний, своєчасний та непов'язаний зі значними витратами доступ до інформації. Аналізуючи компоненти транспарентності корпоративного управління, слід виокремити інструменти та канали інформаційної політики, широкий спектр яких необхідний для максимально чіткого, зрозумілого, об'єктивного донесення до громадськості засад корпоративного управління з врахуванням потреб товариства у захисті конфіденційної інформації та комерційної таємниці.

Транспарентність і чіткість роботи дозволить вплинути на проблему довіри клієнтів по відношенню до банківської системи [74, с. 13]. Але, на жаль, рівень інформаційної прозорості українських банків не можна вважати оптимальним: власники та інсайдери багатьох банків навмисно не зацікавлені в оприлюдненні реальної інформації про свою участь у банківському бізнесі, інші же вважають, що підвищення прозорості посилює ризики зайвої уваги до підконтрольних банків із боку регулятора та правоохоронних органів [75, с. 29].

У сучасному мінливому середовищі достатній рівень транспарентності банківської системи є однією із ключових умов забезпечення її стійкості. Прозорість банківської системи розглядається в розрізі двох рівнів: рівень центрального банку і комерційних банків [73, с. 225]. Головним кінцевим показником, який характеризує діяльність банківської установи, її фінансовий і майновий стан, надає інформацію внутрішнім і зовнішнім користувачам для прийняття обґрунтованих і зважених економічних рішень, є фінансова звітність. Вона має повно і достовірно надавати інформацію її користувачам – наглядовим і податковим органам, власникам (акціонерам) банківських установ, банкам-контрагентам, клієнтам, іншим зацікавленим особам. Застосування банками у своїй діяльності міжнародних стандартів дає

можливість відображати у звітності якісну і повну фінансову інформацію. Вивчення практичних аспектів еволюції методичних підходів до складання фінансової звітності банків України в напрямі імплементації положень МСФЗ дає підстави стверджувати, що цей процес сприяє зростанню рівня прозорості як окремих банків, так і банківської системи в цілому.

Ефективний розвиток українських корпорацій потребує залучення інвестиційних ресурсів у бізнес-процеси та розбудову якісного корпоративного управління. Важливе значення при цьому має пошук конкретних джерел і форм фінансування, вибір між зовнішніми та внутрішніми інвесторами, борговими (займи, кредити) та пайовими (випуск акцій) інструментами [76, с. 96]. Протягом останнього часу зростає привабливість іноземних ринків капіталу для фінансування вітчизняних корпорацій, що обумовлено такими факторами: складна економічна ситуація в національній економіці, низька капіталізація українського фондового ринку, недоступність і дорожнеча внутрішнього банківського кредиту, прагнення залучити дешеві інвестиційні кошти для придбання нових активів та запровадження інноваційних технологій у виробництві.

Проблеми функціонування фінансового ринку досліджуються багатьма вченими. О. Познякова, М. Вільгард наголошують на важливості залучення іноземних інвестицій для українських корпорацій в умовах економічної та політичної нестабільності, оскільки вони відіграють важливу роль у встановленні провідних світових стандартів їх функціонування, сприяють якісному піднесенню менеджменту [77, с. 163]. В. Возна відзначає, що одним із видів залучення інвестицій як для держави в цілому, так і для окремого підприємства є первинне розміщення акцій (IPO) [78, с. 42]. О. Пасько узагальнює вимоги до аудиторських звітів публічних компаній України, акції яких котируються на Варшавській фондовій біржі [79, с. 131]. О. Сьомченков акцентує увагу на тому, що міжнародний подвійний лістинг цінних паперів українських емітентів є перспективним напрямом розвитку національного фондового ринку [80, с. 119].

Досвід виходу українських корпорацій на міжнародні ринки капіталу почав формуватися наприкінці 90-х рр. минулого століття і пов'язаний з використанням американських або глобальних депозитарних розписок (*ADR*, *GDR*) [81, с. 84]. Починаючи з 1998 р. *ADR* випустили понад 40 великих українських компаній. Тенденцією наступних років, починаючи з 2005 р., стали приватні розміщення акцій – позабіржовий продаж невеликих пакетів акцій переважно західним інституціональним інвесторам, які часто супроводжувалися також запуском депозитарних розписок.

Протягом десяти останніх років українські підприємства активніше проводять підготовку до розміщення цінних паперів на міжнародних фондових ринках у формі *IPO* (*Initial Public Offering* – в перекладі з англ. «первинне розміщення акцій») – розміщення серед інвесторів акцій публічного акціонерного товариства, при якому пропозиція акцій адресована більш ніж 100 фізичним та/або юридичним особам, крім акціонерів товариства, і при цьому існуючі акціонери емітента не мають переважного права на придбання розміщуваних акцій [82, с. 11].

У класичному розумінні *IPO* – це первинне публічне розміщення акцій компаній, що вперше емітують свої акції і пропонують їх на ринку широкому загалу інвесторів [83, с. 233]. Утім у сучасній українській практиці поняття *IPO* включає в себе також інші види публічного розміщення, як-то: приватне розміщення – розміщення серед вузького кола заздалегідь відібраних інвесторів з отриманням лістингу (*private offering* – *PO*); публічний продаж чинним акціонерам великого пакету акцій (*secondary public offering* – *SPO*); розміщення компанією, що вже торгує акціями на біржі, додаткового випуску акцій на відкритому ринку – вторинне публічне розміщення (*primary public offering* – *PPO*); публічне розміщення емітентом напряму первинним інвесторам, оминаючи біржовий ринок (*direct public offering* – *DPO*).

Під терміном *IPO* може розумітися первинне розміщення та обіг різноманітних емісійних цінних паперів, що здійснюється приватними компаніями з метою перетворення їх на публічні. Деякі українські емітенти

депозитарних розписок або компанії, що продають акції у процесі приватних розміщень, позиціонують продаж своїх цінних паперів як повноцінний процес *IPO*, оскільки, випускаючи *ADR* третього – найвищого рівня, виконують вимоги до емісії та виходу на біржу як для первинного публічного розміщення.

На провідних фондових біржах світу (Нью-Йоркська (*NYSE Euronext*), Лондонська (*London Stock Exchange – LSE*), Токійська (*TSE*) фондові біржі та американська електронна біржа *NASDAQ*) обертаються цінні папери й похідні фінансові продукти найвідоміших компаній, у тому числі депозитарні розписки та вторинні розміщення іноземних організацій [84, с. 23]. Більшість бірж створили або створюють альтернативні ринки: *NYSE Euronext–Alternext*, *LSE–Alternative Investments Market (AIM)*, Північно – європейська *OMX–First North*, Гонконгівська фондова біржа – *Growth Enterprise Market (GEM)*, Франкфуртська фондова біржа (*Frankfurter Wertpapier Bourse*) – *Open Market*, Варшавська фондова біржа (*Warsaw Stock Exchange*) – *New Connect*. Головною метою цих альтернативних майданчиків є надання можливості залучати кошти невеликим компаніям та заробити інвесторам, які мають схильність до високого ризику [85, с. 99]. У силу найбільш сприятливого інвестиційного і бізнес-клімату більшість *IPO* проводиться в США та Великій Британії, які практикують вихід на ринок не тільки великих емітентів, а й малих і середніх компаній та орієнтуються на фондовий ринок як на основне джерело інвестицій. Проте серед двох глобальних лідерів біржових майданчиків Нью-Йорк зорієнтований більшою мірою на вторинне розміщення акцій. Натомість Лондон та Гонконг за обсягами залучених капіталів є лідерами щодо первинного розміщення капіталів.

Українські емітенти здійснюють розміщення цінних паперів на таких іноземних майданчиках, розташованих по мірі зменшення привабливості, Варшавська фондова біржа (*WSE*), Лондонська фондова біржа (*LSE*), *Deutsche Börse* (основний майданчик – Франкфуртська фондова біржа (*FSE*), *NYSE-Euronext*, *NASDAQ OMX First North in Stockholm*.

Для українських підприємств за останні роки однією однією з найбільш привабливих є Варшавська фондова біржа (ВФБ), яка змогла створити для іноземних емітентів сприятливі та зрозумілі умови залучення інвестицій. Перевагою розміщення капіталу на ній є лояльне законодавство, відносно невисокі витрати для розміщення та проста порівняно з біржами інших країн процедура виходу на біржу. Основною умовою розміщення цінних паперів на ВФБ є реєстрація емітента у одній з країн Євросоюзу. Якщо вимога не дотримується, виходом є реєстрація в одній із країн Євросоюзу іноземної дочірньої компанії, в яку вносяться акції емітента. З уваги на сприятливі правову та податкову бази, компанії такого типу найчастіше створюються в Голландії, на Кіпрі та в Люксембурзі. Головний ринок ВФБ призначений для компаній, які [86, с. 556]: є високорозвиненими; здійснюють *IPO* та мають намір провести *SPO*; зацікавлені залученням капіталу обсягом від трьох і більше мільйонів євро до одного мільярда; мають рівень капіталізації не менше 5 млн євро; чії основні інвестори приймають рішення про довгострокове розпорошення капіталу серед менших інвесторів, особливо фінансових інвесторів; розуміють біржу та ринок капіталу як місце для фінансування свого розвитку хоча б у перспективі декількох років. Отже, головний майданчик ВФБ є оптимальним варіантом для високорозвинених компаній локального та регіонального рівнів з достатньо високим рівнем капіталізації. Ринок NewConnect є платформою, де молоді компанії з невеликою вартістю бізнесу отримують можливість залучати інвестиційні кошти на фондовому ринку. Ще однією платформою є ринок *Catalyst*, призначений для недержавних боргових інструментів – комунальних та корпоративних облігацій, а також для інвестиційних сертифікатів.

Кількість корпорацій із активами в нашій країні на Лондонській біржі така сама, як і на ВФБ, проте більшість їх допущена на альтернативний ринок (*AIM*) фондового майданчика. Основною відмінністю допуску емітента до *AIM* від *LSE* є менша вартість, відсутність вимог до мінімального розміру капіталізації і тривалості присутності на ринку певний час. Вимогами до

емітентів є: наявність проспекту емісії; забезпечення обороту капіталу на достатньому рівні протягом не менш як 1 року з моменту допуску до торгів; звітність компанії по стандартам *US GAAP*, *UK GAAP* або МСФО; відсутність обмежень щодо вільного трансферу акцій компанії; наявність брокера та консультанта. Основними вимогами при оцінці компанії є: професіоналізм менеджменту, висока якість або інноваційність продукції, великі обсяги продаж для виробників стандартної продукції. Саме тому альтернативна інвестиційна секція *LSE AIM* є найбільш привабливою для реалій українських компаній – емітентів, які мають успішний досвід проведення IPO на цій секції.

Переваги *IPO* в порівнянні з іншими формами залучення капіталу [87]:

вихід компанії на міжнародний фондовий ринок, який є надійним джерелом довгострокових інвестицій. Завдяки емісії акцій корпорація залучає довгостроковий капітал в обмін на зобов'язання виплачувати дивіденди і враховувати очікування інвесторів щодо спрямування фінансових ресурсів на реалізацію певної стратегії розвитку емітента. На противагу банківському кредиту залучення коштів через IPO не призводить до зростання боргового тягаря і зберігає незалежність компанії від конкретного фінансового інституту;

формування об'єктивної ринкової оцінки вартості корпорації та підвищення рівня її капіталізації, оскільки вартість публічного підприємства, як правило, завжди вище вартості закритого приватного підприємства;

покращення фінансового стану корпорації внаслідок забезпечення вищої ліквідності акцій компаній, збільшення власного капіталу за рахунок зростання акціонерного капіталу в результаті продажу акцій підприємства, а також за рахунок додаткового капіталу внаслідок отримання емісійного доходу;

можливість залучення інвестицій в майбутньому на більш вигідних умовах, оскільки покращення співвідношення залучених ресурсів до власних збільшує фінансовий леверидж, тим самим дозволяє підприємству, за необхідності, залучати додатковий залучений капітал під нижчі відсотки;

зростання ефективності діяльності компанії унаслідок підвищення рівня корпоративного управління, прозорості та корпоративної культури. Отримання

біржового лістингу забезпечує суспільне визнання та полегшує торгівельні операції з корпоративними акціями, сприяє підвищенню статусу та кредитного рейтингу компаній;

поліпшення репутації, іміджу корпорації, оскільки її високий публічний статус, котирування акцій на фондових ринках створює додаткові конкурентні переваги та сприяє зростанню числа партнерів і клієнтів. Більше того, біржа, на якій обертаються цінні папери корпорації, зацікавлена у збільшенні об'ємів торгів і здійснює додатковий активний маркетинг, який не завжди може собі дозволити емітент.

Недоліками *IPO* є [87]:

наявність чисельних вимог і значні фінансові затрати, оскільки первинне публічне розміщення акцій вимагає значних витрат корпорації при підготовці та проведенні самої операції;

ризик втрати контролю над корпорацією, оскільки існують ризики недружнього поглинання, блокування стратегічних рішень міноритарними акціонерами;

забезпечення прозорості корпорації, оскільки необхідно розкривати інформацію про структуру власності, рівень заробітної плати та винагород менеджменту, фінансовий стан тощо. Інформація, що оприлюднюється публічними корпораціями, стає доступною широкому колу осіб, серед яких можуть бути і конкуренти-фірми.

Перевагами операцій *IPO* для інвесторів є можливість отримання суттєвого доходу, оскільки акції певної компанії, які вперше продаються на ринку, мають тенденцію до стрімкого зростання в ціні. Негативні аспекти пов'язані з великим ризиком зворотного варіанту розвитку подій і стрімким падінням акцій.

Розміщення українськими корпораціями цінних паперів на фондових біржах світу є бажаним, але далеко не для всіх доступним методом залучення інвестицій. Причиною цього є: їх низька конкурентоздатність на світовому ринку, недостатня якість корпоративного управління, відмінності у форматах

подання інформації емітентом, жорсткіші умови лістингу за кордоном, несприятлива зовнішня оцінка всіх аспектів інвестиційного клімату нашої країни, включаючи захист бізнесу.

Представництво українських корпорацій у лістингу іноземних бірж стимулює їх підвищувати стандарти своєї діяльності. З одного боку, це ускладнює процес інвестування, з іншого – сприяє формуванню нового типу суб'єктів господарювання.

В Україні існують істотні проблеми у сфері реалізації прав акціонерів і прозорості дій корпорацій. Основна частка акціонерного капіталу зосереджена в невеликій групі великих власників, а міноритарні акціонери не мають можливості впливати на діяльність підприємства, отримувати повноцінну фінансову інформацію, мати ринкову оцінку фінансового стану підприємства [88, с. 35]. Законодавство в Україні забезпечує слабкий захист від небажаних інвесторів при здійсненні відкритого розміщення акцій. На Заході перед проведенням *IPO* компанії вживають спеціальних заходів – змінюють статут для впровадження ротації директорів, щоб унеможливити заміну всіх директорів одночасно, виставляють на продаж акції з визначеними правами, які не дозволять недобросовісним покупцям перебрати на себе управління.

Процедура *IPO* займає близько року і включає в себе чотири основних етапи:

попередній етап – забезпечення необхідних стандартів корпоративного управління, приведення фінансової звітності у відповідність до міжнародних стандартів; дотримання вимог з розкриття фінансової та іншої інформації;

підготовчий етап – формування проектної команди (менеджерів проекту), вибір партнерів: інвестиційного банкіра, фінансового, юридичного консультантів, аудитора, брокерів, андерайтера, консультанта з маркетингу для пошуку незалежних директорів та їх введення до складу ради директорів компанії. Результатом співпраці цих суб'єктів є визначення параметрів розміщення (обсягу, ціни акцій і справедливої вартості пакету загалом,

майданчика, структури угоди, структури інвесторів), а також прийняття радою директорів рішення про випуск акцій;

основний етап – випуск проспекту емісії акцій як документу, у якому публічне акціонерне товариство, що здійснює IPO, зобов'язане розкрити інформацію про себе і свою діяльність, а також про умови розміщення акцій. Емісії акцій передуює видання прес-релізу, завдяки якому відбувається ознайомлення засобів масової інформації з подією;

післяемісійний етап – робота з інвесторами, публікація регулярної звітності, підтримка корпоративного сайту (профілю інвестора), розкриття важливих фактів із життя компанії, випуск аналітичних звітів, організація виступів топ-менеджерів на міжнародних форумах і дискусійних майданчиках, організація прес-супроводу діяльності компанії.

Таким чином, на всіх етапах організації процедур IPO важливою умовою є забезпечення транспарентності корпоративного управління і фінансового стану емітента.

5.3. Активізація стимулюючого впливу податково-рейтингових механізмів операцій суб'єктів господарювання із цінними паперами на фондовому ринку

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. В Україні створено податкову систему, яка наближається до сучасного європейського типу, але потребує гармонізації інтересів держави і платників податків, що є передумовою розвитку національної економіки і фондового ринку, зокрема [89, с. 90]. Індикаторами податкового навантаження на суб'єктів господарювання є: податковий тиск сукупності податків, зборів і платежів; використання пільг (надання пільгових

кредитів, дотацій); механізмів перекладання податків із одних платників на інших, зміцнення бюджетної безпеки держави [90, с. 58]. Однією із цілей податкової реформи є: підвищення ділової активності, детінізація економіки та активізація інвестиційної діяльності на фондовому ринку.

Вибір фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання потребує врахування поведінки інших економічних агентів, в першу чергу держави через інструменти оподаткування, мит, квот, субсидій. Протягом останніх років фондовий ринок України динамічно розвивається, але превалює позабіржовий сегмент. Утім провідний світовий досвід переконує у перевагах функціонування саме біржового сегменту ринку. У більшості країн, які готуються до вступу в ЄС, діє правило концентраційне правило (*concentration rule*), коли всі угоди з цінними паперами відбуваються тільки на регульованих/біржових ринках. Важливе значення у стимулюванні розвитку організованого сегменту фондового ринку належить податковим механізмам.

Проблеми оподаткування операцій із цінними паперами та їх оподаткування знаходяться у центрі уваги науковців. Причому оцінки одних і тих самих правових норм суттєво різняться. Так О. Папаїка, І. Носачова [48, с. 301] вважають, що нові підходи до оподаткування фінансових результатів операцій з цінними паперами та формування резервів, введені у 2012 р., є конструктивними, оскільки вони стимулюватимуть поліпшення якості портфелів інвесторів, а саме: відмову від операцій із цінними паперами низької інвестиційної привабливості, зростання попиту на цінні папери, які мають надійні інвестиційні рейтинги, входять в біржові індекси, котируються на біржі тощо. Загалом це сприятиме зростанню доходів бюджету і збільшенню частки організованого біржового сегмента фондового ринку.

Натомість, на думку Л. Духновської, Т. Редзюк, зміни, які відбулися в податковому законодавстві з 1 січня 2013 р. щодо оподаткування операцій із цінними паперами та деривативами, можуть призвести до випадків несплати податкових платежів, зростання витратомісткості виробництва, стрибка цін на кінцеву продукцію, збільшення контрабанди й інших проблем функціонування

суб'єктів господарювання різних галузей та сфер діяльності [91, с. 45]. Крім того, в найближчій перспективі може бути згортання вторинного ринку цінних паперів (як ринку облігацій внутрішньої державної позики, так і корпоративних цінних паперів) за рахунок штучного заниження витрат на придбання цінних паперів, що робить недоцільним їх продаж великим інвесторам. Слід очікувати також різкого скорочення обсягів біржової торгівлі цінними паперами і фактичного зникнення біржових цін на більшість цінних паперів вітчизняних емітентів, внаслідок чого посиляться маніпулювання ринком при його мінімальних об'ємах. Високо оцінюючи науковий доробок указаних авторів, слід констатувати, що механізм оподаткування операцій із цінними паперами залишається недостатньо дослідженим.

Оподаткування доходів від торгівлі цінними паперами, володіння акціями, доходів на приріст капіталу істотно впливає на інтенсивність розвитку фондового ринку, оскільки інвестори орієнтуються на ставку дохідності після сплати податків. Практика стягнення податків із операцій з цінними паперами є різноманітною у країнах світу за такими ознаками: відсутність оподаткування, ототожнення доходів і прибутків, можливість відстрочення податкового боргу. Через систему податкових механізмів регулювання держава має змогу активізувати інвестиційну діяльність в Україні, захищати національного товаровиробника, стимулювати розвиток пріоритетних галузей економіки [92, с. 238]. Податкове стимулювання пропозиції цінних паперів на фондовому ринку має важливе значення для суб'єктів господарювання, які потребують значних капітальних вкладень, але при цьому не мають достатнього обсягу внутрішніх вільних фінансових ресурсів [93, с. 33]. В основі податкових механізмів стимулювання розвитку фондовому ринку лежать такі чинники: часткове зниження податкових ставок за операціями з деякими ринковими інструментами, або повну відмову від їх оподаткування.

Методи і ознаки податкового стимулювання інвестування в акції у світовій практиці формалізовано на рис. 5.3.



Рис. 5.3. Методи й ознаки податкового стимулювання інвестування в акції у світовій практиці

Джерело: власна розробка

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.

Значного поширення цільові пільги з оподаткування операцій із цінними паперами, а також кредитних операцій отримали в країнах банківсько-орієнтованого типу (розвинений банківський сектор і фондовий ринок, що розвивається [94, с. 9]. Діюча система оподаткування суб'єктів господарювання дає переваги компаніям, що покладаються в основному на борговий метод фінансування діяльності. Шляхами податкового стимулювання пропозиції акцій на українському фондовому ринку є: зниження загального податкового навантаження й мінімізація подвійного оподаткування дивідендів, усунення невизначеності в сфері обчислення й сплати податків і зборів, створення консолідованих груп платників податків, надання податкових пільг інвесторам.

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.

Оподаткування операцій з торгівлі цінними паперами, деривативами та іншими, ніж цінні папери, корпоративними правами, належить до оподаткування операцій особливого виду [95, с. 229]. Так, пунктом 153.8 статті 153 Податкового кодексу України (ПКУ) встановлено окремий податковий облік фінансових результатів операцій з цінними паперами та деривативами [96]. Фінансовий результат за операціями з цінними паперами чи деривативами визначається платником податку. При цьому платник податку

визначає фінансовий результат за операціями з цінними паперами чи деривативами, що перебувають в обігу на фондовій біржі, окремо від фінансового результату за операціями з цінними паперами чи деривативами, що не перебувають в обігу на фондовій біржі.

Негативний фінансовий результат із торгівлі цінними паперами за своєю суттю є витратами на придбання цінних паперів (не проданих на даний час), понесеними у минулих податкових періодах, та не є від'ємним значенням об'єкта оподаткування з податку на прибуток. Витрати професійних учасників фондового ринку, які він здійснює у зв'язку з придбанням цінних паперів, відповідно до норм статті 153.8 повинні бути відображені як витрати.

Порядок відображення від'ємного фінансового результату операцій з цінними паперами та деривативами у 2012–2015 рр. регламентувався Листом ДПС [97]. У ньому зазначалося, що в декларації з податку на прибуток підприємства, починаючи зі звітного періоду (I півріччя 2012 р.), у платників податків з доходом за 2011 р. один мільйон гривень і більше, враховується тільки 25% суми від від'ємного фінансового результату операцій з цінними паперами та деривативами.

Платники податку визначають фінансовий результат за операціями з цінними паперами відповідно до положень (стандартів) бухгалтерського обліку шляхом зменшення прибутків за операціями з цінними паперами на суму збитків від операцій з іншими цінними паперами протягом такого звітного періоду. Платник податку має визначати фінансовий результат за операціями з цінними паперами, що перебувають в обігу на фондовій біржі, окремо від фінансового результату за операціями з цінними паперами, що не перебувають в обігу на фондовій біржі.

Прибуток (збиток) за кожною окремою операцією з пайовими цінними паперами розраховується як позитивна (від'ємна) різниця між доходом від їх відчуження та сумою витрат у зв'язку з їх придбанням. По боргових цінних паперах прибуток від торгівлі визначається шляхом зменшення доходу від відчуження на суму нарахованих, але не отриманих процентів, сума витрат з

придбання таких цінних паперів зменшується на суму сплачених процентів продавцю, які нараховано згідно з умовами випуску таких цінних паперів.

Витрати платника податку на користь продавця або емітента цінних паперів визнаються витратами того звітного періоду, в якому визнано доходи від відчуження таких цінних паперів. Цінні папери визнаються такими, що перебувають в обігу на фондовій біржі, за одночасного дотримання таких умов:

допуск до обігу хоча б на одній фондовій біржі;

біржовий курс на українських фондових біржах розраховуються відповідно до вимог, встановлених національним регулятором;

інформація про біржовий курс обов'язково розміщується на веб-сайті фондової біржі та у загальнодоступній інформаційній базі даних НКЦПФР, а також може публікуватися в засобах масової інформації (зокрема електронних) [98].

Біржовий курс розраховується не по всіх біржових контрактах, а лише по тих, термін виконання яких обмежений трьома робочими днями з моменту укладення договорів. Згідно з п. 1 розділу I Положення НКЦПФР про функціонування фондових бірж № 1688 від 22.11.2012, «біржовий курс цінного паперу – ринкова ціна цінного паперу, яка визначається на конкретну дату за результатами біржових торгів в день їх проведення на підставі біржових контрактів» [57].

Порядок обліку доходів і витрат від операцій із цінними паперами, які впливають на фінансові результати діяльності учасників ринку і визначають базу оподаткування, слід визнати незадовільним. Зазначений порядок має дестимулюючий вплив на розвиток фондового ринку. Оскільки платники податків, які ефективно працюють на ринку цінних паперів, знаходяться у дискримінаційному становищі – якщо за результатами звітного періоду отримано додатну суму прибутків і збитків, то вона включається до об'єкта оподаткування за результатами поточного звітного періоду та оподатковується за ставкою, визначеною пунктом 151.4 статті 151 ПКУ.

Від’ємна сума прибутків і збитків переноситься у зменшення загального фінансового результату в наступних звітних періодах. Особливості такого перенесення визначається сферою обігу цінних паперів [96]: на фондових біржах – до повного погашення, на позабіржовому ринку – протягом 1095 днів, наступних за звітним періодом виникнення від’ємного значення фінансового результату.

Охарактеризований порядок створює передумови зі свідомого маніпулювання фінансовими результатами від операцій із цінними паперами для мінімізації об’єкта оподаткування – прибутку підприємства [99, с. 72].

«Прибутки, отримані від операцій з цінними паперами, що перебувають в обігу на фондовій біржі, не можуть бути зменшені на збитки від операцій з цінними паперами, що не перебувають в обігу на фондовій біржі. Прибутки, отримані від операцій з цінними паперами, що не перебувають в обігу на фондовій біржі, не можуть бути зменшені на збитки від операцій з цінними паперами, що перебувають в обігу на фондовій біржі» [96].

Стимулюючий характер мають положення щодо оподаткування операцій з придбанням цінних паперів або деривативів емітента, діяльність якого має ознаки фіктивності, оскільки здійснені витрати не враховуються при визначенні фінансового результату за операціями з цінними паперами або деривативами.

Верховна Рада України 6 грудня 2012 р. прийняла Закон України «Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо подальшого удосконалення адміністрування податків і зборів» № 5519-VI, які набрали чинності з 3 січня 2013 р. [100]. У Податковий кодекс України внесено зміни, які передбачають оподаткування акцизним податком операції з цінними паперами та деривативами. Тепер, «акцизний податок це – непрямий податок на споживання окремих видів товарів (продукції), визначених Податковим Кодексом як підакцизні, що включається до ціни таких товарів (продукції), а також особливий податок на операції з відчуження цінних паперів та операції з деривативами» [100].

Податковий кодекс України доповнено статтею 215-1, яка визначає ставки податку з операцій відчуження цінних паперів та операцій з деривативами:

по-перше, якщо операції з продажу відбуваються на фондовій біржі,

0% від суми цінних паперів, за якими розраховується біржовий курс відповідно до вимог національного регулятора;

0% від суми операцій з продажу деривативів;

по-друге, якщо операції з продажу відбуваються на фондовій біржі,

0,1% від суми операцій з продажу цінних паперів, що знаходяться у біржовому реєстрі;

1,5% від суми операцій з продажу цінних паперів, які не перебувають у біржовому реєстрі;

5 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян за укладений дериватив.

Для правильного визначення ставки оподаткування особливим податком слід пам'ятати, що біржовий реєстр і біржовий список це різні правові конструкції. Біржовий список – документ фондової біржі, який містить інформацію про цінні папери та інших фінансових інструментах, які в конкретний момент часу на відповідну дату допущені до торгівлі на фондовій біржі за категорією лістингових цінних паперів або за категорією позалістингових цінних паперів та інших фінансових інструментів. Біржовий реєстр це – складова біржового списку, яка містить інформацію про лістингові цінні папери. Тобто, якщо цінні папери пройшли процедуру лістингу, то ці цінні папери включаються до біржового реєстру. Якщо цінні папери не відповідають умовам лістингу, то такі цінні папери включають до біржового списку за категоріями позалістингових цінних паперів. Процедуру проходження цінними паперами лістингу може ініціювати тільки емітент цінних паперів.

Виходячи зі змісту підпунктів 212.1.9 і 213.2.3 Податкового кодексу України, «не підлягають оподаткуванню особливим податком операції з

відчуження: акцій, ощадних (депозитних) сертифікатів; корпоративних прав в іншій, ніж цінні папери, формі; цінних паперів, корпоративних прав в іншій, ніж цінні папери, формі, емітованих нерезидентами; державних і муніципальних цінних паперів; цінних паперів, гарантованих державою; цінних паперів, емітованих Національним банком України, Міністерством фінансів України, Державною іпотечною установою; звичайних іпотечних облігацій, емітованих фінансовою установою, більше 50% корпоративних прав якого належать державі або державним банкам; інвестиційних сертифікатів; сертифікатів фондів операцій з нерухомістю; цільових облігацій підприємств, виконання зобов'язань за якими здійснюється шляхом передачі об'єкта (частини об'єкта) житлового будівництва.

Слід зауважити, що у вказаний вище перелік не потрапили векселя (в тому числі і фінансові векселі), закладні, облігації підприємств (крім зазначених вище цільових облігацій), іпотечні сертифікати, іпотечні облігації (крім зазначених вище звичайних іпотечних облігацій) і опціонні сертифікати. Отже, такі цінні папери будуть обкладатися особливим акцизним податком. По обкладенні акцизним податком акцій публічних акціонерних товариств існують різні правові позиції, але це питання ми розглянемо нижче.

Введення особливого акцизного податку на операції з відчуження цінних паперів та операцій з деривативами з точки зору теорії оподаткування не може бути акцизним податком по своїй економічній суті. У аналізованій редакції п. 14.1.4 ПКУ «акцизний податок – непрямий податок на споживання окремих видів товарів (продукції), визначених цим Кодексом як підакцизні, що включається до ціни таких товарів (продукції)» доповнено словами «а також особливий податок на операції з відчуження цінних паперів та операцій з деривативами». Це створює певні суперечності між статтями Податкового кодексу, оскільки вичерпний перелік підакцизних товарів наведено у п. 215.1 ст. 215 ПКУ, до яких цінні папери не відносяться.

Законом України від 28.12.2014 № 71-VIII «Про внесення змін до Податкового кодексу України та деяких законодавчих актів України щодо

податкової реформи», який набрав чинності 01.01.2015, було внесено зміни до ПКУ, зокрема виключено норми щодо справляння акцизного податку з операцій з відчуження цінних паперів та операцій з деривативами [101]. Останнім звітним (податковим) періодом, за який його платники мали зобов'язання подати декларацію, був IV квартал 2014 р.

Загальний податковий тиск на промисловість здійснювався на тлі: введення обмежень НБУ на валютні операції; обмеження поставок електроенергії і газу промисловим підприємствам; обмеження країн Митного союзу; скорочення обсягів експорту продукції та інвестицій у галузь; зростання собівартості продукції та низької її конкурентоспроможності; несприятливої кон'юнктури зовнішніх ринків, нерозвиненість внутрішнього ринку тощо. Зазначені фактори суттєво обмежують можливості виходу промислових підприємств України на фондовий ринок, знижують ефективність антикризових заходів і формування фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел.

Податкове бюджетування як найважливіший спосіб управління податковими зобов'язаннями передбачає балансування податкових надходжень і платежів. У процесі планування діяльності на наступний рік при розробці фінансового плану податки і платежі виділяються окремим блоком у вигляді податкового бюджету [102, с. 73]. Сутність цього підходу полягає в тому, що увага концентрується не на мінімізації податків, а на реалізації фінансової стратегії промислового холдингу.

Процес податкового бюджетування є результативною частиною корпоративного податкового планування, регулювання та контролю, а також комбінованим способом оптимізації податкових потоків, метою якого є забезпечення довгострокової фінансової стабільності промислового холдингу. Податковий бюджет містить інформацію про плановане нарахування податків і податкових платежів (види податків, база оподаткування, прогнозування кредиторської заборгованості перед бюджетом, її реструктуризації).

Враховуючи багаторівневість біржових механізмів, галузевої спеціалізації, державного управління, слід визнати, що податковий потенціал

промислового міста значною мірою обумовлює рівень і якість життя населення, відображає можливості його соціально-економічного розвитку [103, с. 236]. Чим вищі доходи населення і підприємств, на яких базується економічна активність промислового міста, тим більше податкових надходжень потрапляє до бюджетної системи і більше коштів направляється на вирішення завдань, що постають перед містом, і задля вирішення яких необхідною є наявність ефективної системи оцінки реальних дохідних можливостей територіальних утворень.

Основний податковий тягар несуть саме великі промислові підприємства. Вони є основними системоутворюючими елементами багатьох життєво важливих сфер держави, зокрема, таких: в економічній – базис утворення вартості; бюджетній – джерела наповнення; територіальній містоутворювачі; науковій та освітній – групи розвитку, споживачі та джерела знань; соціальній – місця реалізації людських можливостей та забезпечення засобами існування; податковій – джерела надходжень; у фінансовій – мультиплікатори грошей [104, с. 265].

Вплив бюджетно-податкової політики держави на діяльність і розвиток підприємств промисловості можна розглядати в двох площинах. Перша – заходи бюджетного регулювання безпосереднього впливу на виробництво (прямі фінансування та субсидування певних галузей чи окремих підприємств, створення додаткових конкурентних переваг); друга – заходи бюджетно-податкового регулювання непрямого (опосередкованого) впливу (витрачання коштів на утримання апарату управління, замовлення та закупівлі, які впливають на ринковий попит і пропозицію товарів; витрати на науку та наукові дослідження тощо) [105, с. 47].

Модернізація окремих видів економічної діяльності промисловості та економіки країни загалом потребує зміни політики надання податкових пільг у напрямі переорієнтації від надання пільг за галузевим критерієм до їх надання за функціональною ознакою – інвестиційно-інноваційною спрямованістю, з акцентом на підтримку високих технологій. Більше того, окремі напрями

надання пільг повинні бути взаємоузгодженими між собою – пільги слід надавати одночасно вітчизняному виробнику високотехнологічної інноваційної продукції та внутрішньому споживачу, який використовує її у власному виробництві [106, с. 276].

Рейтингові агентства прийнято вважати важливим інститутом фінансової інфраструктури, призначеним забезпечити надання повної і прозорої інформації щодо роботи фінансового ринку усім його учасникам, професіоналам чи непрофесіоналам. Цей вид інфраструктури відіграє важливу роль у сприянні підвищенню ефективності роботи фінансових ринків, спрямуванні потоків капіталів, прискоренні їх руху тощо. Останніми роками діяльність рейтингових агентств була значною мірою дискредитована, що зумовлено низкою як внутрішніх, так і зовнішніх факторів. Незважаючи на зазначене, вона буде актуальна і в довгостроковій перспективі, оскільки підвищується невизначеність зовнішнього середовища, загострюється проблема пошуку надійних об'єктів для інвестування. Використання рейтингів має важливе значення і на світовому фінансовому ринку, оскільки процеси глобалізації, інтенсифікації господарського життя значно зміцнили світогосподарські зв'язки національних економік.

Питання функціонування рейтингових агентств на світових і вітчизняних фондових ринках досліджуються багатьма вченими. У праці О. Пластун удосконалено діяльність рейтингових агентств на основі врахування біржової інформації [107, с. 113]. У полі зору О. Залєтова [108, с. 45], Н. Ткаченко [109, с. 103] досліджуються проблеми впливу рейтингових агентств на страховий ринок, а також міжнародних рейтингових агентств у системі оцінки фінансової стійкості страхових компаній. Вітчизняна практика оперує поняттями «уповноважене рейтингове агентство» та «рейтингове агентство».

Порядок ведення Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств, затверджений рішенням ДКЦПФР, так визначає рейтингове агентство – «це юридична особа, яка надає професійні послуги на ринку цінних паперів та спеціалізується на визначенні кредитних рейтингів (рейтингуванні) та наданні

інформаційно-аналітичних послуг, пов'язаних із забезпеченням діяльності з визначення кредитних рейтингів» [110]. Уповноваженим рейтинговим агентством є таке, що стало переможцем конкурсу, який проводиться Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР).

На вітчизняному фінансовому ринку працюють п'ять уповноважених осіб: *ІВІ-Рейтинг*, *Рюрік*, *Експерт-Рейтинг*, *Кредит-Рейтинг*, *Стандарт-Рейтинг* (табл. 5.12).

Таблиця 5.12

Уповноважені рейтингові агентства (РА) – товариства з обмеженою відповідальністю (ТОВ), включені до Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств

№ з/п	Код ЄДРПОУ	Назва РА	Місцезнаходження	Номер і дата включення до Державного реєстру	Номер і дата рішення про включення до Державного реєстру
1	33262696	ІВІ-Рейтинг	03680, м. Київ, вул. Горького, буд. 172, оф.1014	№ 3 від 12.04.2010	№ 385 від 07.04.2010
2	16480462	Рюрік	04053, м. Київ, вул. Січових Стрільців, буд. 52-А	№ 4 від 12.04.2010	№ 385 від 07.04.2010
3	34819244	Експерт-Рейтинг	04073, м. Київ, провулок Куренівський, буд. 15	№ 5 від 9.06.2010	№ 860 від 08.06.2010
4	31752402	Кредит-Рейтинг	04080, м. Київ, вул. Верхній Вал, буд. 72	№6 від 10.04.2012	№530 від 10.04.2012
5	37413337	Стандарт-Рейтинг	04071, м. Київ, вул. Верхній Вал, буд. 4-А, Літера А	№8 від 10.04.2012	№529 від 10.04.2012

Джерело: побудовано за даними [111].

Рейтинги за національною шкалою в Україні також присвоюють три міжнародні рейтингові агентства: *Fitch Ratings*, *Moody's* і *Standard & Poor's*. (табл. 5.13).

Таблиця 5.13

Міжнародні рейтингові агентства, які мають право визначати обов'язкові за законом рейтингові оцінки емітентів та цінних паперів

№ п/п	Назва агентства	Рішення про включення до переліку міжнародних рейтингових агентств, визнаних НКЦПФР
1	Fitch Ratings (Велика Британія, Сполучені Штати Америки)	від 22.02.2006 № 198
2	Moody's Investors Service (Сполучені Штати Америки)	від 22.02.2006 № 198
3	Standard and Poor's (Сполучені Штати Америки)	від 22.02.2006 № 198
4	<p align="center">Дочірні компанії, які знаходяться під операційним контролем Moody's Investors Service:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Мудіз Інвесторс Сервіс Лтд (Moody's Investors Service Ltd), Лондон, Велика Британія; - Мудіз Централ Юроп а.с. (Moody's Central Europe a.s.), 	від 28.08.2007 №1890
4	<p align="center">Прага, Чеська Республіка;</p> <ul style="list-style-type: none"> - Мудіз Франс С.А.С. (Moody's France S.A.S), Париж, Франція; - Мудіз Дойчланд ГмбХ (Moody's Deutschland GmbH), Франкфурт на Майні, Німеччина; - Мудіз Італія С.р.л. (Moody's Italia S.r.l.), Мілан, Італія; - Мудіз Інвесторс Сервіс Іспанія, С.А. (Moody's Investors Service Espana, S.A.), Мадрид, Іспанія; - Мудіз Істерн Юроп ЛЛІС (Moody's Eastern Europe LLC), Москва, Росія; - Мудіз Інвесторс Сервіс Інк (Moody's Investors Service Inc), Нью-Йорк, Сполучені Штати Америки 	

Джерело: побудовано за даними [112].

Fitch Ratings (Фітч Рейтинг) – одне з трьох провідних рейтингових агентств світу. Входить в групу компаній *Fitch Group*. Крім кредитного агентства, група включає компанії: *Fitch Solutions* (маркетинг продуктів та послуг), *Algorithmics* (оцінювання ризиків компаній). Понад 60% акцій групи належить *Fimalac S.A*, штаб-квартира якої знаходиться у Парижі.

Інші 40% акцій групи *Fitch*, належать американській медіа-групі *Hearst Corporation*. Агентство «Фітч Рейтинг» має штаб-квартири у Лондоні та Нью-Йорку, мережу представництв у більш ніж 50-ти країнах світу. Оцінює кредитний рейтинг позичальників у більш ніж 150 країн світу, за стандартизованою шкалою, здійснює дослідження і аналіз комерційних та державних організацій.

Moody's – коротка назва компанії *Moody's Investors Service*, що є однією з найбільших та найвідоміших рейтингових агентств світу; відповідна холдингова компанія – *Moody's Corporation (NYSE: MCO)*. Компанія оцінює кредитний рейтинг позичальників за стандартизованою шкалою, а також здійснює дослідження і аналіз комерційних та державних організацій. Частка компанії у світовому ринку кредитних рейтингів — близька 40%. *Moody's* була заснована у 1909 році американським фінансовим аналітиком Джоном Муді, чие прізвище й увійшло у назву компанії. Основними інституційними власниками є *Berkshire Hathaway* та *Davis Selected Advisers*.

Standard & Poor's або *S&P* – дочірня компанія корпорації *McGraw-Hill*, що займається аналітичними дослідженнями фінансового ринку. Компанія *Standard & Poor's* належить до трійки найвпливовіших міжнародних рейтингових агентств. *S&P* відома також як автор і редактор американського фондового індексу *S&P 500* та австралійського *S&P 200*.

Велика трійка рейтингових агентств (“*Big Three credit rating agencies*”), віддавна перетворилися на потужних гравців на світових фінансових ринках. Не випадково їх справедливо, а часом й несправедливо звинувачують у олігополії, оскільки всі три є приналежними до США й не мають у світі рівноцінних конкурентів. Зокрема, *Moody's* й *Standard & Poor's* контролюють

чотири п'ятих відповідних рейтингово-кредитних послуг. Рейтингові агенції до певної міри прислужилися до кризи єврозони (17 країн ЄС) у 2009 році шляхом зниження їх кредитних рейтингів із неодмінним негативним результатом для їх фінансових систем. Критики рейтингових агентств вказують на те, що кредитні рейтинги не слід абсолютизувати, оскільки вони відображають лише існуючі точки зору на відносну кредитоспроможність позичальника, але не відображають абсолютну міру ймовірності неплатоспроможності (дефолту) [113, с. 162].

У табл. 5.14 наведено порівняльну характеристику регулювання рейтингової діяльності в США, ЄС та Україні. Відповідно до українського законодавства, рейтингові оцінки, отримання яких відповідно до закону є обов'язковим, мають право визначати виключно уповноважені рейтингові агентства та/або міжнародні рейтингові агентства. Міжнародні рейтингові агентства обов'язково повинні бути визнані НКЦПФР. Особа набуває право визначати рейтингові оцінки з дати видачі їй Свідоцтва про включення до Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств за результатами конкурсного відбору. Переможцем конкурсу може бути декілька осіб.

Визначення обов'язкової рейтингової оцінки потребують такі підприємства – емітенти, які відповідають таким умовам: у статутних капіталах яких є державна частка; що мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави; займають монопольне (домінуюче) становище.

Обов'язковість визначення рейтингової оцінки не залежить від форми власності, підпорядкування чи інших ознак емітента. Визначення рейтингової оцінки, якщо інше не встановлено законом, потребують усі види боргових та іпотечних емісійних цінних паперів, які не розподіляються між засновниками або серед задалегідь визначеного кола осіб і можуть розповсюджуватися шляхом публічного розміщення, купуватися та продаватися на фондовій біржі, крім державних цінних паперів та цінних паперів, емітованих Державною іпотечною установою.

Таблиця 5.14

Порівняльна характеристика регулювання рейтингової діяльності в США, ЄС та Україні

Ознака	США	ЄС	Україна
1	2	3	4
Основний регулятор	Комісія по цінним паперам і біржам (англ. <i>The United States Securities and Exchange Commission</i>) – SEC	Європейський Комітет регулювання цінних паперів – <i>The Committee of European Securities Regulators (CESR)</i> до 1 січня 2011р.; Європейський орган із ринків цінних паперів – <i>European Securities and Markets Authority (ESMA)</i>	НКЦПФР
Інструменти регулювання	Обов'язкова реєстрація, визнання Національною організацією статистичного рейтингування – <i>Nationally recognized statistical rating organization (NRSRO)</i>	Обов'язкова реєстрація	Обов'язкова реєстрація, визнання уповноваженим органом

Продовження табл. 5.14

1	2	3	4
Вимоги	Досвід роботи 3 роки, наявність рейтингів та їх письмове підтвердження	Юридичні особи, діяльність яких включає випуск кредитних рейтингів на професійній основі	Резиденти, надання рейтингів, веб-сайт в мережі Інтернет, досвід роботи не менше 1 року, статутний капітал не менше 2500 мінімальних заробітних плат
Контроль за відкритістю діяльності	Обов'язковий	Обов'язковий	Не застосовується
Санкції	Не вживаються	Вживаються	Не вживаються

Джерело: побудовано за даними [114].

Обов'язковість визначення рейтингової оцінки цінних паперів не залежить від емітента, способу їхньої емісії, порядку розміщення чи інших ознак.

Міжнародні провідні рейтингові агентства і уповноважені українські рейтингові агентства надають професійні послуги на ринку цінних паперів та спеціалізуються на визначенні достовірних кредитних рейтингів (рейтингуванні) та наданні інформаційно-аналітичних послуг, пов'язаних із забезпеченням діяльності з визначення кредитних рейтингів. Міжнародні і уповноважені українські рейтингові агентства отримують дохід від продажу своїх послуг банкам, оцінку кредитоспроможності яких і здійснюють. Така модель отримання доходу створила умови для присвоєння недостовірних оцінок кредитоспроможності об'єкта рейтингування в цілому та його окремого боргового зобов'язання [115, с. 15].

Для усунення причини недостовірних кредитних рейтингів, присвоєних рейтинговими агентствами, необхідно запровадити низку заходів, а саме:

спростити умови зарахування рейтингових агентств до уповноважених, що сприятиме розвитку конкуренції на ринку, приведе до підвищення стандартів і обмеження росту вартості їх послуг, зростання кількості національно визнаних і уповноважених рейтингових агентств;

дозволити визначати обов'язкові за законом рейтингові оцінки неуповноваженим і невизнаним рейтинговим агентствам для ліквідації адміністративної монополії уповноважених і визнаних рейтингових агентств;

забезпечити прозорість діяльності рейтингових агентств шляхом впровадження відповідного звітування;

посилити контроль національного регулятора за достовірністю інформації, яка оприлюднена на офіційних сайтах рейтингових агентств;

запровадити єдині стандарти рейтингового бізнесу;

змінити бізнес-модель на основі стягнення плати за присвоєння рейтингової оцінки цінним паперам із інвесторів;

створити фонд фінансування рейтингових агентств за рахунок коштів усіх

учасників фінансової системи для мінімізації конфлікту інтересів і зменшення залежності рейтингових агентств від клієнтів;

заборонити рейтинговим агентствам надавати будь-які консалтингові послуги;

підвищити вимоги до професійного рівня фахівців рейтингових агентств, які розробляють методологію і розраховують кредитні рейтинги.

На сучасному етапі розвитку національної економіки важливе значення має діяльність суб'єктів фондового ринку України. Прийняття рішень ними пов'язано з високим ступенем ризику внаслідок невизначеності майбутньої вартості та ліквідності цінних паперів [116, с. 9]. Одним із методів отримання додаткової інформації для прийняття рішень агентами фондового ринку є побудова рейтингів. У розвинутих країнах світу отримання кредитного рейтингу набуло широкого розповсюдження і використовується при випуску державних, муніципальних і корпоративних цінних паперів. Розрахунок їх рейтингів потребує створення відповідної інфраструктури та методик обґрунтованого вибору індивідуальних показників та процедур їх згортання в інтегральний показник, що використовується для рейтингування.

Питанням розвитку фондового ринку присвячено праці багатьох учених, серед яких В. Телятников [117], І. Віктор, С. Ліпич [118]. Ними досліджуються індекси та рейтинги на фондовому ринку України, питання моделювання рейтингового оцінювання цінних паперів за результатами діяльності ПФТС, у т.ч. муніципальних цінних паперів.

Рейтингові агентства мають позитивний вплив на сучасний стан і перспективи розвитку фінансової системи України, позначеної негативними ознаками: хронічного від'ємного сальдо платіжного балансу; підвищеного спекулятивного попиту на готівковому та безготівковому валютних ринках; порівняно низького рівня офіційних валютних резервів НБУ; високих переддефолтних рівнів внутрішньої й зовнішньої заборгованості [119, с. 174]. Усе означене негативно позначається на суверенному кредитному рейтингу України від відомих міжнародних рейтингових агенцій, що, в свою чергу,

призводить до зниження кредитного рейтингу вітчизняних суб'єктів фінансового ринку.

Присвоєння рейтингу відбувається на основі шкал міжнародних рейтингових агентств і національної шкали, яка має дві групи рівнів – інвестиційний та спекулятивний, і затверджується Кабінетом Міністрів України (табл. 5.15).

Таблиця 5.15

Довгострокові рейтинги позичальника або окремого боргового інструменту інвестиційного рівня

Рівень рейтингу	Критерії його визначення
1	2
Інвестиційний рівень	
uaAAA	найвища кредитоспроможність у порівнянні до інших українських позичальників або боргових інструментів
uaAA	дуже висока кредитоспроможність порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами
uaA	висока кредитоспроможність порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Рівень кредитоспроможності чутливий до несприятливих комерційних, фінансових та економічних умов
uaBBB	достатня кредитоспроможність порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Рівень кредитоспроможності залежить від впливу несприятливих комерційних, фінансових та економічних умов
Спекулятивний рівень	
uaBB	кредитоспроможність, нижча за достатню, порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Висока залежність рівня кредитоспроможності від впливу несприятливих комерційних, фінансових та економічних умов
uaB	низька кредитоспроможність порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Дуже висока залежність рівня кредитоспроможності від впливу несприятливих комерційних, фінансових та економічних умов

Закінчення табл. 5.15

1	2
uaССС	дуже низька кредитоспроможність порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Потенційна вірогідність дефолту
uaСС	висока вірогідність дефолту
uaС	очікується дефолт за борговими зобов'язаннями позичальника
uaD	дефолт – виплати відсотків і основної суми за борговими зобов'язаннями позичальника припинені без досягнення згоди кредиторів щодо реструктуризації заборгованості до настання строку платежу

Джерело: побудовано за даними [120].

Шкала передбачає використання знаків «-» або «+» для позначення проміжних категорій рейтингу відносно основних категорій (рівнів).

Розглянемо методика визначення рейтингової оцінки на прикладі Національного рейтингового агентства «Рюрік» [121]. Рейтингування здійснюється на основі прямих договірних відносин з клієнтом, що підвищує об'єктивність рейтингової оцінки за рахунок надання емітентом достатньо повної інформації (навіть тієї, що не є публічною) про власну діяльність.

Для кожного об'єкту рейтингування формується робоча група, виходячи з принципу максимального врахування специфіки діяльності клієнта, призначається відповідальний аналітик, який несе відповідальність за взаємодію з клієнтом, строки та повноту проведеного аналізу. Також узгоджується список контактних осіб, що відповідають за своєчасність та достовірність надання інформації з боку клієнта, з розподілом їх повноважень та сфери компетенції.

Для проведення рейтингування використовується інформація, надана клієнтом, а також отримана з інших джерел, які Агентство вважає надійними. Процедура рейтингування гарантує збереження конфіденційності наданої клієнтом комерційної інформації. Агентство формує та надає клієнту інформаційний запит, який містить вимоги щодо переліку та змісту інформації,

необхідної для проведення рейтингового дослідження. Залежно від складності об'єкту рейтингування агентством можуть бути висунуті уточнюючі інформаційні запити, що містять додаткові інформаційні вимоги [122, с. 141].

З метою визначення кредитного рейтингу агентство здійснює всебічний, комплексний кредитний аналіз, що передбачає дослідження цілої системи якісних та кількісних характеристик об'єкту рейтингування. Його результатом є формування та передача клієнту *драфта* (англ. *draft* – проект) рейтингового звіту, який містить попередні результати дослідження агентством об'єкту рейтингування в контексті його кредитоспроможності. Після проведення взаємних консультацій і узгодження з клієнтом складається офіційний рейтинговий звіт, який містить оброблену та систематизовану інформацію стосовно об'єкта рейтингування в контексті його кредитоспроможності.

З метою визначення рівня рейтингу агентство згідно своїх внутрішніх процедур скликає засідання рейтингового комітету, на якому відповідальний аналітик з робочої групи презентує результати проведеного дослідження. На основі рейтингового звіту, презентаційних та інших допоміжних матеріалів рейтинговий комітет приймає колегіальне рішення щодо рейтингової оцінки об'єкта рейтингування. Формалізована, чітко прописана процедура прийняття рішення щодо рівня рейтингу та його колегіальність спрямована на підвищення об'єктивності та неупередженості присвоєних рейтингових оцінок. Причому, персональний склад та результати голосування на засіданні рейтингового комітету є конфіденційною інформацією рейтингового агентства. На цьому етапі рейтинговим комітетом приймається рейтингове рішення, що містить присвоєний рівень рейтингу за національною шкалою та його прогноз, яке разом із рейтинговим звітом передається клієнту. У разі, якщо останній не згодний із присвоєною рейтинговою оцінкою, він протягом 10 робочих днів має право подати апеляцію, що містять нові фактичні дані та документи, які ще не розглядалися на засіданні рейтингового комітету. При наявності такої інформації відбувається повторне засідання рейтингового комітету, на якому приймається остаточне рейтингове рішення, що не підлягає оскарженню.

Агентство за згодою клієнта публікує інформацію щодо присвоєного кредитного рейтингу, користуючись засобами розповсюдження інформації, які є у його розпорядженні. Щоби привернути увагу широкого кола потенційних інвесторів та ділових партнерів, агентство може проводити повномасштабні PR-акції з приводу присвоєння кредитного рейтингу, як початку публічної кредитної історії. У подальшому агентство проводить постійний моніторинг всіх присвоєних кредитних рейтингів, відслідковуючи важливі фактори, що можуть вплинути на їх рівень. Планове оновлення рейтингу згідно процедури рейтингування відбувається раз у квартал, за наявності суттєвих підстав в будь-який момент часу агентство може змінити рівень або прогноз кредитного рейтингу.

Рейтинги емітентів і цінних паперів в Україні присвоюють три міжнародні рейтингові агентства: *Fitch Ratings*, *Moody's* і *Standard & Poor's*. Визначення рейтингової оцінки міжнародним рейтинговим агентством здійснюється за шкалою, яка прийнята таким агентством (табл. 5.16). Питання про переваги і недоліки діяльності міжнародних агентств є досить спірним, оскільки використовуються різні технології присвоєння рейтингу і принципи віднесення об'єкта оцінки до того чи іншого класу. Міжнародні рейтингові агенства мають в своєму розпорядженні більш широкий інструментарій рейтингової оцінки, складаючи не тільки кредитні, а й некредитні рейтинги: довгострокових облігацій і привілейованих акцій; емітентів; банківських депозитів; фінансової стійкості банків; фінансової стійкості страхових компаній; внутрішньокраїнові рейтинги; фондів з управління активами; фондів по операціях із нерухомістю тощо [123, с. 137].

Для ранжирування інвестиційних (обмежених) рейтингів агентство *Moody's* застосовує літери від А до С із можливістю використання додаткових градацій, які характеризують відповідну думку агентства.

Moody's використовує додаткові індекси 1, 2 і 3 (із пониженням рівня оцінки) в усіх загальних категоріях від Ааа до Саа.

Таблиця 5.16

Рейтингові шкали провідних міжнародних рейтингових агентств

S&P		Fitch		Moody's		Узагальнене значення	Тип
Д	К	Д	К	Д	К		
1	2	3	4	5	6	7	8
AAA	A-1+	AAA	F1	Aaa	P-1	Емітент володіє виключно високими можливостями з виплати відсотків за борговими зобов'язаннями та самих боргів.	Інвестиційні рейтинги (обмежені ризики)
AA+		AA+	F2	Aa1		Емітент володіє надзвичайно високими можливостями з виплати відсотків за борговими зобов'язаннями та самих боргів.	
AA		AA		Aa2			
AA-	A-1	AA-	F3	Aa3	P-2	Можливості емітента з виплати відсотків та боргів оцінюються високо, однак залежать від економічної ситуації.	
A+		A+		A1			
A		A		A2			
A-	A-2	A-	B	A3	P-3	Платоспроможність емітента вважається задовільною.	
BBB+		BBB+		Baa1			
BBB	A-3	BBB	B	Baa2	P-3	Платоспроможність емітента вважається задовільною.	
BBB-		BBB-		Baa3			
BB+	B	BB+	B	Ba1	NP	Емітент платоспроможний, але несприятливі економічні умови можуть негативно вплинути на можливості виплат.	Спекулятивні рейтинги
BB		BB		Ba2			

Закінчення табл. 5.16

1	2	3	4	5	6	7	8
BB-		BB-		Ba3			(існують ризики)
B+		B+		B1	Емітент платоспроможний, але несприятливі економічні умови найімовірніше негативно вплинуть на його можливості та готовність здійснювати виплати за боргами.		
B		B		B2			
B-		B		B3			
CCC+	C	CCC+	C	Сaa1		Емітент зазнає труднощів з виплатами за борговими зобов'язаннями та його можливості залежать від сприятливих економічних умов.	Так зване «Сміття» (високі ризики)
CCC		CCC		Caa2			
		CCC-					
		CC					
CCC-		C		Сaa3	Зазвичай неплатоспроможні компанії		
CC		RD		Ca	Частковий дефолт		
C	D	D	D	C	Дефолт, банкрутство		
SD							
D							

Джерело: побудовано за даними [126].

Д – довготерміновий рейтинг

К – короткотерміновий рейтинг

Аналогічно додаткові градації вводяться іншими агентствами із застосуванням знаків (плюс, без знаку, мінус) [124, с. 69]. Кредитний аналіз банку за методикою *Standard&Poor's* містить широкий спектр кількісних і не кількісних факторів, агентство використовує такі інновації як оцінка акредитивів і якості корпоративного управління.

Значення, що надається тому чи іншому фактору при аналізі конкретного інституту, агентством *Standard&Poor's* залежить від стану економіки, законів і звичаїв країни, в якій здійснює діяльність інститут, принципів бухгалтерського обліку, конкуренції, практики регулювання. Рейтинги *Fitch Ratings*, на думку аналітиків [125, с. 81], зазвичай випереджають рейтинги *Standard&Poor's* і *Moody's*. При цьому агентство педантично ставиться до визначення рейтингу не лише країни, а й емітентів, свідомо не підтягуючи їх до верхнього значення суверенного рейтингу, як це робить, наприклад, *Moody's*. Рейтингова шкала, використовувана агентством *Fitch Ratings*, подібна до шкали *Standard&Poor's*, виняток становить лише більш структурована частина для розділу D – дефолт, що має три градації. Шкала короткострокових рейтингів *Fitch Ratings* має класифікацію в їх спекулятивній частині. Для інвестиційної частини виокремлюють рейтинги F1, F2 і F3, що характеризують найвищу, хорошу і середню кредитну якість об'єкта рейтингування. Крім того, передбачені рейтинги B – для спекулятивного рівня, C – рейтинг високих ризиків дефолта, D – дефолтовий рейтинг, який означає існуючий або такий, що насувається, дефолт. Загалом, рейтингові шкали *Fitch* та *Standard & Poor's* дуже схожі.

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 станом на 31.12.2017 представлено у табл. 5.17.

Таблиця 5.17

**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

Джерело: побудовано за даними [127].

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.

Перелік юридичних осіб-власників, які володіють значними пакетами акцій (10 відсотків і більше статутного капіталу) емітентів, наведено в табл. 5.18. Перші позиції в рейтингу займають банківські установи з участю іноземного капіталу. Серед підприємств реального сектора економіки найбільшу загальну номінальну вартість цінних паперів мають: Національна акціонерна компанія «Нафтогаз України» (6494,61 млрд грн), ТОВ «ЕСУ» (4344,05 млрд грн), які відносяться до енергетичної галузі.

Таблиця 5.18

ТОП-20 юридичних осіб-власників, які володіють значними пакетами акцій (10% і більше статутного капіталу) емітентів, станом на 31.12.2017 за даними депозитарних установ

№ з/п	Найменування власника	Загальна номінальна вартість цінних паперів, млрд грн
1	Державна корпорація «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)»	50803,10
2	Банк ВТБ (ПАТ)	34214,33
3	ABN HOLDINGS S.A.	16531,55
4	ПАТ «Сбербанк России»	12465,46
5	ABN Ukraine Limited	10973,96
6	Національна акціонерна компанія «Нафтогаз України»	6494,61
7	OTP Bank Nyrt. (OTP Bank Plc.)/ ВАТ ОТП Банк	6186,02
8	ТОВ «ЕСУ»	4344,05
9	Raiffeisen Bank International AG / Райффайзен Банк Інтернаціональ АГ	4197,20
10	Національна акціонерна компанія «Нафтогаз України»	3854,12
11	Precis (1814) Limited	3851,28
12	Арселор Міттал Дуїзбург Бетайлігунгсгезельшафт мБХ/ ArcelorMittal Duisburg Beteiligungsgesellschaft mbH	3671,51
13	Акціонерне товариство «БМ-Банк» (Акционерное общество «БМ-Банк»)	3281,08
14	БАЙЛІКАН ЛІМІТЕД	3102,27
15	Метінвест Менеджмент Б.В. / Metinvest Management B.V.	3071,86
16	ТОВ «СКМ ФІНАНС»	3038,95
17	BNP Paribas	2951,41
18	ТОВ «ІНВЕСТ-СЕРВІС»	2840,00
19	ПрАТ «СИСТЕМ КЕПІТАЛ МЕНЕДЖМЕНТ»	2700,00
20	QUICKCOM LIMITED (КВІККОМ ЛІМІТЕД)	2645,53

Джерело: побудовано за даними [9].

У структурі операцій банків із цінними паперами превалює сектор загального державного управління, корпоративні цінні папери представлені борговими інструментами. Зростання обсягів операцій банківських установ із цінними паперами, передусім пайовими, передбачає створення відповідних стимулів розвитку фондового ринку: розширення пропозиції фінансових інструментів високої зростання капіталізації фінансово-кредитного ринку; забезпечення його системної транспарентності, під якою розуміють синтез транспарентності фондового ринку, банківської системи, корпоративного управління.

Транспарентність 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, використовувані 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 транспарентності 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.

5.4. Механізми державного регулювання фондової біржової торгівлі цінними паперами суб'єктів господарювання

Механізми державного регулювання фондової біржової торгівлі є найбільш важливою передумовою розвитку фінансового ринку, що сприяє формуванню різних частин глобальної економічної системи. Вони відіграють

важливе значення для України з огляду на євроінтеграційну стратегію. Утім незалежний розвиток має відбуватися не стихійно в умовах глобальної конкуренції, а під національним контролем для створення умов залучення транснаціонального капіталу, максимальної реалізації національних інтересів і сприяння економічному зростанню країни [128].

У сучасних умовах фондовий ринок України можна розглядати як систему і підсистему світового фінансового ринку, функціонування якої визначається інтеграційними прагненнями нашої країни і надає нові можливості проведення операцій із залучення капіталу вітчизняним корпораціям на зарубіжних ринках, зокрема шляхом первинного розміщення акцій (*IPO*), торгівлі ф'ючерсами на індекси акцій тощо. Елементами фондового ринку як системи є: ринкова, біржова, банківська, депозитарно-клірингова, рейтингова інфраструктура, яка активно вивчається дослідниками.

У центрі уваги науковців, таких як В. Парсяк, К. Немолук, А. Щербина [129], М. Бормотова [130], Є. Редзюк [131] знаходяться питання оцінки правового поля функціонування організованого і неорганізованого ринків цінних паперів, а також його відповідності провідному світовому досвіду. Законодавчі імперативи обмежуються визначенням правового статусу окремих учасників фондового ринку, утім правовідносини між емітентами цінних паперів, фінансовими посередниками, фондовими біржами та іншими учасниками чітко не регламентовані. Тому зазначений аспект має бути унормованим.

Фондові біржі є основними торговельними майданчиками, де концентрується значна частина грошової ліквідності, вони виконують функцію акумуляції інформації про ціни на фінансові інструменти, гарантують розрахунки за умови визначення правил торгівлі цінними паперами і здійснення процедур клірингу. На сучасному етапі фондові ринки існують в умовах жорсткої конкуренції, виступаючи суб'єктом діяльності як на національному, так і на міжнародному рівні відбуваються процеси

трансформації та централізації [132, с. 191]. Фондова біржа опосередковує обіг фінансових активів і організовує діяльність різноманітних інституцій, серед яких: маклери, дилери, брокери, трейдери, джобера, арбітражери тощо, що виступають агентами, за якими закріплені відповідні статuti.

Статус фондової біржи визначається складною системою правових інститутів, серед яких – організаційно-правова форма, можливий перелік засновників, процедури реєстрації і ліцензування, принципи функціонування, права і відповідальність. Серед різноманіття організаційно-правових фондових бірж виділяють три основні:

1) публічно-правова організація за участю держави, яка бере участь у розробці Правил біржової торгівлі, контролює їх виконання, забезпечує підтримку правопорядку на біржі під час проведення торгів, призначає біржових маклерів тощо [133, с. 109];

2) приватні фондові біржі – акціонерні товариства, які є абсолютно самостійними в організації біржової торгівлі. Державний фінансовий контроль має ліберальний характер, а держава знімає з себе відповідальність із забезпечення стабільності біржової торгівлі та зниженню ризику торговельних угод;

3) змішані фондові біржі – акціонерні товариства, де державі належить контрольний пакет акцій. Керівництво ними здійснюється відповідно до корпоративного законодавства, але нагляд за біржовою діяльністю здійснюється біржовим комісаром, який проводить офіційну реєстрацію біржових курсів.

«Прикладами різних організаційно-правових форм бірж є: неприбуткова корпорація (Нью-Йоркська біржа); неприбуткова членська організація (Токійська біржа); товариство з обмеженою відповідальністю (Лондонська і Сіднейська біржі); напівдержавна організація (Франкфуртська біржа)» [134, с. 146].

Біржова торгівля на теренах України почала виникати ще у надрах радянської адміністративно-командної економічної системи в кінці 80-х рр.

минулого століття без диференціації на фондову, валютну і товарну. Проголошення курсу на формування ринкової економіки незалежною Україною обумовило прийняття відповідного законодавства.

Законом України «Про цінні папери та фондову біржу», прийнятим у 1991 р. і таким, що втратив силу у 2006 р., визначено, що «фондова біржа – організаційно оформлений, постійно діючий ринок, на якому здійснюється торгівля цінними паперами» [135]. Статтею 33 указанного Закону України передбачалося, що «фондова біржа створюється у формі акціонерного товариства, яке зосереджує попит і пропозицію цінних паперів, сприяє формуванню їх біржового курсу та здійснює свою діяльність відповідно до статуту і правил фондової біржі. Фондова біржа – організація, яка створюється без мети отримання прибутку та займається виключно організацією укладання угод купівлі та продажу цінних паперів та їх похідних. Вона не може здійснювати операції з цінними паперами від власного імені та за дорученням клієнтів, а також виконувати функції депозитарію» [135].

Протягом тривалого історичного періоду неоднозначно трактувалися правовідносини між фондовою біржою і депозитарієм. Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні», прийнятий у 1997 р. і такий, що втратив силу у 2014 р. пунктом 2 статті 10 визначав: «фондова біржа може бути засновником та учасником депозитарію» [136].

«На початку 2000-их років розпочався процес кодифікації вітчизняного законодавства для забезпечення відповідності економічним реаліям, що змінилися, який супроводжувався певними колізіями, незважаючи на більше ніж десятирічний досвід функціонування фондових бірж» [134, с. 149].

Цивільний кодекс України (ЦКУ) визначає правовий статус біржи без урахування їх спеціалізації, зокрема фондової. Статті 650 і 656 ЦКУ визначають: «Особливості укладення договорів на біржах, аукціонах, конкурсах тощо встановлюються відповідними актами цивільного

законодавства... До договору купівлі-продажу на біржах, конкурсах, аукціонах (публічних торгах), договору купівлі-продажу валютних цінностей і цінних паперів застосовуються загальні положення про купівлю-продаж, якщо інше не встановлено законом про ці види договорів купівлі-продажу або не впливає з їхньої суті» [137].

Господарський кодекс України (§ 3 «Посередництво у здійсненні операцій з цінними паперами. Фондова біржа») визначає: «для забезпечення функціонування ринку цінних паперів утворюється фондова біржа відповідно до порядку, визначеному законом» [138]. Таким чином, цитована стаття 360 «Фондова біржа» носить декларативний характер.

Статті 20-21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» (2006 р. прийняття) визначає: «Розмір статутного капіталу фондової біржі має становити не менш як 15 мільйонів гривень. Розмір власного капіталу фондової біржі, що здійснює кліринг та розрахунки, має становити не менш як 25 мільйонів гривень... Фондова біржа утворюється та діє в організаційно-правовій формі акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю... Прибуток фондової біржі спрямовується на її розвиток та не підлягає розподілу між її засновниками (учасниками)... Фондова біржа утворюється не менше ніж двадцятьма засновниками – торговцями цінними паперами, які мають ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку. Частка одного торговця цінними паперами не може бути більшою ніж 5 відсотків статутного капіталу фондової біржі. Фондова біржа набуває статусу юридичної особи з моменту державної реєстрації і має право провадити діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку з моменту отримання ліцензії Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Членами фондової біржі можуть бути виключно торговці цінними паперами, які мають ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку та взяли на себе зобов'язання виконувати всі правила, положення і стандарти фондової біржі. Кожний член фондової біржі має рівні права щодо організації діяльності фондової біржі як професійного

учасника фондового ринку» [139]. Таким чином, коментований законодавчий акт визначає неприбутковий статус фондової біржі і альтернативний вибір організаційно-правової форми: акціонерна чи пайова власність.

«Станом на початок 2017 року у формі публічного акціонерного товариства створено фондові біржі “Перспектива”, “Київська міжнародна фондова біржа”, “ПФТС”, “Українська біржа”, як приватні акціонерні товариства зареєстровані фондові біржі “ІННЕКС”, “Універсальна”, “Українська міжбанківська валютна біржа”, “Українська фондова біржа”» [134, с. 149].

Закон України «Про депозитарну систему України» «визначає правові засади функціонування депозитарної системи України, встановлює порядок реєстрації та підтвердження прав на емісійні цінні папери та прав за ними у системі депозитарного обліку цінних паперів, а також порядок проведення розрахунків за правочинами щодо емісійних цінних паперів» [31]. Відповідно до статті 194 «Правила клірингу»: «механізмами зниження ризиків невиконання або неналежного виконання зобов’язань, що передбачені договорами, укладеними на фондовій біржі, є: обов’язкове стовідсоткове попереднє депонування та резервування коштів і цінних паперів або інших фінансових інструментів у порядку, встановленому Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку за погодженням з Національним банком України; часткове (або таке, що відсутнє) попереднє депонування та резервування коштів і цінних паперів або інших фінансових інструментів з обов’язковим створенням системи управління ризиками та гарантій, якою може бути передбачено створення гарантійного фонду за рахунок внесків учасників клірингу та інших учасників депозитарної системи, в порядку, встановленому Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) за погодженням з Національним банком України (НБУ). Порядок створення та використання гарантійного фонду у вигляді цінних паперів та інших фінансових інструментів встановлюється НКЦПФР, а у вигляді коштів – НБУ» [23].

Функції фондової біржі відповідно до «Положення про функціонування фондових бірж» [57] можна згрупувати таким чином: регуляторні (визначення порядку проведення біржових торгів, процедур лістингу та делістингу); організаційно-операційні (підготовка біржових торгів, проведення розрахунків і клірингу); техніко-технологічні (використання програмно-технологічних комплексів для допуску до торгівлі на фондовій біржі, для прийняття заявок, їх обробки, визначення біржових котирувань, підготовки договірної інформації тощо); обліково-контрольна (формування реєстру учасників торгів, поданих заявок, укладених і виконаних угод із цінними паперами, моніторинг їх реалізації, зберігання паперової та електронної договірної документації); інформаційна (обмін інформацією з установами депозитарно – клірингової системи);

здійснення контролю за дотриманням членами фондової біржі та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством, правил фондової біржі;

відповідне реагування на виявлені порушення законодавства про цінні папери та правил фондової біржі;

здійснення фінансового моніторингу згідно з вимогами законодавства; надання інформаційних послуг щодо організації торгівлі цінними паперами та іншими фінансовими інструментами;

оприлюднення інформації та обмін інформацією відповідно до законодавства України.

Правила фондової біржі підлягають затвердженню і реєстрації в регуляторному органі.

Фондова біржа має розробити правила, які затверджуються біржовою радою та реєструються НКЦПФР. Правила можуть міститися в одному документі або складатися з окремих документів фондової біржі. Правила фондової біржі складаються з таких порядків:

- організації та проведення біржових торгів;
- лістингу та делістингу цінних паперів;

допуску членів фондової біржі та інших осіб до біржових торгів;
котирування цінних паперів та інших фінансових інструментів,
оприлюднення біржового курсу;

розкриття інформації про діяльність фондової біржі та її
оприлюднення;

розв'язання спорів між членами фондової біржі та іншими особами, які
мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством;

здійснення контролю за дотриманням членами фондової біржі та
іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із
законодавством, правил фондової біржі;

накладення санкцій за порушення правил фондової біржі, у тому числі
за анулювання (невиконання) біржового контракту (договору) за цінним
папером або іншим фінансовим інструментом.

Правила фондової біржі можуть містити також порядки:

здійснення фондовою біржею клірингу та розрахунків за укладеними
на ній контрактами (договорами) щодо фінансових інструментів (крім цінних
паперів);

здійснення заходів із зниження ризиків невиконання укладених на
фондовій біржі контрактів (договорів).

Фондова біржа може встановлювати особливості організації та
проведення біржових торгів відповідним видом цінного папера або іншого
фінансового інструмента на різних видах ринків, передбачених правилами
фондової біржі.

Правила фондової біржі по кожному ринку повинні визначати:
процедуру подання заявок та зазначення їх видів; особливості укладення
біржових контрактів (договорів), порядок забезпечення (за наявності)
виконання зобов'язань укладеними біржовими контрактами (договорами);
порядок розрахунків.

Фондова біржа у день проведення біржових торгів зобов'язана
оприлюднювати на власному веб-сайті та надавати НКЦПФР інформацію,

передбачену законом та/або нормативно-правовими актами НКЦПФР, у тому числі:

перелік торговців цінними паперами, допущених до укладення контрактів (договорів) купівлі-продажу цінних паперів та інших фінансових інструментів на фондовій біржі;

перелік цінних паперів, які пройшли процедуру лістингу/делістингу;

обсяг торгівлі цінними паперами та іншими фінансовими інструментами (кількість цінних паперів та інших фінансових інструментів, їх загальну вартість згідно з укладеними контрактами (договорами), біржовий курс цінних паперів щодо кожного цінного папера, що перебуває в обігу на фондовій біржі) за період, установлений Комісією.

Крім того, фондова біржа оприлюднює таку інформацію:

ціну відкриття;

ціну закриття;

ціну та обсяг кращої (найменшої) заявки на продаж та кращої (найбільшої) заявки на купівлю;

ринкову капіталізацію емітента (середнє значення ринкової капіталізації);

перелік учасників біржових торгів, до яких застосовані санкції щодо невиконання правил фондової біржі, із зазначенням порушень;

інформацію щодо відсутності розрахунків та/або проведення розрахунків з порушенням встановленого біржовим контрактом (договором) строку їх виконання за наслідками укладених на фондовій біржі біржових контрактів (договорів) та/або розірвання раніше укладених на біржі біржових контрактів (договорів) учасниками біржових торгів.

Фондова біржа може оприлюднювати додаткову інформацію, що стосується результатів торгів та показників, які характеризують кон'юнктуру ринку. Інформація про ціни (біржовий курс, останню поточну ціну цінного папера або результати котирування) цінних паперів розміщується на власному веб-сайті фондової біржі (у цілодобовому режимі) та може бути

надана фондовою біржею будь-якій заінтересованій особі протягом трьох років після дати здійснення операцій з такими цінними паперами.

Фондова біржа зобов'язана зберігати паперові та/або в електронному вигляді документи щодо поданих заявок, укладених та виконаних біржових контрактів (договорів) не менше п'яти років. Для забезпечення виконання функцій державного представника фондова біржа повинна забезпечити за допомогою відповідних технічних засобів у режимі реального часу доступ до інформації про хід біржових торгів. Фондова біржа повинна не пізніше наступного робочого дня листом повідомити НКЦПФР про операції з цінними паперами та/або іншими фінансовими інструментами, які здійснюються на такій фондовій біржі, у разі, якщо існує підозра в тому, що під час здійснення таких операцій використовується або може бути використана інсайдерська інформація.

Важливу роль для удосконалення біржових механізмів грає режим, що регулює допуск цінних паперів до котирування на фондовій біржі – лістинг. Серед переваг включення цінних паперів у лістинг можна виявити наступні: збільшення привабливості акціонерного товариства для інвестора, оскільки проводиться оцінка якості акцій фондовою біржею; покращення кредитоспроможності підприємства; забезпечення прозорості ринку для інвесторів.

Пруденційний нагляд на фондовому ринку забезпечує прозорість та контрольованість діяльності професійних учасників ринку, а також є дієвим інструментом для захисту інтересів інвесторів. Однією із цілей НКЦПФР щодо пруденційного нагляду є налагодження комплексної системи кількісних та якісних показників, обов'язкової для дотримання професійними учасниками фондового ринку, з метою контролю ризиків їх діяльності.

Для професійних учасників фондового ринку, що провадять діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку, ключовим є операційний ризик, а для фондової біржі, що здійснює кліринг та розрахунки за договорами щодо фінансових інструментів (крім цінних паперів), які укладаються на такій

біржі, – також і ризик ліквідності, ринковий та кредитний ризики. Для вимірювання та оцінки ризиків діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку використовуються такі показники (табл. 5.19).

Таблиця 5.19

**Показники для вимірювання та оцінки ризиків
діяльності з організації торгівлі**

Назва показника	Призначення	Порядок розрахунку	Нормативне значення
1	2	3	4
норматив достатності власних коштів	відображає здатність фондової біржі утримувати власні кошти в розмірі, достатньому для покриття її фіксованих накладних витрат протягом 6 місяців, навіть за умови відсутності доходів протягом цього часу	відношення розміру власних коштів до величини, що становить 50 % від фіксованих накладних витрат установи за попередній фінансовий рік	не менше 1
коефіцієнт покриття операційного ризику	відображає здатність фондової біржі забезпечувати покриття своїх операційних ризиків власними коштами на рівні 15 % від її середньорічного позитивного нетто-доходу за 3 попередні фінансові роки	відношення розміру власних коштів установи до величини її операційного ризику (становить 15 % від розміру середнього річного нетто-доходу установи за 3 попередні фінансові роки, в які був отриманий позитивний нетто-дохід)	не менше 1
коефіцієнт абсолютної ліквідності	відображає частину поточних зобов'язань, яку установа зможе погасити негайно, та характеризує достатність	відношення вартості високоліквідних активів установи, до яких належать грошові кошти, їх еквіваленти та поточні	не менше 0,5

Завершення табл. 5.19

1	2	3	4
	високоліквідних активів установи для того, щоб терміново ліквідувати її поточну заборгованість	фінансові інвестиції, до величини її поточних зобов'язань	
коефіцієнт покриття зобов'язань учасників клірингу	є інструментом оцінки впливу ризику ліквідності, ринкового, кредитного ризиків, що виникають в учасників процесу клірингу, а також системного ризику на рівень ризику, якому піддається фондова біржа, що здійснює кліринг та розрахунки за договорами щодо фінансових інструментів (крім цінних паперів), які укладаються на такій біржі, яка опосередковано бере на себе зазначені ризики сторін договорів щодо фінансових інструментів (крім цінних паперів)	відношення суми зобов'язань у грошових коштах учасників клірингу щодо договорів купівлі-продажу фінансових інструментів (крім цінних паперів), укладених на біржі, термін виконання зобов'язань за якими настав, до суми вартості попередньо зарезервованих учасниками клірингу грошових коштів (забезпечення зобов'язань) та розміру гарантійного (або інших аналогічного призначення) фонду	не більше 0,8

Джерело: побудовано за даними [140].

Положенням НКЦПФР визначено порядок складання адміністративних даних, оприлюднення інформації на фондовому ринку, строки оприлюднення інформації та подання даних для фондових бірж [141]. Дані організатора торгівлі формуються підзвітною особою консолідовано (з урахуванням відокремлених структурних підрозділів). Вони подаються до центрального

апарату НКЦПФР у вигляді електронних документів. Щоденні і нерегулярні дані, складені за окремою довідкою за одну дату, подаються один раз протягом робочого дня.

Фінансова звітність організатора торгівлі, утвореного у формі акціонерного товариства, розкривається відповідно до нормативно-правових актів, що регулюють питання розкриття інформації емітентами цінних паперів. Річна фінансова звітність підтверджується аудиторським висновком, що складається аудиторською фірмою, яка внесена до реєстру аудиторів та аудиторських фірм, які можуть проводити аудиторські перевірки фінансових установ, що здійснюють діяльність на ринку цінних паперів, та розкривається у складі регулярної річної інформації емітента. На письмову вимогу уповноваженої особи НКЦПФР організатор торгівлі зобов'язаний подати дані відповідно в паперовій формі.

Щоденні дані представлені довідками: про цінні папери та інші фінансові інструменти, які знаходяться в біржовому списку організатора торгівлі; про укладені (виконані) біржові контракти (договори РЕПО) з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами на організаторі торгівлі.

Щомісячні дані складаються з довідок про:

перелік членів фондової біржі, торговців цінними паперами та їх уповноважених представників, допущених до укладання договорів купівлі-продажу цінних паперів та інших фінансових інструментів на організаторі торгівлі;

пруденційні нормативи організатора торгівлі;

розрахунок коефіцієнта покриття зобов'язань учасників клірингу;

вихідні дані для розрахунку: розміру власних коштів, фіксованих накладних витрат, коефіцієнта абсолютної ліквідності, нормативу достатності власних коштів та коефіцієнта покриття операційного ризику;

Нерегулярні дані представлені довідками:

про зміни у біржовому списку і переліку членів фондової біржі, торговців цінними паперами, допущених до біржових торгів на організаторі торгівлі;

про біржові контракти (договори РЕПО) з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами на організаторі торгівлі, щодо яких відбулися зміни;

про ситуації цінової нестабільності.

Забезпечення довіри до рейтингових агентств є запорукою керованості глобальної фінансової систем, оскільки їх основним призначенням є подолання неспроможності ринку, пов'язані з недосконалістю інформації, її асиметрією [142, с. 77]. Діяльність рейтингових агентств підлягає державному та наддержавному регулюванню шляхом прийняття міжнародних стандартів та розробки національного законодавства.

Питанням розвитку фондового ринку присвячено праці багатьох учених, серед яких Н. Резнікова [143, с. 7], якою розглянуто державне регулювання рейтингових агентств в умовах кризи фінансових ринків, визначено роль кредитно-рейтингових агентств та міжнародних фінансових організацій як інституційних факторів боргової залежності. М. Шубою визначено позиції України в найбільш відомих міжнародних інвестиційних та кредитних рейтингах [144, с. 136]. Розглянуто оцінку Індексу інвестиційної привабливості України, що проводиться Європейською бізнес-асоціацією, Індекс економічної свободи, рейтинг інвестиційної привабливості International Business Compass, рейтинг Doing Business, кредитні рейтинги України від агенцій S&P, Moody's та Fitch. Високо оцінюючи науковий доробок указаних учених, слід визнати, що потребує подальшого дослідження проблема удосконалення державного регулювання рейтингової інфраструктури фондового ринку України.

В Україні державне регулювання рейтингової інфраструктури фондового ринку здійснює Національна комісія з цінних паперів та

фондового ринку (НКЦПФР). Відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» [145] вона здійснює регулювання діяльності уповноважених рейтингових агентств, зокрема, видає ним свідоцтво про включення до державного реєстру уповноважених рейтингових агентств, визначає перелік міжнародних рейтингових агентств, які мають право визначати обов'язкові за законом рейтингові оцінки емітентів та цінних паперів, встановлює порядок ведення та веде державний реєстр уповноважених рейтингових агентств, встановлює правила визначення уповноваженим рейтинговим агентством рейтингової оцінки за національною шкалою, встановлює порядок подання Рейтинговим агентством інформації до НКЦПФР, встановлює відповідність рівнів рейтингових оцінок за шкалою міжнародних рейтингових агентств рівням за національною шкалою та узагальнює досвід та практику діяльності рейтингових агентств і забезпечує публічність визначених рейтингових оцінок [146, с. 294].

Рейтингові оцінки визначаються відносно емітента та цінних паперів емітента (табл. 5.20).

Таблиця 5.20

Види рейтингових оцінок на фондовому ринку

Рейтингова оцінка	
емітента	цінних паперів емітента
характеризує рівень спроможності емітента цінних паперів своєчасно та в повному обсязі виплачувати відсотки і основну суму за борговими зобов'язаннями відносно боргових зобов'язань інших позичальників	характеризує рівень спроможності позичальника (емітента) своєчасно та у повному обсязі обслуговувати зобов'язання за цінними паперами

Джерело: власна розробка .

Регулювання діяльності рейтингових агентств здійснюється відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та нормативно-правових актів НКЦПФР, зокрема:

Правила визначення уповноваженим рейтинговим агентством рейтингової оцінки за Національною рейтинговою шкалою, що затверджена рішенням НКЦПФР від 12 січня 2016 року № 17 [147];

Положення про конкурс з визначення уповноважених рейтингових агентств, затверджене рішенням НКЦПФР від 23.03.2015 № 364 [148];

Порядок ведення Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств та видачі Свідоцтв про включення до Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств, затверджений рішенням НКЦПФР від 23.06.2006 № 444 [110];

Порядок подання уповноваженими рейтинговими агентствами інформації до Державної НКЦПФР з цінних паперів та фондового ринку, затверджений рішенням НКЦПФР від 11.12.2012 № 1767 [149].

Рейтингові агентства, що не мають статусу уповноваженого рейтингового агентства та зацікавлені в його отриманні, мають право надсилати до НКЦПФР письмові звернення щодо необхідності проведення конкурсу [150, с. 7].

Ініціатором проведення конкурсу виступає НКЦПФР. Конкурс проводиться не рідше одного разу на рік. У разі надходження не менше двох письмових звернень рейтингових агентств щодо необхідності проведення конкурсу він проводиться позачергово. Конкурсна комісія протягом 10 робочих днів з дати прийняття рішення про проведення конкурсу затверджує текст інформаційного повідомлення (оголошення) про проведення конкурсу. Воно публікується українською мовою в офіційних друкованих виданнях НКЦПФР та розміщується на її офіційному web-сайті в мережі Інтернет не пізніше ніж за 30 календарних днів до дати проведення конкурсу.

До участі в конкурсі з визначення уповноважених рейтингових агентств допускаються резиденти, що надають професійні послуги та безпосередньо здійснюють визначення кредитних рейтингів (рейтингування) або інформаційно-аналітичні послуги, пов'язані із забезпеченням діяльності з визначення кредитного рейтингу; використовують Національну рейтингову

шкалу; мають: офіційні web-сайти у мережі Інтернет з вільним доступом користувачів, досвід роботи не менш 1 року у зазначеній сфері діяльності, внесений статутний капітал у розмірі не менше 2500 мінімальних заробітних плат, не менше 50 відсотків якого внесено у грошовій формі; не мають серед пов'язаних осіб – учасників ринків фінансових послуг, та не визначають їх кредитні рейтинги [148].

Конкурс проводиться за наявності хоча б однієї юридичної особи, допущеної до конкурсу, з кількості претендентів, що подали заяву в установленний термін, у два етапи. Під час проведення засідання на кожному етапі конкурсу ведеться окремий протокол, що підписується головою та секретарем конкурсної комісії. Засідання конкурсної комісії на першому етапі є відкритим. На засіданні конкурсної комісії обов'язковою є присутність претендентів, які подали документи на конкурс. На цьому етапі конкурсною комісією розглядаються заяви претендентів на участь у конкурсі та здійснюється опис поданих претендентами документів. На другому етапі конкурсна комісія визначає переможців конкурсу. Засідання конкурсної комісії на другому етапі є закритим. Конкурсна комісія визначає переможця(ів) конкурсу за результатами розгляду та обговорення конкурсної документації учасників конкурсу. Переможцем(ями) конкурсу може бути декілька осіб.

Правила визначення уповноваженим рейтинговим агентством рейтингової оцінки за Національною рейтинговою шкалою поширюється на суб'єктів господарювання, які здійснюють діяльність на території України з визначення рейтингової оцінки, визначення якої є обов'язковим за законом, та мають статус уповноважених рейтингових агентств.

Уповноважене рейтингове агентство зобов'язане: здійснювати діяльність відповідно до цих Правил, рейтингової методології та рейтингової процедури; проводити незалежну рейтингову оцінку за Національною шкалою, здійснювати діяльність з визначення рейтингової оцінки та її оновлення на підставі договору між уповноваженим рейтинговим агентством та суб'єктом рейтингування, вести облік укладених договорів і зберігати їх в

агентстві не менше п'яти років після виконання взаємних зобов'язань; подавати до НКЦПФР інформацію в обсягах, формах та в строки, що визначені нормативно-правовими актами.

Рейтингові агентства мають протягом 90 календарних днів після закінчення кожного календарного півріччя розміщувати на власній сторінці в мережі Інтернет звіт за попереднє календарне півріччя щодо кількості дефолтів за рейтинговими рівнями Національної шкали, в якому зазначається кількість емітентів, які мали діючий кредитний рейтинг агентства на дату дефолту, за зобов'язаннями яких настав дефолт у звітному півріччі, у розбивці за рейтинговими рівнями (*uaAAA, uaAA, uaA, uaBBB, uaBB, uaB, uaCCC, uaCC, uaC*), до яких відносилися рейтинги відповідних емітентів (або рейтинги окремих зобов'язань, щодо яких настав дефолт) за 6 місяців до дати настання дефолту. Рейтингові агентства мають протягом 6 календарних місяців із дати дефолту емітента з довгостроковим кредитним рейтингом інвестиційного рівня подавати до НКЦПФР та розміщувати на власній сторінці в мережі Інтернет пояснення щодо причин такого дефолту.

Рейтингова методологія та рейтингова процедура, а також зміни до них затверджуються уповноваженим рейтинговим агентством та протягом 5 робочих днів після їх затвердження надсилаються до НКЦПФР. Не пізніше ніж на наступний робочий день після їх затвердження вони мають бути розміщеними на власній сторінці в мережі Інтернет.

Інформацією, яку повідомляє суб'єкт рейтингування уповноваженому рейтинговому агентству, є: прийняття рішення про розміщення цінних паперів на суму, що перевищує 25 відсотків статутного капіталу, і викуп власних акцій; факти лістингу/делістингу цінних паперів на фондовій біржі; отримання позики або кредиту на суму, що перевищує 25 відсотків активів емітента; зміна складу посадових осіб емітента; зміна власників акцій, яким належить 10 і більше відсотків голосуючих акцій; рішення емітента про утворення, припинення його філій, представництв та інших відокремлених підрозділів; рішення вищого органу емітента про збільшення або зменшення

розміру статутного капіталу; порушення справи про банкрутство емітента, винесення ухвали про його санацію; рішення вищого органу емітента або суду про припинення або банкрутство емітента; накладення арешту на банківські рахунки емітента; знищення майна на суму, що перевищує 10 відсотків розміру статутного капіталу емітента; участь емітента в холдингових компаніях, фінансово-промислових групах, інших об'єднаннях або припинення участі в них; учинення правочинів на суму, що перевищує 10 відсотків суми вартості активів емітента; дроблення або консолідація акцій емітента; значні зміни в номенклатурі послуг, вартість яких становить не менше ніж 25 відсотків доходу від реалізації послуг емітента; пред'явлення позову до емітента в розмірі, що перевищує 10 відсотків розміру статутного капіталу; річні звіти емітента; накладення фінансових санкцій на суму, що перевищує понад 10 відсотків розміру статутного капіталу емітента; накладення НКЦПФР штрафів на емітента; отримання, відкликання або анулювання ліцензії, патентів або інших документів дозвільного характеру, пов'язаних із здійсненням господарської діяльності емітента. Договором можуть бути передбачені інші підстави для оновлення рейтингової оцінки.

У 2017 р. розроблено проект змін до Правил визначення уповноваженим рейтинговим агентством рейтингової оцінки за Національною рейтинговою шкалою» від 12 січня 2016 р. № 17, який підсилює вимоги до діяльності рейтингових агентств у частині підвищення рівня відповідальності агентств під час присвоєння рейтингових оцінок, що, як наслідок, позитивно вплине на якість оцінювання. Впровадження такого підходу сприятиме зростанню довіри інвесторів до рейтингових оцінок та ринку в цілому.

У 2016 р. рішенням НКЦПФР змінено порядок ведення Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств, зокрема, в частині розширення підстав для виключення рейтингового агентства з переліку уповноважених, встановлено додаткові вимоги до змісту методології агентства [151]. Також документом передбачаються зміни порядку подання

інформації уповноваженими рейтинговими агентствами. Метою захисту прав інвесторів та запобігання порушень на ринку цінних паперів методологія рейтингового агентства відтепер має визначати порядок проведення аналізу емітента на предмет його відповідності ознакам фіктивності.

Нові Правила враховують вимоги Регламенту ЄС №1060/2009 Європейського Парламенту та Ради Європи від 16.09.2009 «Стосовно кредитно-рейтингових агенцій», зокрема, що стосується визначення термінології та розкриття рейтинговими агентствами інформації стосовно кількості дефолтів. Змінами встановлюється, що уповноважене рейтингове агентство, крім іншого, зобов'язане виявляти та усувати будь-які існуючі або потенційні конфлікти інтересів, які можуть впливати на роботу та висновки його рейтингових аналітиків, працівників, та будь-яких інших фізичних осіб, послугами яких користується рейтингове агентство, або які залучені до процесу присвоєння кредитних рейтингів чи затверджують кредитні рейтинги. Також в організаційній структурі рейтингового агентства з'явиться нова одиниця – рейтинговий комітет. Крім того, квартальні звіти емітента включені до складу інформації, які суб'єкт рейтингування повинен повідомити уповноваженому рейтинговому агентству.

Інформаційна асиметрія може призвести до неприйняття ризику економічними агентами за рахунок прагнення розв'язати проблему недосконалої інформації на шкоду ринкової ефективності. За певних умов добре інформовані агенти можуть поліпшити свої економічні результати, якщо поділяться конфіденційними відомостями з погано інформованими агентами. ідею передачі «сигналів» [152, с. 351].

НКЦПФР на засіданні, яке відбулось 14 березня 2017 р., схвалила проект Положення про порядок проведення конкурсу з визначення уповноважених рейтингових агентств та порядок ведення Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств. Зазначене Положення розроблене на заміну двом нормативно-правовим актам регулятора, які втраять чинність, зокрема Порядку ведення Державного реєстру

уповноважених рейтингових агентств та видачі Свідоцтв про включення до Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств (Рішення ДКЦПФР від 23.06.2006 № 444), а також Положення про конкурс з визначення уповноважених рейтингових агентств (Рішення НКЦПФР від 23.03.2015 № 364). Нове Положення встановлює вимоги щодо інформаційного повідомлення (оголошення) про конкурс з визначення уповноважених рейтингових агентств, порядок та умови участі в конкурсі, порядок його проведення, розгляд суперечок, тощо. Воно також визначає вимоги до ведення Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств, зокрема: склад інформації Державного реєстру, порядок внесення змін до Державного реєстру, порядок виключення уповноваженого рейтингового агентства з Державного реєстру, видачі дублікату Свідоцтва, порядок отримання інформації про уповноважені рейтингові агентства з Державного реєстру.

Порядок подання інформації уповноваженими рейтинговими агентствами (Рішення НКЦПФР від 11.12.2012 № 1767) доповнюється вимогами щодо розкриття додаткової інформації уповноваженими рейтинговими агентствами на власному web-сайті (зокрема, інформації про структуру власності рейтингового агентства, організаційну структуру, про корпоративне управління, укомплектування персоналом та його кваліфікацію, про філії, методологію, рейтингових аналітиків, політику винагороди, інформацію про пов'язаність з учасниками ринків фінансових послуг, участь в об'єднаннях, аудиторський висновок щодо річної фінансової звітності).

Висновки до розділу 5

1. Зростанню капіталізації фондового ринку України сприятиме формування та забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо

розвитку й функціонування ринку цінних паперів та похідних (деривативів) в Україні, адаптація національного ринку цінних паперів до міжнародних стандартів. Важливою є координація діяльності державних органів із питань функціонування в Україні ринку цінних паперів та деривативів. Потребує подальшої уваги здійснення державного регулювання та контролю за їх емісією й обігом. Захист прав інвесторів шляхом здійснення заходів щодо запобігання та припинення порушень законодавства на ринку цінних паперів й законодавства про акціонерні товариства є важливим стимулом розвитку корпоративного управління.

2. Систематизовано біржові механізми залучення іноземного капіталу вітчизняними корпораціями: первинне публічне й приватне розміщення акцій, вторинне публічне та приватне розміщення акцій, випуск глобальних і депозитарних розписок. Встановлено фактори, які роблять привабливим для вітчизняних корпорацій вихід на зарубіжні фондові біржі: формування об'єктивної ринкової оцінки вартості корпорації та підвищення рівня її капіталізації; покращення фінансового стану корпорації; можливість залучення інвестицій у майбутньому на більш вигідних умовах; зростання ефективності діяльності корпорації унаслідок підвищення рівня корпоративного управління, прозорості та корпоративної культури; поліпшення репутації, іміджу корпорації.

3. Критична оцінка оподаткування операцій із цінними паперами в контексті стимулювання розвитку фондового ринку України дозволила зробити висновок, що досвід встановлення акцизів з операцій відчуження цінних паперів та операцій з деривативами виявився невдалим. Враховуючи українські реалії, пов'язані з економічною та фінансовою турбулентністю, введення податку Тобіна пов'язано з небезпекою подальшого уповільнення розвитку ринку цінних паперів, що матиме негативний вплив на економіку країни в цілому.

4. Узагальнено практику діяльності п'яти рейтингових агентств – уповноважених осіб НКЦПФР (IBI-Рейтинг, Рюрік, Експерт-Рейтинг,

Кредит-Рейтинг, Стандарт-Рейтинг), а також міжнародних рейтингових агентств (*Fitch Ratings, Moody's i Standard & Poor's*), які включено до переліку визнаних національним регулятором.

5. Національна рейтингова шкала передбачає градації, що позначаються літерами А, В, С, D і мають два рівні – інвестиційний і спекулятивний. Формалізовано основні етапи визначення рейтингової оцінки емітентів та цінних паперів: встановлення прямих договірних відносин із клієнтом; формування робочої групи; складання інформаційного запиту; проведення комплексного аналізу; обґрунтування проекту рейтингового звіту; затвердження офіційної рейтингової оцінки рейтинговим комітетом; надання можливостей апеляції клієнтові; моніторинг встановленого рейтингу.

6. Узагальнено підходи до побудови рейтингових шкал міжнародних агентств *S&P, Fitch, Moody's*. Встановлено, що в Україні найбільшою мірою орієнтуються на рейтинг агентства *Moody's*, проте за формою представлення національна рейтингова шкала більше схожа на шкали міжнародних рейтингових агентств *Fitch Ratings i Standard&Poor's*. Порівняльна оцінка вітчизняної та інших шкал дозволяє встановити занижений характер вимог, закладених і її основу. Для виправлення ситуації на краще пропонується привести рівні національної рейтингової шкали у відповідність до провідної світової практики шляхом виділення рівня, нижчого за спекулятивний рівень, із високими ризиками (для градацій від ССС до D).

7. Діяльність рейтингових агентств регламентовано Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», а також рішеннями та розпорядженнями Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Напрями вдосконалення правового статусу рейтингових агентств пов'язуємо з прийняттям окремого законодавчого акта.

Список використаних джерел до розділу 5

1. Костирко Л. А., Велентейчик Н. Ю. Формування механізму управління капіталізацією підприємств. *Часопис економічних реформ*. 2017. № 1 (25). С. 66–75.
2. Корнійчук О. Інноваційні програми розвитку та фондовий ринок як механізми капіталізації підприємств. *Ринок цінних паперів України. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку*. 2010. № 5–6. С. 47–52.
3. Редзюк Є. В. Порівняльна характеристика темпів економічного зростання та капіталізації фондових бірж світу й України. *Фінанси України*. 2013. № 7. С. 78–90.
4. Слободянюк О. В. Інституціональна модель страхового ринку України. *Інвестиції: практика та досвід*. 2016. № 4. С. 25–28.
5. Лотоцький М. Я. Організаційний та фондовий аспекти аналізу процесів капіталізації промислових підприємств України. *Бізнес Інформ*. 2013. № 10. С. 179–186.
6. Ярошевська О. В. Капіталізація фондового ринку України: проблеми оцінки і зростання. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія: Економіка і менеджмент*. 2015. Вип. 12. С. 271–273.
7. Калинець К. С. Механізм підвищення ефективності функціонування фондових бірж в Україні : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / Університет банківської справи Національного банку України. Київ, 2010. 20 с.

8. Річний звіт НКЦПФР за 2014 рік «Ринок цінних паперів. Європейський вибір: нові можливості та зростання». URL: https://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1434454281.pdf.

9. Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2017 рік. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/rtchniy-zvt-nktspfr-za-2017-rk/>

10. Річний звіт НКЦПФР за 2016 рік. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/rtchniy-zvt-nktspfr-za-2016-rk/>

11. Ляховець О. О. Динаміка капіталізації українського фондового ринку. *Наукові праці [Чорноморського державного університету імені Петра Могили комплексу «Києво-Могилянська академія»]. Серія : Економіка.* 2012. Т. 189. Вип. 177. С. 31–34.

12. Кіктенко О. В. Державний вплив на капіталізацію фондового ринку. *Держава та регіони. Серія: Державне управління.* 2014. № 1. С. 39–42.

13. Карпенко Г. В., Данькевич А. П. Нормативно-правове забезпечення корпоративного управління: проблеми залучення інвестицій на вітчизняні підприємства. *Фінанси України.* 2009. № 7. С. 39–46.

14. Онищенко С. В. Інструментарій оцінки та моніторингу інвестиційної привабливості акціонерних товариств будівельної галузі в системі вартісно-орієнтованого корпоративного управління. *Економіка та управління підприємствами машинобудівної галузі.* 2009. № 3. С. 88–97.

15. Ковалюк О. М., Колібаба О. А. Обліковий аспект співвідношення понять: центр відповідальності, центр витрат, контрольна точка витрат. *Науковий вісник Івано-Франківського національного технічного*

університету нафти і газу. Серія Економіка та управління в нафтовій і газовій промисловості. 2015. № 2. С. 103–111.

16. Шагоян С. М. Вплив корпоративного управління на інвестиційну привабливість асоційованого гірничо-збагачувального підприємства. *Інвестиції: практика та досвід*. 2013. № 18. С. 16–19.

17. Дацій Н. В. Роль міжнародних стандартів у процесі розвитку та оптимізації інституту корпоративного управління. *Вісник Академії митної служби України. Серія: Державне управління*. 2011. № 1. С. 25–31.

18. 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.

19. Романовська Н. Ю. Науково-методичні основи управління державним корпоративним сектором : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.03 / Наук.-дослід. екон. ін-т. Київ, 2014. 20 с.

20. Прокопчук Л. М. Формування і розвиток системи корпоративного управління в акціонерних товариствах : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.04 / Луган. нац. аграр. ун-т. Луганськ, 2013. 20 с.

21. Венгер Л. А. Організаційно-економічні механізми корпоративного управління в промисловості України : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.03 / ДУ «Ін-т економіки та прогнозування НАН України». Київ, 2011. 20 с.

22. Хрущ Н. А. Сучасні стратегії та технології управління інвестиційною діяльністю компанії : автореф. дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.04 / НАН України. Ін-т пробл. ринку та екон.-екол. дослідж. Одеса, 2007. 35 с.

23. Корпоративне управління. URL: <http://www.ssmc.gov.ua/activities/-corpmanagement>.

24. Воронін А. В. Формування інвестиційного портфеля з використанням активів світового фондового ринку : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.02 / Донец. нац. ун-т економіки і торгівлі ім. М. Туган-Барановського. Донецьк, 2012. 20 с.

25. Шикова Л. В. Формування ефективного механізму корпоративного управління на металургійних підприємствах : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.04 / ДВНЗ «Приазов. держ. техн. ун-т». Маріуполь, 2013. 20 с.

26. Лобунець Т. В. Регулятори і важелі інвестиційного процесу в корпоративному секторі економіки : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.03 / Нац. ун-т держ. податк. служби України. Ірпінь, 2013. 20 с.

27. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : Закон України від 30.10.1996 № 448/96-ВР. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80/page?text=%E7%E0F5%E8F1F2>.

28. Захист прав інвесторів. Стан роботи зі зверненнями громадян в НКЦПФР. URL: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/investorsrights>.

29. Про звернення громадян: Закон України від 02.10.1996 № 393/96-ВР. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/393/96-%D0%B2%D1%80>.

30. Про взаємодію органів виконавчої влади, Секретаріату Кабінету Міністрів України та державної установи «Урядовий контактний центр» : Постанова Кабінету Міністрів України від 12.08.2009 № 898. URL: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/898-2009-%D0%BF>.

31. Про депозитарну систему України : Закон України від 06.07.2012 № 5178-VI. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/5178-17>.

32. Кіктенко О. В. Концептуальні засади дослідження фондового ринку як об'єкта державного управління. *Актуальні проблеми державного управління*. 2011. № 1. С. 64–70.

33. Закрепа А. В. Ключові проблеми формування та ефективного використання економічного капіталу банку. *Економічний вісник університету*. 2015. Вип. 27 (1). С. 168–173.

34. 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 вересня 2017. Херсон : Гельветика, 2017. С. 82–84.

35. Рекуненко І. І. Формування та розвиток інфраструктури фінансового ринку України: автореф. дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.08 / ДВНЗ «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України». Суми, 2013. 40 с.

36. Кізіма Т. О., Луцишин О. О. Аналітичний огляд інфраструктури фінансового ринку України: інституційний аспект. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»*. – 2016. № 2(30). С. 62–68.

37. Рекуненко І. І. Теоретичні аспекти визначення структурних елементів інфраструктури фінансового ринку. *Вісник Одеського національного університету. Серія : Економіка*. 2014. Т. 19. Вип. 1 (2). С. 130–134.

38. Жам О. Ю., Білковська Д. І. Теоретичні та методичні аспекти формування стратегії кредитно-фінансового інституту на ринку банківських послуг. *Проблеми системного підходу в економіці*. 2015. Вип. 53. С. 123–134.

39. Яншина А. М. Теоретичні засади функціонування вторинного ринку синдикуваного фінансування. *Економіка та держава*. 2009. № 2. С. 46–49.

40. Мусієнко О. М. Інвестиційно-орієнтована діяльність банків на ринку цінних паперів України : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / Нац. банк України, ДВНЗ «Укр. акад. банк. справи Нац. банку України». Суми, 2012. 20 с.

41. Савицький С. В. Стимули та обмеження банківського інвестування на фондовому ринку України. *Економіка і прогнозування*. 2012. № 3. С. 35–46.

42. Брус С. І. Банки на фондовому ринку України: зміна інвестиційних пріоритетів. *Економіка і прогнозування*. 2011. № 4. С. 86–96.

43. 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.

44. Річний звіт 2017. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/-document?id=71165707>.

45. Про затвердження Положення про провадження депозитарної і клірингової діяльності та забезпечення здійснення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів Національним банком України : Постанова Національного банку України від 21.12.2017 № 140. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/v0140500-17>.

46. НБУ: Головна «Статистика». Показники банківської системи. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=74208.

47. Про затвердження Положення про порядок формування та використання банками України резервів для відшкодування можливих втрат

за активними банківськими операціями : Постанова Правління НБУ від 25.01.2012 № 23. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0231-12>.

48. Папаїка О. О., Носачова І. В. Механізм оподаткування операцій банків із цінними паперами. *Бізнес Інформ*. 2013. № 3. С. 298–303.

49. Дубінський О. Податкова не пробачить фінансистам старі збитки. URL: <http://news.finance.ua/ua/~2/0/all/2012/08/31/286700>.

50. Рекуненко І. І., Лук'яненко Я. С. Особливості оподаткування операцій з цінними паперами. *Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України* : зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». Суми, 2012. Т. 34. С. 261–267.

51. 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.

52. Дмитро Тевелєв взяв участь в обговоренні актуальних питань корпоративного управління. URL: http://www.nssmc.gov.ua/press/news/-dmitro_tevelev_vzyav_uchast_v_obgovorenni_aktualnikh_pitan_korporativnogo_upravlinnya.

53. Деєва Н. Е. Корпоративне управління і фінансовий ринок: проблеми теорії та практики : монографія / НАН України, Ін-т економіки пром-сті. Донецьк, 2011. 524 с.

54. Фондові біржі на захисті стандартів корпоративного управління. *Цінні папери України*. 2010. № 36 (630). 16 вересня. URL: http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=630&pub=4745.

55. Про внесення змін до Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів : Рішення НКЦПФР від 24.11.2016 № 1154. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z1661-16>.

56. Іоргачова М. І. Кодекси корпоративного управління – напрямок розвитку корпоративних відносин Україні. *Вісник соціально-економічних досліджень*. 2011. Вип. 41(2). С. 193–201.

57. Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж: Рішення НКЦПФР від 22.11.2012 № 1688. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12?nreg=z2082-12&find=1&text=%EА%EE%F0%-EF%EE%F0%E0%F2&x=7&y=5#w11>.

58. Directive 2006/46/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 amending Council Directives 78/660/EEC on the annual accounts of certain types of companies, 83/349/EEC on consolidated accounts, 86/635/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of banks and other financial institutions and 91/674/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of insurance undertakings. URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32006L0046>.

59. Правила (ЄС) N 1606/2002 Європейського Парламенту і Ради про застосування Міжнародних стандартів бухгалтерського обліку (IAS): Міжнародний документ від 19.07.2002 № 1606/2002. URL: http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/994_404.

60. Угода про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони від 30.11.2015. URL: http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/984_011.

61. План імплементації у сфері розкриття інформації на ринках капіталу: Затверджено Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 28 грудня 2016 р. № 1272. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/plan-mplementats-u-sfer-rozkrittya-nformats-na-rinkah-kaptalu/>

62. Директива 2001/34/ЄС Європейського Парламенту і Ради «Про допуск цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі і про інформацію, що повинна бути опублікована про ці цінні папери» від 28 травня 2001 року. URL: http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/994_191.

63. Косова Т. Д., Ярошевська О. В. 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.

64. Про схвалення проекту нової редакції Принципів корпоративного управління України, затверджених рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11.12.2003 № 571, від 24 січня 2008 року № 52. URL: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/805/1315570913.doc.

65. Квасова О. П. Удосконалення корпоративного управління інвестиційною діяльністю банків на фондовому ринку України. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2014. № 3. С. 63–68.

66. Сухотеріна М. І. Кодекс корпоративного управління в системі управління машинобудівного підприємства. *Вісник соціально-економічних досліджень*. 2014. Вип. 1. С. 81–85.

67. Казмерчук М. Т. Корпоративний кодекс як інструмент управління поведінкою персоналу підприємства. *Управління розвитком*. 2013. № 21. С. 7–10.

68. Нідзієва В. А. Корпоративний кодекс як інструмент управління організаційною культурою загальноосвітніх навчальних закладів. *Освіта та розвиток обдарованої особистості*. 2015. № 7. С. 35–38.

69. Тихомирова Є. Б. Транспарентність бюджету України: методики оцінки держдепартаменту США та міжнародного бюджетного партнерства. *Міжнародні відносини. Серія: Політичні науки*: електронний збірник наукових праць / Інститут міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка. 2015. № 5. URL: http://journals.iir.kiev.ua/index.php/pol_n/article/view/2502.

70. Косова Т. Д., Ярошевська В. Стандарти корпоративного управління як інструмент підвищення транспарентності фінансово-кредитного ринку. *Інфраструктура ринку*. 2018. № 15. С. 222–226.

71. 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.

72. Іголкін І. В. Роль транспарентності бюджетних відносин у системі управління державними фінансами. *Наукові праці НДФІ*. 2016. Вип. 1. С. 50–67.

73. Савченко Т. Г., Закутня А. О. Значення фінансової звітності в забезпеченні транспарентності банківської діяльності. *Вісник Університету банківської справи Національного банку України*. 2014. № 1. С. 222–227.

74. Александров О. В., Зубарєв М. О. Фінансовий моніторинг. Транспарентність і нові принципи ведення бізнесу: виклики сучасного фінансового світу. *Фінансовий простір*. 2014. № 1. С. 8–15.

75. Ануфрієва К. В. Транспарентність у системі критеріїв залучення банками України зовнішніх фінансових ресурсів. *Економіка і прогнозування*. 2010. № 3. С. 27–37.

76. Юрса М. Я. Публічне розміщення акцій на міжнародних фондових біржах як інструмент зовнішнього корпоративного фінансування. *Наукові праці НДФІ*. 2010. Вип. 1. С. 91–97.

77. Познякова О. І., Вільгард М. Р. Проблеми та перспективи розміщення цінних паперів українських компаній на варшавській фондовій біржі та її альтернативних майданчиках. *Молодий вчений*. 2016. № 4. С. 160–164.

78. Возна В. О. Концепції проведення первинного публічного розміщення акцій на світових фондових біржах. *Магістеріум. Економічні студії*. 2014. Вип. 56. С. 41–43.

79. Пасько О. В., Гордієнко М. І. Модифікації думки та пояснювальні параграфи в аудиторських звітах публічних компаній України, акції яких котуються на Варшавській фондовій біржі. *Облік і фінанси*. 2014. № 3. С. 125–135.

80. Сьомченков О. А. Про подвійний лістинг пайових інструментів іноземних компаній з активами в Україні на національних фондових біржах. *Фінанси України*. 2013. № 7. С. 105–120.

81. Бобров Є. А. Особливості розміщення акцій українських компаній на зарубіжних фондових біржах. *Фінанси України*. 2007. № 11. С. 73–85.

82. Косова Т. Д., Ярошевська О. В. Біржові механізми залучення іноземного капіталу вітчизняними корпораціями. *Інвестиції: практика та досвід*. 2016. № 22. С. 9–12.

83. Каблов О. В. Перспективи первинного публічного розміщення акцій українських емітентів на альтернативній інвестиційній секції Лондонської фондової біржі. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2012. № 11. С. 231–234.

84. Смагін В. Л. Фінансовий ринок в трансформаційній економіці: закономірності формування і розвитку : автореф. дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.01 / Київ. нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана. Київ, 2010. 35 с.

85. Давиденко Н. М. Переваги залучення фінансових ресурсів аграрними корпораціями шляхом виходу на іноземні фондові біржі. *Облік і фінанси*. 2012. № 3. С. 96–101.

86. Старостенко Г. Г., Торшин О. Первинне публічне розміщення акцій на Варшавській фондовій біржі: український погляд. *Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України*. 2011. № 1. С. 549–558.

87. 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. С. 73–77.

88. Гавриленко А. С. Розміщення корпоративних цінних паперів на фондових біржах України: особливості. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2014. № 9. С. 32–36.

89. Баранник Л. Б. Фактори фінансового забезпечення стійкого розвитку підприємств: податковий аспект. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія : Економіка*. 2016. Вип. 3. С. 86–91.

90. Баранник Л. Б., Овчинников А. В. Податкова реформа як запорука бюджетної безпеки та фінансової стабільності. *Науковий погляд: економіка та управління*. 2016. № 1. С. 51–61.

91. Духновська Л., Редзюк Т. Податковий облік цінних паперів і деривативів. *Бухгалтерський облік і аудит*. 2013. № 6. С. 40–46.

92. Ревенко О. В., Ревенко Т. В., Гулій О. А. Дослідження впливу інструментів податкової політики на розвиток регіональних фондових ринків в Україні. *Теорія та практика державного управління*. 2012. Вип. 2. С. 234–239.

93. Грищенко Т., Івахненко І. Податкове стимулювання пропозиції цінних паперів на фондовому ринку. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2013. Вип. 8. С. 32–35.

94. Куліш О. А. Фондовий ринок у системі економічні відносин : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.01 / Донец. нац. ун-т. Донецьк, 2008. 20 с.

95. 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*. 2015. Вип. 5. С. 227–230.

96. Податковий Кодекс України : Закон України від 2 грудня 2010 р. № 2756-VI. *Голос України*. 2010. № 229–230 (4979–4980).

97. Про відображення від'ємного фінансового результату операцій з цінними паперами та деривативами у 2012–2015 роках : Лист ДПС України від 09.08.2012 № 320/0/71-12/15-1217. URL: <http://www.nau.ua/-index.php?page=hotline&file=411816-09082012-0.htm>.

98. Yaroshcvska 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. / edited by M. Bezpartochnyi*. Riga : «Landmark» SIA, ISMA University, 2017. Vol. 3. P. 144–153.

99. Пластун В. Л. Особливості податкового впливу на фондовий ринок та діяльність інституційних інвесторів. *Інвестиції: практика та досвід*. 2013. № 24. С. 70–73.

100. Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо подальшого удосконалення адміністрування податків і зборів : Закон України від 06.12.2012 № 5519-VI. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5519-17>.

101. Про внесення змін до Податкового кодексу України та деяких законодавчих актів України щодо податкової реформи : Закон України від 28.12.2014 № 71-VIII. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/71-19>.

102. Косицький К. В. Підхід до формування моделі управління податковим бюджетом у промисловому холдингу. *Регіональна бізнес-економіка та управління*. 2013. № 1. С. 71–76.

103. Петренко Ю. О. Оцінка податкового потенціалу промислового міста. *Стратегія і механізми регулювання промислового розвитку*. 2011. 2011. С. 221–238.

104. Цуркан І. М. Стимулювання економічного розвитку промислових підприємств засобами податкового регулювання. *Вісник Дніпропетровського національного університету залізничного транспорту імені академіка В. Лазаряна*. 2006. Вип. 12. С. 261–267.

105. Мельник В. М., Мельничук Г. С. Вплив бюджетно-податкового регулювання на розвиток промислового виробництва в Україні. *Фінанси України*. 2008. № 12. С. 44–52.

106. Мельничук Г. Аналіз стану надання податкових пільг вітчизняній промисловості (за видами економічної діяльності). *Економічний аналіз*. 2013. Т. 12 (2). С. 273–277.

107. Пластун О. Л. Удосконалення діяльності рейтингових агентств на основі врахування біржової інформації. *Фінанси України*. 2012. № 7. С. 108–117.

108. Залетов О. Рейтингові агентства та їх вплив на страховий ринок. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2008. Вип. 104. С. 44–46.

109. Ткаченко Н. В. Міжнародні рейтингові агентства в системі оцінки фінансової стійкості страхових компаній. *Фінанси України*. 2008. № 11. С. 95–105.

110. Про затвердження Порядку ведення Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств та видачі Свідоцтв про включення до Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств: Рішення НКЦПФР від 23.06.2006 № 444. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0823-06>.

111. Уповноважені рейтингові агентства включені до Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств. URL: https://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/807/1467444788.doc.

112. Міжнародні рейтингові агентства, які мають право визначати обов'язкові за законом рейтингові оцінки емітентів та цінних паперів. URL: https://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/807/1315839285.doc.

113. Ярошевська О. В. Рейтингові агентства на фондовому ринку: світовий досвід та вітчизняна практика. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія: Економічні науки*. 2017. Вип. 25. Ч. 2. С. 161–164.

114. Цибульська Н. Б. Регулювання діяльності рейтингових агентств зарубіжних країн та можливості його застосування в Україні. *Економіка*.

Управління. Інновації. 2012. № 1. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/eui_2012_1_64/

115. 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. С. 14–16.

116. Миронова Л. Г. Модель рейтингового оцінювання цінних паперів за результатами діяльності ПФТС. *Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту. Серія: Економіка і менеджмент*. 2013. № 2. С. 5–12.

117. Телятников В. Проблемні питання рейтингування муніципальних цінних паперів в Україні. *Ринок цінних паперів України. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку*. 2009. № 1–2. С. 69–75.

118. Віктор І. С., Ліпич С. В. Індeksi та рейтинги на фондовому ринку України. *Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України*. 2014. № 1. С. 42–49.

119. Ходос Л. В. Міжнародні та національні кредитні рейтингові агентства та їх роль в управлінні фінансовими ризиками в Україні. *Інформація і право*. 2013. № 1. С. 170–177.

120. Про затвердження Національної рейтингової шкали: Постанова Кабінету Міністрів України від 26.04.2007 № 665. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/665-2007-%D0%BF>.

121. Методика визначення рейтингової оцінки Національного рейтингового агентства «Рюрік». URL: <http://rurik.com.ua/rating-principles/ranking-procedure-stages.html>.

122. Ярошевська О. В. Рейтингові оцінки емітентів та цінних паперів у системі розвитку фондового ринку. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія «Економіка і менеджмент»*. 2017. Вип. 25. Ч. 2. С. 140–143.

123. Ошерович И. Л. Рейтинговые агентства Standard & Poor's, fitch, moody's. Есть ли будущее у их деятельности? *International scientific journal*. 2015. № 9. С. 136–140.

124. Бабкіна І. Адекватність оцінок провідних рейтингових агентств. *Вісник Київського національного торговельно-економічного університету*. 2011. № 4. С. 61–71.

125. Ошерович И. Л. Проблемы актуальности деятельности международных рейтинговых агентств Standard & Poor's, Moody's, Fitch в 2015 году. *International scientific journal*. 2016. № 1 (2). С. 79–82.

126. Fitch Ratings. URL: https://uk.wikipedia.org/wiki/Fitch_Rating/

127. Національний банк України (2011–2017), Офіційний курс гривні щодо іноземних валют. URL: <https://bank.gov.ua/control/uk/curmetal/-detail/currency?period=daily>.

128. Виговська Н. Г., Стеблянко О. Л. Державне регулювання фінансового ринку в умовах глобалізації. *Ефективна економіка*. 2012. № 6. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2012_6_8.

129. Парсяк В. Н., Немолюк К. Д., Щербина А. Г. Державне регулювання біржового сегменту фондового ринку: реалії та перспективи. *Збірник наукових праць Національного університету кораблебудування*. 2014. № 1. С. 6–11.

130. Бормотова М. В. Особливості законодавчого регулювання діяльності фондових бірж в Україні. *Економічні науки. Серія: Облік і фінанси*. 2012. Вип. 9(4). С. 49–54.

131. Редзюк Є. Вплив економічних процесів і державного регулювання на розвиток фондової біржі. *Дослідження міжнародної економіки*. 2011. Вип. 4. С. 76–88.

132. Мирошниченко Т. Н. Теоретические концепции по определению фондовых бирж и их экономическая эволюция. *Вісник Харківського національного університету імені В. Н. Каразіна. Серія: Економічна*. 2011. № 935. С. 188–192.

133. Січко Л. Особливості організаційно-правової форми фондової біржі в Україні. *Підприємництво, господарство і право*. 2016. № 1. С. 108–110.

134. Косова Т. Д., Ярошевська О. В. Механізми державного регулювання фондової біржової торгівлі. *Вісник ДонНУЕТ*. 2017. № 1 (66). С. 144–154.

135. Про цінні папери і фондову біржу: Закон України від 18.06.1991 № 1201-ХІІ : [Закон втратив чинність на підставі Закону № 3480-IV від 23.02.2006]. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1201-12>.

136. Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні : [Закон втратив чинність на підставі Закону № 5178-VI від 06.07.2012]. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/710/97-%D0%B2%D1%80>.

137. Цивільний кодекс України : Закон України від 16.01.2003 № 435-IV. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/435-15>.

138. Господарський кодекс України: Закон України від 16.01.2003 № 436-IV. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/436-15>.

139. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. URL: <https://zakon.help/law/3480-IV/>

140. Положення щодо пруденційних нормативів професійної діяльності на фондовому ринку та вимог до системи управління ризиками: Рішення НКЦПФР від 01.10.2015 № 1597. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z1311-15/page2?text=%E1%B3%F0%E6#w11>.

141. Про порядок складання адміністративних даних щодо здійснення діяльності організаторами торгівлі, оприлюднення інформації та подання відповідних документів до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку: Рішення НКЦПФР від 25.09.2012 № 1284. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z1738-12>.

142. Балдич Н. Державне регулювання рейтингових агентств в умовах кризи фінансових ринків. *Вісник Національної академії державного управління при Президентові України*. 2009. Вип. 2. С. 70–78.

143. Резнікова Н. В. Інституційні фактори боргової залежності: роль кредитно-рейтингових агентств та міжнародних фінансових організацій. *Інвестиції: практика та досвід*. 2016. № 11. С. 5–9.

144. Шуба М. В. Україна в міжнародних рейтингах інвестиційної привабливості: аналіз поглядів світових агенцій та організацій. *Бізнес Інформ*. 2015. № 9. С. 135–139.

145. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України від 30.10.1996 № 448/96-ВР. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80>.

146. Ярошевська О. В. Державне регулювання рейтингової інфраструктури фондового ринку України. *Вісник Волинського інституту економіки та менеджменту*. 2017. № 18. С. 289–296.

147. Про затвердження Правил визначення уповноваженим рейтинговим агентством рейтингової оцінки за Національною шкалою :

Рішення НКЦПФР від 12 січня 2016 р. № 17. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0182-16>.

148. Про затвердження Положення про конкурс з визначення уповноважених рейтингових агентств : Рішення НКЦПФР від 23.03.2015 № 364. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0416-15>.

149. Про затвердження Порядку подання інформації уповноваженими рейтинговими агентствами : Рішення НКЦПФР від 11.12.2012 № 1767. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0025-13>.

150. 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. 3–10.

151. Набрали чинності нові Правила визначення уповноваженими рейтинговими агентствами рейтингової оцінки : Повідомлення НКЦПФР від 19.02.2016. URL: http://www.kmu.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=-248843345&cat_id=244277212.

152. Косова Т. Д., Ярошевська О. В. 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.

ВИСНОВКИ

Основний результат дисертації полягає в розробці концептуальних засад і поглибленні теоретико-методологічних та науково-методичних положень щодо вдосконалення фондкових 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 фондкових 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 фондкових

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 статичній – низька питома вага акцій і корпоративних облігацій, у динамічній – 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 відкликання, 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.

ДОДАТКИ

ДОДАТОК А

Зведені дані балансів машинобудівних підприємств Запорізької області

Таблиця А.1

Показники балансів машинобудівних підприємств Запорізької обл.

код ЄДРПОУ	Назва підприємства	Кошти		Необоротні активи		Статутний капітал		Додатковий капітал		Нерозподілений прибуток	
		01.01.2016	01.01.2017	01.01.2016	01.01.2017	01.01.2016	01.01.2017	01.01.2016	01.01.2017	01.01.2016	01.01.2017
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Великі										
14307794	ПАТ «МОТОР СІЧ»	1273420	2352855	5944788	6830689	280529	280529			13397346	15369225
25480917	ПАТ «Запорізький автомобілебудівний завод»	6985	8731	816497	801230	605970	605970			-3425611	-4028420
00217857	ПАТ «Мелітопольський завод холодильного машинобудування «РЕФМА»	14	7	5690	5270	212	212			3444	3226
14311548	ПАТ «Машинобудівний завод «ЕЛЕМ»	45	94	1771	1681	181	181	1492	1454	-1465	-1420
32954671	ПрАТ «Азовський машинобудівний завод»	44	24	44552	42524	2978	2978	33100	33100	-33619	-33617
00218012	ПАТ «Завод Південгідромаш»	1	2	51460	50666	13940	13940	41445	41445	-14060	-14463
00235826	ПАТ «Завод агротехнічних машин»	78	32	3793	3790	3025	3025	2515	2515	-1616	-1141

Продовження табл. А.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
00443074	ПРАТ «МАШБУД-КОНСТРУКЦІЯ»	13	50	850	769	26	26	2955	2955	-2133	-2206
04689323	ПРАТ «Завод будівельно-опоряджувальних машин»	30	1	17085	15792	516	516	15645	15645	-9462	-12268
	Малі										
32954692	ПРАТ «Бердянський машинобудівний завод»	0	2,1	34012,2	32545,9	4786	4786	37472	36141,5	-11005,2	-9500,2
01234970	ПРАТ «ЗАПОРІЖ-БУДМАШ»	56,4	39,2	3771,5	4528,3	21,1	21,1	4368,9	4368,9	140,7	239
14313895	ПРАТ «Продмаш-Веселе»	52,9	19,5	5770,7	5695,3	4710,3	4710,3	7110,8	7110,8	-6778	-6793
31533716	ПРАТ «МАШ-ТОРГІНВЕСТ»	2549,7	3142,3	9128,9	7463,7	147,5	147,5	567,1	567,1	-1558,1	-7080,9

Продовження табл. А.1

код ЄДРПОУ	Назва підприємства	Власний капітал		Довгострокові зобов'язання		Поточні зобов'язання		Капітал – всього	
		01.01.2016	01.01.2017	01.01.2016	01.01.2017	01.01.2016	01.01.2017	01.01.2016	01.01.2017
1	2	13	14	15	16	17	18	19	20
14307794	ПАТ «МОТОР СІЧ»	14122181	16252316	1242975	3176212	5263992	5697126	20629148	25125654
25480917	ПАТ "Запорізький автомобілебудівний завод"	-2401178	-3003987	2123059	2530889	1869921	1584874	1591802	1111776

Закінчення табл. А.1

1	2	13	14	15	16	17	18	19	20
00217857	ПАТ «Мелітопольський завод холодильного машинобудування «РЕФМА»	3656	3438			13752	16554	17408	19992
14311548	ПАТ «Машинобудівний завод «ЕЛЕМ»	208	215			1836	1903	2044	2118
32954671	ПрАТ «Азовський машинобудівний завод»	2459	2461	43198	44774	30728	29015	76385	76250
00218012	ПАТ «Завод Південгідромаш»	41325	40922	448	391	16883	16458	58656	57771
00235826	ПАТ «Завод агротехнічних машин»	3975	4450			1109	3799	5084	8249
00443074	ПРАТ «МАШБУДКОНСТРУКЦІЯ»	853	780	317	223	18	25	1188	1028
04689323	ПРАТ «Завод будівельно-опоряджувальних машин»	6699	3893	6902	7641	4686	4479	18287	16013
	Малі								
32954692	ПрАТ «Бердянський машинобудівний завод»	31252,8	31427,3	365,1	365,1	3857,5	2276	35475,4	34068,4
01234970	ПРАТ «ЗАПОРІЖБУДМАШ»	4530,7	4629	0,5	698,5	53,6	510,7	4684,8	5838,2
14313895	ПрАТ «Продмаш-Веселе»	5043,1	5028,1			2275,8	2296,8	7318,9	7324,9
31533716	ПРАТ «МАШТОРГІНВЕСТ»	-843,5	-6366,3	307,1	287,6	12737,4	17455,3	12201	11376,6

ДОДАТОК Б

Фінансова звітність великих промислових підприємств Запорізької області

Таблиця Б.1

Консолідована річна фінансова звітність емітента

			КОДИ
		Дата(рік, місяць, число)	2015 01 01
Підприємство	ВІДКРИТЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО ЗАПОРІЗЬКИЙ МЕТАЛУРГІЙНИЙ КОМБІНАТ "ЗАПОРІЖСТАЛЬ"	за ЄДРПОУ	00191230
Територія		за КОАТУУ	2310136600
Організаційно- правова форма господарювання	Відкрите акціонерне товариство	за КОПФГ	231
Вид економічної діяльності	Виробництво чавуну, сталі та феросплавів	за КВЕД	24.10
Середня кількість працівників	14387		
Одиниця виміру: тис.грн без десяткового знака			
Адреса	Південне шосе, 72, м. Запоріжжя, Заводський, Запорізька область, 69008, (061) 218-33-01		

Баланс (Звіт про фінансовий стан)
на 31.12.2014 р.

Актив	Код рядка	На початок звітного періоду	На кінець звітного періоду	На дату переходу на міжнародні стандарти фінансової звітності
1	2	3	4	5
I. Необоротні активи				
Нематеріальні активи:	1000	9776	5625	0
первісна вартість	1001	12377	5625	0
накопичена амортизація	1002	-2601	0	0
Незавершені капітальні інвестиції	1005	1709128	1176196	0
Основні засоби:	1010	7349024	12816426	0
первісна вартість	1011	8228936	12816426	0
знос	1012	-879912	0	0
Інвестиційна нерухомість:	1015	6123	6504	0
первісна вартість	1016	6123	6504	0
знос	1017	0	0	0
Довгострокові біологічні активи:	1020	944	0	0
первісна вартість	1021	1116	0	0
накопичена амортизація	1022	-172	0	0
Довгострокові фінансові інвестиції: які обліковуються за методом участі в капіталі інших підприємств	1030	0	0	0

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.1

1	2	3	4	5
інші фінансові інвестиції	1035	1358607	1356701	0
Довгострокова дебіторська заборгованість	1040	0	629	0
Відстрочені податкові активи	1045	0	0	0
Гудвіл	1050	0	0	0
Відстрочені аквізиційні витрати	1060	0	0	0
Залишок коштів у централізованих страхових резервних фондах	1065	0	0	0
Інші необоротні активи	1090	951	614	0
Усього за розділом I	1095	10434553	15362695	0
II. Оборотні активи				
Запаси	1100	2391287	3080833	0
Виробничі запаси	1101	964347	1116623	0
Незавершене виробництво	1102	438796	498029	0
Готова продукція	1103	983847	1453502	0
Товари	1104	4297	12679	0
Поточні біологічні активи	1110	0	0	0
Депозити перестраховання	1115	0	0	0
Векселі одержані	1120	2754	0	0
Дебіторська заборгованість за продукцію, товари, роботи, послуги	1125	547938	2885184	0
Дебіторська заборгованість за розрахунками: за виданими авансами	1130	53827	65006	0
з бюджетом	1135	624377	967502	0
у тому числі з податку на прибуток	1136	0	256	0
з нарахованих доходів	1140	54	191	0
із внутрішніх розрахунків	1145	0	0	0
Інша поточна дебіторська заборгованість	1155	22414	43333	0
Поточні фінансові інвестиції	1160	2000	0	0
Гроші та їх еквіваленти	1165	216491	190560	0
Готівка	1166	29	16	0
Рахунки в банках	1167	196811	190541	0
Витрати майбутніх періодів	1170	100821	124001	0
Частка перестраховика у страхових резервах	1180	0	0	0
у тому числі в:				
резервах довгострокових зобов'язань	1181	0	0	0
резервах збитків або резервах належних виплат	1182	0	0	0
резервах незароблених премій	1183	0	0	0
інших страхових резервах	1184	0	0	0
Інші оборотні активи	1190	8777	33573	0
Усього за розділом II	1195	3970740	7390183	0
III. Необоротні активи, утримувані для продажу, та групи вибуття	1200	265	2727	0
Баланс	1300	14405558	22755605	0

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.1

Пасив	Код рядка	На початок звітного періоду	На кінець звітного періоду	На дату переходу на міжнародні стандарти фінансової звітності
1	2	3	4	5
I. Власний капітал				
Зареєстрований (пайовий) капітал	1400	660920	660920	0
Внески до незареєстрованого статутного капіталу	1401	0	0	0
Капітал у дооцінках	1405	4558201	7501790	0
Додатковий капітал	1410	40323	-55461	0
Емісійний дохід	1411	0	0	0
Накопичені курсові різниці	1412	0	0	0
Резервний капітал	1415	506200	506200	0
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	1420	462450	2086381	0
Неоплачений капітал	1425	(0)	(0)	(0)
Вилучений капітал	1430	(0)	(0)	(0)
Інші резерви	1435	0	0	0
Усього за розділом I	1495	6228094	10699830	0
II. Довгострокові зобов'язання і забезпечення				
Відстрочені податкові зобов'язання	1500	454105	1056757	0
Пенсійні зобов'язання	1505	0	0	0
Довгострокові кредити банків	1510	268400	564060	0
Інші довгострокові зобов'язання	1515	6160	224853	0
Довгострокові забезпечення	1520	774442	938200	0
Довгострокові забезпечення витрат персоналу	1521	0	0	0
Цільове фінансування	1525	867	641	0
Благодійна допомога	1526	0	0	0
Страхові резерви, у тому числі:	1530	0	0	0
резерв довгострокових зобов'язань; (на початок звітного періоду)	1531	0	0	0
резерв збитків або резерв належних виплат; (на початок звітного періоду)	1532	0	0	0
резерв незароблених премій; (на початок звітного періоду)	1533	0	0	0
інші страхові резерви; (на початок звітного періоду)	1534	0	0	0
Інвестиційні контракти;	1535	0	0	0
Призовий фонд	1540	0	0	0
Резерв на виплату джек-поту	1545	0	0	0
Усього за розділом II	1595	1503974	2784511	0

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.1

1	2	3	4	5
III. Поточні зобов'язання і забезпечення				
Короткострокові кредити банків	1600	1095649	1776610	0
Векселі видані	1605	20000	0	0
Поточна кредиторська заборгованість: за довгостроковими зобов'язаннями	1610	4522	28122	0
за товари, роботи, послуги	1615	3430539	5925169	0
за розрахунками з бюджетом	1620	28946	400952	0
за у тому числі з податку на прибуток	1621	1536	367686	0
за розрахунками зі страхування	1625	17047	15646	0
за розрахунками з оплати праці	1630	42409	37201	0
за одержаними авансами	1635	1713709	90195	0
за розрахунками з учасниками	1640	13974	13974	0
із внутрішніх розрахунків	1645	0	0	0
за страховою діяльністю	1650	0	0	0
Поточні забезпечення	1660	71952	79827	0
Доходи майбутніх періодів	1665	878	420	0
Відстрочені комісійні доходи від перестраховиків	1670	0	0	0
Інші поточні зобов'язання	1690	233865	903148	0
Усього за розділом III	1695	6673490	9271264	0
IV. Зобов'язання, пов'язані з необоротними активами, утримуваними для продажу, та групами вибуття	1700	0	0	0
V. Чиста вартість активів недержавного пенсійного фонду	1800	0	0	0
Баланс	1900	14405558	22755605	0

Примітки (1) Визначається в порядку, встановленому центральним органом виконавчої влади, що реалізує державну політику у сфері статистики. (2) Рядки 1005, 1011 графи 3, 4 представлені переоціненою вартістю незавершеного капітального будівництва та основних засобів відповідно. (3) Усього поточних активів слід розраховувати як суму рядків 1195 та 1200, що разом складають 7,392,910 тисяч гривень на 31 грудня 2014 р. (31 грудня 2013 р.: 3,971,005 тисяч гривень). (4) Рядок 1405 Капітал у дооцінках представлений резервом дооцінки основних засобів та незавершених капітальних інвестицій. (5) Усього зобов'язання слід розраховувати як суму рядків 1595, 1695 та 1700, що разом складають 12,055,775 тисяч гривень на 31 грудня 2014 р. (31 грудня 2013 р.: 8,177,464 тисячі гривень).

Керівник Божко Руслан Анатолійович

Головний бухгалтер Михайська Наталя Вікторівна

Продовження додатку Б
Таблиця Б.2

		Дата(рік, місяць, число)	КОДИ 2015 01 01
Підприємство	ВІДКРИТЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО ЗАПОРІЗЬКИЙ МЕТАЛУРГІЙНИЙ КОМБІНАТ "ЗАПОРІЖСТАЛЬ"	за ЄДРПОУ	00191230

**Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід)
за 2014 рік**

I. ФІНАНСОВІ РЕЗУЛЬТАТИ

Стаття	Код рядка	За звітний період	За аналогічний період попереднього року
1	2	3	4
Чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	2000	22110517	13579218
Чисті зароблені страхові премії	2010	0	0
Премії підписані, валова сума	2011	0	0
Премії, передані у перестраховання	2012	0	0
Зміна резерву незароблених премій, валова сума	2013	0	0
Зміна частки перестраховиків у резерві незароблених премій	2014	0	0
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг)	2050	(16272604)	(12284971)
Чисті понесені збитки за страховими виплатами	2070	0	0
Валовий: прибуток	2090	5837913	1294247
Валовий: збиток	2095	(0)	(0)
Дохід (витрати) від зміни у резервах довгострокових зобов'язань	2105	0	0
Дохід (витрати) від зміни інших страхових резервів	2110	0	0
Зміна інших страхових резервів, валова сума	2111	0	0
Зміна частки перестраховиків в інших страхових резервах	2112	0	0
Інші операційні доходи	2120	650958	487026
Дохід від зміни вартості активів, які оцінюються за справедливою вартістю	2121	0	0
Дохід від первісного визнання біологічних активів і сільськогосподарської продукції	2122	0	0
Дохід від використання коштів, вивільнених від оподаткування	2123	(0)	(0)

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.2

1	2	3	4
Адміністративні витрати	2130	(427650)	(384564)
Витрати на збут	2150	(1164758)	(790424)
Інші операційні витрати	2180	(1276376)	(240756)
Витрат від зміни вартості активів, які оцінюються за справедливою вартістю	2181	0	0
Витрат від первісного визнання біологічних активів і сільськогосподарської продукції	2182	0	0
Фінансовий результат від операційної діяльності: прибуток	2190	3620087	365529
Фінансовий результат від операційної діяльності: збиток	2195	(0)	(0)
Дохід від участі в капіталі	2200	0	0
Інші фінансові доходи	2220	2050	126679
Інші доходи	2240	50031	27276
Дохід від благодійної допомоги	2241	0	0
Фінансові витрати	2250	(2357943)	(459715)
Втрати від участі в капіталі	2255	(0)	(0)
Інші витрати	2270	(6802)	(8619)
Прибуток (збиток) від впливу інфляції на монетарні статті	2275	0	0
Фінансовий результат до оподаткування: прибуток	2290	1307423	51150
Фінансовий результат до оподаткування: збиток	2295	(0)	(0)
Витрати (дохід) з податку на прибуток	2300	-186812	-42954
Прибуток (збиток) від припиненої діяльності після оподаткування	2305	0	0
Чистий фінансовий результат: прибуток	2350	1120611	8196
Чистий фінансовий результат: збиток	2355	(0)	(0)

II. СУКУПНИЙ ДОХІД

Стаття	Код рядка	За звітний період	За аналогічний період попереднього року
Дооцінка (уцінка) необоротних активів	2400	4332104	-27247
Дооцінка (уцінка) фінансових інструментів	2405	0	0
Накопичені курсові різниці	2410	0	0
Частка іншого сукупного доходу асоційованих та спільних підприємств	2415	0	0
Інший сукупний дохід	2445	-115638	-91555
Інший сукупний дохід до оподаткування	2450	4216466	-118802
Податок на прибуток, пов'язаний з іншим сукупним доходом	2455	-759851	19001
Інший сукупний дохід після оподаткування	2460	3456615	-99801
Сукупний дохід (сума рядків 2350, 2355 та 2460)	2465	4577226	-91605

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.2

III. ЕЛЕМЕНТИ ОПЕРАЦІЙНИХ ВИТРАТ

Матеріальні затрати	2500	14884830	9459773
Витрати на оплату праці	2505	1327004	1192023
Відрахування на соціальні заходи	2510	487863	439156
Амортизація	2515	883246	854808
Інші операційні витрати	2520	2087331	2824580
Разом	2550	19670274	14770340

IV. РОЗРАХУНОК ПОКАЗНИКІВ ПРИБУТКОВОСТІ АКЦІЙ

Середньорічна кількість простих акцій	2600	2643681779	2643681779
Скоригована середньорічна кількість простих акцій	2605	2643681779	2643681779
Чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію	2610	0	0
Скоригований чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію	2615	0	0
Дивіденди на одну просту акцію	2650	0	0

Примітки (1) Фінансовий результат від операційної діяльності слід розраховувати як суму рядків 2190, 2195, 2240 та 2270, що складає 3,663,316 тисяч гривень у 2014 році (2013 р.: 384,186 тисяч гривень). (2) Інший сукупний збиток у 2014 році включає в себе визнаний актуарний збиток в сумі 115,638 тисяч гривень (2013 р.: актуарний збиток в сумі 91,512 тисячі гривень). (3) Інший сукупний дохід за 2014 і 2013 роки представлений статтями, які ніколи не будуть перенесені до прибутку або збитку. У зв'язку з обмеженим форматом поля, дані у рядках 2610,2615 відповідають наступним показникам: Рядок 2610, Розділу IV, чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію за звітний період становить 0,424. Рядок 2610, Розділу IV, чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію за аналогічний період попереднього року становить 0,003. Рядок 2615, Розділу IV, скоригований чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію за звітний період становить 0,424. Рядок 2615, Розділу IV, скоригований чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію за аналогічний період попереднього року становить 0,003. Інформація у рядку 2650 відсутня, оскільки дивіденди за попередній та звітний період не виплачувались.

Керівник
Головний бухгалтер

Божко Руслан Анатолійович
Михайська Наталя Вікторівна

Продовження додатку Б
Таблиця Б.3

		Дата(рік, місяць, число)	КОДИ 2015 01 01
Підприємство	ВІДКРИТЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО ЗАПОРІЗЬКИЙ МЕТАЛУРГІЙНИЙ КОМБІНАТ "ЗАПОРІЖСТАЛЬ"	за ЄДРПОУ	00191230

Звіт про рух грошових коштів (за прямим методом) за 2014 рік

Стаття	Код рядка	За звітний період	За аналогічний період попереднього року
1	2	3	4
I. Рух коштів у результаті операційної діяльності			
Надходження від: Реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	3000	9944629	5937526
Повернення податків і зборів у тому числі податку на додану вартість	3005 3006	1887147 1887136	1853878 1853878
Цільового фінансування	3010	23587	173
Надходження від отримання субсидій, дотацій	3011	0	0
Надходження авансів від покупців і замовників	3015	10160250	9958728
Надходження від повернення авансів	3020	8240	15364
Надходження від відсотків за залишками коштів на поточних рахунках	3025	0	0
Надходження від боржників неустойки (штрафів, пені)	3035	3572	859
Надходження від операційної оренди	3040	0	0
Надходження від отримання роялті, авторських винагород	3045	0	0
Надходження від страхових премій	3050	0	0
Надходження фінансових установ від повернення позик	3055	0	0
Інші надходження	3095	170798	332650
Витрачання на оплату: Товарів (робіт, послуг)	3100	(14417083)	(10918420)
Праці	3105	(1084018)	(988511)
Відрахувань на соціальні заходи	3110	(532554)	(482247)
Зобов'язань з податків і зборів	3115	(437531)	(302120)
Витрачання на оплату зобов'язань з податку на прибуток	3116	(83607)	(95)
Витрачання на оплату зобов'язань з податку на додану вартість	3117	(0)	(0)

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.3

1	2	3	4
Витрачання на оплату зобов'язань з інших податків і зборів	3118	(0)	(0)
Витрачання на оплату авансів	3135	(4548879)	(4228923)
Витрачання на оплату повернення авансів	3140	(4490)	(62217)
Витрачання на оплату цільових внесків	3145	(0)	(0)
Витрачання на оплату зобов'язань за страховими контрактами	3150	(0)	(0)
Витрачання фінансових установ на надання позик	3155	(0)	(0)
Інші витрачання	3190	(224735)	(181038)
Чистий рух коштів від операційної діяльності	3195	948933	935702
II. Рух коштів у результаті інвестиційної діяльності			
Надходження від реалізації: фінансових інвестицій	3200	81	0
необоротних активів	3205	7967	1093
Надходження від отриманих: відсотків	3215	0	0
дивідендів	3220	364939	122505
Надходження від деривативів	3225	0	0
Надходження від погашення позик	3230	0	0
Надходження від вибуття дочірнього підприємства та іншої господарської одиниці	3235	0	0
Інші надходження	3250	642	0
Витрачання на придбання: фінансових інвестицій	3255	(107649)	(122406)
необоротних активів	3260	(918544)	(447884)
Виплати за деривативами	3270	(0)	(0)
Витрачання на надання позик	3275	(0)	(0)
Витрачання на придбання дочірнього підприємства та іншої господарської одиниці	3280	(0)	(0)
Інші платежі	3290	(0)	(0)
Чистий рух коштів від інвестиційної діяльності	3295	-652564	-446692
III. Рух коштів у результаті фінансової діяльності			
Надходження від: Власного капіталу	3300	0	0
Отримання позик	3305	0	58349
Надходження від продажу частки в дочірньому підприємстві	3310	0	0
Інші надходження	3340	74788	53315
Витрачання на: Викуп власних акцій	3345	(0)	(0)
Погашення позик	3350	99415	223155
Сплату дивідендів	3355	(0)	(0)
Витрачання на сплату відсотків	3360	(198619)	(176639)
Витрачання на сплату заборгованості з фінансової оренди	3365	(0)	(0)

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.3

1	2	3	4
Витрачання на придбання частки в дочірньому підприємстві	3370	(0)	(0)
Витрачання на виплати неконтрольованим часткам у дочірніх підприємствах	3375	(0)	(0)
Інші платежі	3390	(146221)	(92894)
Чистий рух коштів від фінансової діяльності	3395	-369467	-381024
Чистий рух грошових коштів за звітний період	3400	-73098	107986
Залишок коштів на початок року	3405	216491	108996
Вплив зміни валютних курсів на залишок коштів	3410	47167	-491
Залишок коштів на кінець року	3415	190560	216491

Примітки (1) Рядок 3095 Інші надходження у 2014 році включає в себе дохід від продажу іноземної валюти в сумі 158,975 тисяч гривень (2013 р.: 192,576 тисяч гривень) (2) Рядок 3190 Інші витрачання у 2014 році включають в себе виплати працівникам після закінчення трудової діяльності в сумі 84,839 тисяч гривень (2013 р.: 78,105 тисяч гривень) (3) Рядок 3390 Інші платежі у 2014 році в основному представлені наданням поворотної фінансової допомоги у розмірі 87,092 тисячі гривень (2013 р.: витрачаннями згідно з переуступкою боргу у розмірі 66,614 тисячі гривень).

Керівник Божко Руслан Анатолійович

Головний бухгалтер Михайська Наталя Вікторівна

Продовження додатку Б
Таблиця Б.4

Консолідована фінансова звітність підприємства

		Дата(рік, місяць, число)	КОДИ 2017 01 01
Підприємство	ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО ЗАПОРІЗЬКИЙ МЕТАЛУРГІЙНИЙ КОМБІНАТ "ЗАПОРІЖСТАЛЬ"	за ЄДРПОУ	00191230
Територія		за КОАТУУ	2310136600
Організаційно- правова форма господарювання	Акціонерне товариство	за КОПФГ	230
Вид економічної діяльності	Виробництво чавуну, сталі та феросплавів	за КВЕД	24.10
Середня кількість працівників	13998		
Одиниця виміру: тис.грн без десяткового знака			
Адреса	Південне шосе, 72, м. Запоріжжя, Заводський, Запорізька область, 69008, (061) 218-33-01		

Баланс (Звіт про фінансовий стан) на 31.12.2016 р.

Актив	Код рядка	На початок звітного періоду	На кінець звітного періоду	На дату переходу на міжнародні стандарти фінансової звітності
1	2	3	4	5
I. Необоротні активи				
Нематеріальні активи:	1000	2457	9569	0
первісна вартість	1001	2457	13487	0
накопичена амортизація	1002	0	-3918	0
Незавершені капітальні інвестиції	1005	1455736	2121178	0
Основні засоби:	1010	16210946	16054020	0
первісна вартість	1011	16210946	17750591	0
знос	1012	0	-1696571	0
Інвестиційна нерухомість:	1015	6518	6965	0
первісна вартість	1016	6518	6965	0
знос	1017	0	0	0
Довгострокові біологічні активи:	1020	0	0	0
первісна вартість	1021	0	0	0

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.4

1	2	3	4	5
накопичена амортизація	1022	0	0	0
Довгострокові фінансові інвестиції: які обліковуються за методом участі в капіталі інших підприємств	1030	0	0	0
інші фінансові інвестиції	1035	1128608	1128608	0
Довгострокова дебіторська заборгованість	1040	48	0	0
Відстрочені податкові активи	1045	0	0	0
Гудвіл	1050	0	0	0
Відстрочені аквізиційні витрати	1060	0	0	0
Залишок коштів у централізованих страхових резервних фондах	1065	0	0	0
Інші необоротні активи	1090	369	107	0
Усього за розділом I	1095	18804682	19320447	0
II. Оборотні активи				
Запаси	1100	3627615	4086059	0
Виробничі запаси	1101	1483222	1696330	0
Незавершене виробництво	1102	847818	595882	0
Готова продукція	1103	1295411	1793376	0
Товари	1104	1164	471	0
Поточні біологічні активи	1110	0	0	0
Депозити перестраховування	1115	0	0	0
Векселі одержані	1120	0	0	0
Дебіторська заборгованість за продукцію, товари, роботи, послуги	1125	5353147	6292365	0
Дебіторська заборгованість за розрахунками: за виданими авансами	1130	20066	762251	0
з бюджетом	1135	791833	524484	0
у тому числі з податку на прибуток	1136	43	0	0
з нарахованих доходів	1140	138	2462	0
із внутрішніх розрахунків	1145	0	0	0
Інша поточна дебіторська заборгованість	1155	896752	7560490	0
Поточні фінансові інвестиції	1160	0	700	0
Гроші та їх еквіваленти	1165	387424	1027854	0
Готівка	1166	14	12	0
Рахунки в банках	1167	387399	1027834	0
Витрати майбутніх періодів	1170	201580	256044	0
Частка перестраховика у страхових резервах	1180	0	0	0
у тому числі в: резервах довгострокових зобов'язань	1181	0	0	0
резервах збитків або резервах належних виплат	1182	0	0	0
Інші оборотні активи	1190	8560	647241	0
Усього за розділом II	1195	11287115	21159950	0
III. Необоротні активи, утримувані для продажу, та групи вибуття	1200	2101	2071	0
Баланс	1300	30093898	40482468	0

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.4

Пасив	Код рядка	На початок звітнього періоду	На кінець звітнього періоду	На дату переходу на міжнародні стандарти фінансової звітності
1	2	3	4	5
I. Власний капітал				
Зареєстрований (пайовий) капітал	1400	660920	660920	0
Внески до незареєстрованого статутного капіталу	1401	0	0	0
Капітал у дооцінках	1405	9800502	8787256	0
Додатковий капітал	1410	-82251	-161333	0
Емісійний дохід	1411	0	0	0
Накопичені курсові різниці	1412	0	0	0
Резервний капітал	1415	506200	506200	0
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	1420	4772435	10392611	0
Неоплачений капітал	1425	(0)	(0)	(0)
Вилучений капітал	1430	(0)	(0)	(0)
Інші резерви	1435	0	0	0
Усього за розділом I	1495	15657806	20185654	0
II. Довгострокові зобов'язання і забезпечення				
Відстрочені податкові зобов'язання	1500	1273399	914766	0
Пенсійні зобов'язання	1505	0	0	0
Довгострокові кредити банків	1510	741223	797778	0
Інші довгострокові зобов'язання	1515	43162	45053	0
Довгострокові забезпечення	1520	1054036	1254424	0
Довгострокові забезпечення витрат персоналу	1521	0	0	0
Цільове фінансування	1525	555	479	0
Благодійна допомога	1526	0	0	0
Страхові резерви, у тому числі:	1530	0	0	0
резерв довгострокових зобов'язань; (на початок звітнього періоду)	1531	0	0	0
резерв збитків або резерв належних виплат; (на початок звітнього періоду)	1532	0	0	0
резерв незароблених премій; (на початок звітнього періоду)	1533	0	0	0
інші страхові резерви; (на початок звітнього періоду)	1534	0	0	0
Інвестиційні контракти;	1535	0	0	0
Призовий фонд	1540	0	0	0
Резерв на виплату джек-поту	1545	0	0	0
Усього за розділом II	1595	3112375	3012500	0
III. Поточні зобов'язання і забезпечення				
Короткострокові кредити банків	1600	2690828	2985146	0
Векселі видані	1605	0	0	0

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.4

1	2	3	4	5
Поточна кредиторська заборгованість: за довгостроковими зобов'язаннями	1610	18589	14645	0
за товари, роботи, послуги	1615	5679226	11282625	0
за розрахунками з бюджетом	1620	472291	170520	0
за у тому числі з податку на прибуток	1621	430701	114570	0
за розрахунками зі страхування	1625	10950	10307	0
за розрахунками з оплати праці	1630	45754	48660	0
за одержаними авансами	1635	10475	21322	0
за розрахунками з учасниками	1640	13974	13974	0
із внутрішніх розрахунків	1645	0	0	0
за страховою діяльністю	1650	0	0	0
Поточні забезпечення	1660	89943	98428	0
Доходи майбутніх періодів	1665	419	394	0
Відстрочені комісійні доходи від перестраховиків	1670	0	0	0
Інші поточні зобов'язання	1690	2291268	2638293	0
Усього за розділом III	1695	11323717	17284314	0
IV. Зобов'язання, пов'язані з необоротними активами, утримуваними для продажу, та групами вибуття	1700	0	0	0
V. Чиста вартість активів недержавного пенсійного фонду	1800	0	0	0
Баланс	1900	30093898	40482468	0

Примітки (1) Визначається в порядку, встановленому центральним органом виконавчої влади, що реалізує державну політику у сфері статистики. (2) Рядки 1005, 1011 граф 3 і 4 представлені переоціненою вартістю незавершеного капітального будівництва та основних засобів відповідно. (3) Усього поточних активів слід розраховувати як суму рядків 1195 та 1200, що разом складають 21,162,021 тисячу гривень на 31 грудня 2016 р. (31 грудня 2015 р.: 11,289,216 тисяч гривень). (4) Рядок 1405 Капітал у дооцінках представлений резервом дооцінки основних засобів та незавершених капітальних інвестицій. (5) Усього зобов'язання слід розраховувати як суму рядків 1595, 1695 та 1700, що разом складають 20,296,814 тисяч гривень на 31 грудня 2016 р. (31 грудня 2015 р.: 14,436,092 тисячі гривень).

Керівник Мар'я Володимирівна Васильєва

Головний бухгалтер Наталя Вікторівна Михайська

Продовження додатку Б
Таблиця Б.5

			КОДИ
		Дата(рік, місяць, число) за ЄДРПОУ	2017 01 01
Підприємство	ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО ЗАПОРІЗЬКИЙ МЕТАЛУРГІЙНИЙ КОМБІНАТ "ЗАПОРІЖСТАЛЬ"		00191230

Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід) за 2016 рік

І. ФІНАНСОВІ РЕЗУЛЬТАТИ

Стаття	Код рядка	За звітний період	За аналогічний період попереднього року
1	2	3	4
Чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	2000	33158709	31395478
Чисті зароблені страхові премії	2010	0	0
Премії підписані, валова сума	2011	0	0
Премії, передані у перестраховання	2012	0	0
Зміна резерву незароблених премій, валова сума	2013	0	0
Зміна частки перестраховиків у резерві незароблених премій	2014	0	0
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг)	2050	(23699479)	(23582269)
Чисті понесені збитки за страховими виплатами	2070	0	0
Валовий: прибуток	2090	9459230	7813209
Валовий: збиток	2095	(0)	(0)
Дохід (витрати) від зміни у резервах довгострокових зобов'язань	2105	0	0
Дохід (витрати) від зміни інших страхових резервів	2110	0	0
Зміна інших страхових резервів, валова сума	2111	0	0
Зміна частки перестраховиків в інших страхових резервах	2112	0	0
Інші операційні доходи	2120	489298	487233
Дохід від зміни вартості активів, які оцінюються за справедливою вартістю	2121	0	0
Дохід від первісного визнання біологічних активів і сільськогосподарської продукції	2122	0	0
Дохід від використання коштів, вивільнених від оподаткування	2123	(0)	(0)

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.5

1	2	3	4
Адміністративні витрати	2130	(711508)	(524959)
Витрати на збут	2150	(1840085)	(1803534)
Інші операційні витрати	2180	(333717)	(311131)
Витрат від зміни вартості активів, які оцінюються за справедливою вартістю	2181	0	0
Витрат від первісного визнання біологічних активів і сільськогосподарської продукції	2182	0	0
Фінансовий результат від операційної діяльності: прибуток	2190	7063218	5660818
Фінансовий результат від операційної діяльності: збиток	2195	(0)	(0)
Дохід від участі в капіталі	2200	0	0
Інші фінансові доходи	2220	24563	5873
Інші доходи	2240	27393	4577
Дохід від благодійної допомоги	2241	0	0
Фінансові витрати	2250	(1365189)	(3376174)
Втрати від участі в капіталі	2255	(0)	(0)
Інші витрати	2270	(44977)	(159448)
Прибуток (збиток) від впливу інфляції на монетарні статті	2275	0	0
Фінансовий результат до оподаткування: прибуток	2290	5705008	2135646
Фінансовий результат до оподаткування: збиток	2295	(0)	(0)
Витрати (дохід) з податку на прибуток	2300	-1014925	-330678
Прибуток (збиток) від припиненої діяльності після оподаткування	2305	0	0
Чистий фінансовий результат: прибуток	2350	4690083	1804968
Чистий фінансовий результат: збиток	2355	(0)	(0)

II. СУКУПНИЙ ДОХІД

Стаття	Код рядка	За звітний період	За аналогічний період попереднього року
Дооцінка (уцінка) необоротних активів	2400	-101407	3877803
Дооцінка (уцінка) фінансових інструментів	2405	0	0
Накопичені курсові різниці	2410	0	0
Частка іншого сукупного доходу асоційованих та спільних підприємств	2415	0	0
Інший сукупний дохід	2445	-96441	-32671
Інший сукупний дохід до оподаткування	2450	-197848	3845132
Податок на прибуток, пов'язаний з іншим сукупним доходом	2455	35613	-692124
Інший сукупний дохід після оподаткування	2460	-162235	3153008
Сукупний дохід (сума рядків 2350, 2355 та 2460)	2465	4527848	4957976

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.5

ІІІ. ЕЛЕМЕНТИ ОПЕРАЦІЙНИХ ВИТРАТ

Матеріальні затрати	2500	21191564	21494591
Витрати на оплату праці	2505	1622090	1549111
Відрахування на соціальні заходи	2510	345288	478033
Амортизація	2515	1677388	1401460
Інші операційні витрати	2520	1748459	1298698
Разом	2550	26584789	26221893

ІV. РОЗРАХУНОК ПОКАЗНИКІВ ПРИБУТКОВОСТІ АКЦІЙ

Середньорічна кількість простих акцій	2600	2643681779	2643681779
Скоригована середньорічна кількість простих акцій	2605	2643681779	2643681779
Чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію	2610	0	0
Скоригований чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію	2615	0	0
Дивіденди на одну просту акцію	2650	0	0

Примітки Примітки: (1) Фінансовий результат від операційної діяльності слід розраховувати як суму рядків 2190, 2195, 2240 та 2270, що складає 7,045,634 тисячі гривень у 2016 році (2015 р.: 5,505,947 тисяч гривень). (2) Інший сукупний збиток у 2016 році включає в себе визнаний актуарний збиток в сумі 96,441 тисячу гривень (2015 р.: актуарний збиток в сумі 32,671 тисячу гривень). (3) Інший сукупний дохід за 2016 і 2015 роки представлений статтями, які ніколи не будуть перенесені до прибутку або збитку. (4) Прибуток на акцію за 2016 рік, розрахований на основі консолідованого прибутку, становить 1,94 г ривні на акцію (2015 р.: 0,79 гривні). У зв'язку з обмеженим форматом поля, дані у рядках 2610, 2615 відповідають наступним показникам: Рядок 2610, Розділу ІV, чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію за звітний період становить 1,774. Рядок 2610, Розділу ІV, чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію за аналогічний період попереднього року становить 0,683. Рядок 2615, Розділу ІV, скоригований чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію за звітний період становить 1,774. Рядок 2615, Розділу ІV, скоригований чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію за аналогічний період попереднього року становить 0,683. Інформація у рядку 2650 відсутня, оскільки дивіденди за попередній та звітний період не виплачувались.

Керівник Мар'я Володимирівна Васильєва

Головний бухгалтер Наталя Вікторівна Михайська

Продовження додатку Б
Таблиця Б.6

			КОДИ
		Дата(рік, місяць, число)	2017 01 01
Підприємство	ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО ЗАПОРІЗЬКИЙ МЕТАЛУРГІЙНИЙ КОМБІНАТ "ЗАПОРІЖСТАЛЬ"	за ЄДРПОУ	00191230

Звіт про рух грошових коштів (за прямим методом) за 2016 рік

Стаття	Код рядка	За звітний період	За аналогічний період попереднього року
1	2	3	4
I. Рух коштів у результаті операційної діяльності			
Надходження від: Реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	3000	35161603	30977516
Повернення податків і зборів	3005	2313924	3357511
у тому числі податку на додану вартість	3006	2313924	3357511
Цільового фінансування	3010	31839	37716
Надходження від отримання субсидій, дотацій	3011	0	0
Надходження авансів від покупців і замовників	3015	700224	1359314
Надходження від повернення авансів	3020	2453	11430
Надходження від відсотків за залишками коштів на поточних рахунках	3025	0	0
Надходження від боржників неустойки (штрафів, пені)	3035	3514	584
Надходження від операційної оренди	3040	0	0
Надходження від отримання роялті, авторських винагород	3045	0	0
Надходження від страхових премій	3050	0	0
Надходження фінансових установ від повернення позик	3055	0	0
Інші надходження	3095	39655	175222
Витрачання на оплату: Товарів (робіт, послуг)	3100	(18289238)	(25004708)
Праці	3105	(1320903)	(1221936)
Відрахувань на соціальні заходи	3110	(340228)	(532036)
Зобов'язань з податків і зборів	3115	(2260473)	(1161723)
Витрачання на оплату зобов'язань з податку на прибуток	3116	(1654033)	(742929)

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.6

1	2	3	4
Витрачання на оплату зобов'язань з податку на додану вартість	3117	(0)	(0)
Витрачання на оплату зобов'язань з інших податків і зборів	3118	(606440)	(418794)
Витрачання на оплату авансів	3135	(6101536)	(4888641)
Витрачання на оплату повернення авансів	3140	(1337)	(14013)
Витрачання на оплату цільових внесків	3145	(0)	(0)
Витрачання на оплату зобов'язань за страховими контрактами	3150	(0)	(0)
Витрачання фінансових установ на надання позик	3155	(0)	(0)
Інші витрачання	3190	(252726)	(345456)
Чистий рух коштів від операційної діяльності	3195	9686771	2750780
II. Рух коштів у результаті інвестиційної діяльності			
Надходження від реалізації: фінансових інвестицій	3200	5356	73504
необоротних активів	3205	9221	15350
Надходження від отриманих: відсотків	3215	0	0
дивідендів	3220	4971	0
Надходження від деривативів	3225	0	0
Надходження від погашення позик	3230	0	0
Надходження від вибуття дочірнього підприємства та іншої господарської одиниці	3235	0	0
Інші надходження	3250	0	0
Витрачання на придбання: фінансових інвестицій	3255	(32183)	(185923)
необоротних активів	3260	(1909187)	(977735)
Виплати за деривативами	3270	(0)	(0)
Витрачання на надання позик	3275	(0)	(0)
Витрачання на придбання дочірнього підприємства та іншої господарської одиниці	3280	(0)	(0)
Інші платежі	3290	(6701645)	(879063)
Чистий рух коштів від інвестиційної діяльності	3295	-8623467	-1953867
III. Рух коштів у результаті фінансової діяльності			
Надходження від: Власного капіталу	3300	0	0
Отримання позик	3305	0	257923
Надходження від продажу частки в дочірньому підприємстві	3310	0	0
Інші надходження	3340	77140	26010
Витрачання на: Викип власних акцій	3345	(0)	(0)

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.6

1	2	3	4
Погашення позик	3350	0	224491
Сплату дивідендів	3355	(0)	(0)
Витрачання на сплату відсотків	3360	(488671)	(351302)
Витрачання на сплату заборгованості з фінансової оренди	3365	(0)	(0)
Витрачання на придбання частки в дочірньому підприємстві	3370	(0)	(0)
Витрачання на виплати неконтрольованим часткам у дочірніх підприємствах	3375	(0)	(0)
Інші платежі	3390	(17372)	(295090)
Чистий рух коштів від фінансової діяльності	3395	-428903	-586950
Чистий рух грошових коштів за звітний період	3400	634401	209963
Залишок коштів на початок року	3405	387424	190560
Вплив зміни валютних курсів на залишок коштів	3410	6029	-13099
Залишок коштів на кінець року	3415	1027854	387424

Примітки Примітки: (1) Рядок 3095 Інші надходження у 2016 році включає в себе дохід від продажу іноземної валюти в сумі 30,462 тисячі гривень (2015 р.: 167,623 тисячі гривень) (2) Рядок 3190 Інші витрачання у 2016 році включає в себе виплати працівникам після закінчення трудової діяльності в сумі 93,282 тисячі гривень (2015 р.: 72,912 тисяч гривень) (3) Рядок 3290 Інші платежі у 2016 році та 2015 році представлений наданням поворотної фінансової допомоги. (4) Рядок 3390 Інші платежі у 2016 році в основному представлений погашенням гарантійного зобов'язання перед третьою стороною в сумі нуль гривень (2015р.: 257,797 тисяч гривень).

Керівник Мар'я Володимирівна Васильєва

Головний бухгалтер Наталя Вікторівна Михайська

Продовження додатку Б
Таблиця Б.7

Консолідована річна фінансова звітність емітента

Підприємство	ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "МОТОР СІЧ"	за ЄДРПОУ	14307794
Територія		за КОАТУУ	2310137500
Організаційно-правова форма господарювання	Акціонерне товариство	за КОПФГ	230
Вид економічної діяльності	Виробництво повітряних і космічних літальних апаратів, супутнього устаткування	за КВЕД	30.30
Середня кількість працівників	27320		
Одиниця виміру: тис.грн без десяткового знака			
Адреса	пр. Моторобудівників, 15, м.Запоріжжя, Шевченківський, Запорізька область, 69068, Україна, 0617204211		

Консолідований баланс (Звіт про фінансовий стан) на 01.01.2017 р.

Актив	Код рядка	На початок звітнього періоду	На кінець звітнього періоду	На дату переходу на міжнародні стандарти фінансової звітності
1	2	3	4	5
I. Необоротні активи				
Нематеріальні активи:	1000	1884	5366	0
первісна вартість	1001	2770	7583	0
накопичена амортизація	1002	886	2217	0
Незавершені капітальні інвестиції	1005	0	0	0
Основні засоби:	1010	5733581	6443786	0
первісна вартість	1011	8686955	10314752	0
знос	1012	2953374	3870966	0
Інвестиційна нерухомість:	1015	28457	26824	0
первісна вартість	1016	35011	35061	0
знос	1017	6554	8237	0
Довгострокові біологічні активи:	1020	0	0	0
первісна вартість	1021	0	0	0
накопичена амортизація	1022	0	0	0
Довгострокові фінансові інвестиції: які обліковуються за методом участі в капіталі інших підприємств	1030	58603	27082	0
інші фінансові інвестиції	1035	29824	1545	0

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.7

1	2	3	4	5
Довгострокова дебіторська заборгованість	1040	0	0	0
Відстрочені податкові активи	1045	0	120717	0
Гудвіл	1050	0	0	0
Гудвіл при консолідації	1055	0	0	0
Відстрочені аквізиційні витрати	1060	0	0	0
Залишок коштів у централізованих страхових резервних фондах	1065	0	0	0
Інші необоротні активи	1090	92439	205369	0
Усього за розділом I	1095	5944788	6830689	0
II. Оборотні активи				
Запаси	1100	10500001	13192781	0
Виробничі запаси	1101	3365997	3816055	0
Незавершене виробництво	1102	6563541	8401944	0
Готова продукція	1103	552776	958682	0
Товари	1104	17687	16100	0
Поточні біологічні активи	1110	138	165	0
Депозити перестраховання	1115	0	0	0
Векселі одержані	1120	0	0	0
Дебіторська заборгованість за продукцію, товари, роботи, послуги	1125	915209	1125428	0
Дебіторська заборгованість за розрахунками: за виданими авансами	1130	871230	581123	0
з бюджетом	1135	281971	49041	0
у тому числі з податку на прибуток	1136	3370	47	0
з нарахованих доходів	1140	383	375	0
із внутрішніх розрахунків	1145	0	0	0
Інша поточна дебіторська заборгованість	1155	154770	322801	0
Поточні фінансові інвестиції	1160	635516	559935	0
Гроші та їх еквіваленти	1165	1273420	2352855	0
Готівка	1166	804	1672	0
Рахунки в банках	1167	1149135	2349829	0
Витрати майбутніх періодів	1170	0	0	0
Частка перестраховика у страхових резервах	1180	0	0	0
у тому числі в: резервах довгострокових зобов'язань	1181	0	0	0
резервах збитків або резервах належних виплат	1182	0	0	0
резервах незароблених премій	1183	0	0	0
інших страхових резервах	1184	0	0	0
Інші оборотні активи	1190	40183	110351	0
Усього за розділом II	1195	14672821	18294855	0
III. Необоротні активи, утримувані для продажу, та групи вибуття				
Баланс	1300	20629148	25125654	0

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.7

Пасив	Код рядка	На початок звітного періоду	На кінець звітного періоду	На дату переходу на міжнародні стандарти фінансової звітності
1	2	3	4	5
I. Власний капітал				
Зареєстрований (пайовий) капітал	1400	280529	280529	0
Внески до незареєстрованого статутного капіталу	1401	0	0	0
Капітал у дооцінках	1405	7112	122128	0
Додатковий капітал	1410	451774	491729	0
Емісійний дохід	1411	416087	417258	0
Накопичені курсові різниці	1412	35562	74358	0
Резервний капітал	1415	71184	71251	0
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	1420	13397346	15369225	0
Неоплачений капітал	1425	(0)	(0)	(0)
Вилучений капітал	1430	(177)	(2852)	(0)
Інші резерви	1435	0	0	0
Неконтрольована частка	1490	-85587	-79694	0
Усього за розділом I	1495	14122181	16252316	0
II. Довгострокові зобов'язання і забезпечення				
Відстрочені податкові зобов'язання	1500	5446	18476	0
Пенсійні зобов'язання	1505	62118	76913	0
Довгострокові кредити банків	1510	17878	359177	0
Інші довгострокові зобов'язання	1515	29097	1734821	0
Довгострокові забезпечення	1520	72352	71923	0
Довгострокові забезпечення витрат персоналу	1521	0	0	0
Цільове фінансування	1525	1056084	914902	0
Благодійна допомога	1526	0	0	0
Страхові резерви, у тому числі:	1530	0	0	0
резерв довгострокових зобов'язань; (на початок звітного періоду)	1531	0	0	0
резерв збитків або резерв належних виплат; (на початок звітного періоду)	1532	0	0	0
резерв незароблених премій; (на початок звітного періоду)	1533	0	0	0
інші страхові резерви; (на початок звітного періоду)	1534	0	0	0
Інвестиційні контракти;	1535	0	0	0
Призовий фонд	1540	0	0	0
Резерв на виплату джек-поту	1545	0	0	0
Усього за розділом II	1595	1242975	3176212	0

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.7

1	2	3	4	5
III. Поточні зобов'язання і забезпечення				
Короткострокові кредити банків	1600	601461	874166	0
Векселі видані	1605	103	103	0
Поточна кредиторська заборгованість: за довгостроковими зобов'язаннями	1610	40329	19323	0
за товари, роботи, послуги	1615	566308	632068	0
за розрахунками з бюджетом	1620	1299669	186335	0
за у тому числі з податку на прибуток	1621	1277816	158878	0
за розрахунками зі страхування	1625	34440	33017	0
за розрахунками з оплати праці	1630	89337	93344	0
за одержаними авансами	1635	2518833	2752056	0
за розрахунками з учасниками	1640	19968	55356	0
із внутрішніх розрахунків	1645	0	0	0
за страховою діяльністю	1650	0	0	0
Поточні забезпечення	1660	60369	59284	0
Доходи майбутніх періодів	1665	1168	971486	0
Відстрочені комісійні доходи від перестраховиків	1670	0	0	0
Інші поточні зобов'язання	1690	32007	20588	0
Усього за розділом III	1695	5263992	5697126	0
IV. Зобов'язання, пов'язані з необоротними активами, утримуваними для продажу, та групами вибуття	1700	0	0	0
V. Чиста вартість активів недержавного пенсійного фонду	1800	0	0	0
Баланс	1900	20629148	25125654	0

Примітки Див. "Примітки до фінансової звітності, складеної відповідно до міжнародних стандартів фінансової звітності"

Керівник С.А.Войтенко

Головний бухгалтер А.О.Тиханський

Продовження додатку Б
Таблиця Б.8

**Консолідований звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід)
за 12 місяців 2016 р.**

I. ФІНАНСОВІ РЕЗУЛЬТАТИ

Стаття	Код рядка	За звітний період	За аналогічний період попереднього року
1	2	3	4
Чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	2000	10546207	13824039
Чисті зароблені страхові премії	2010	0	0
Премії підписані, валова сума	2011	0	0
Премії, передані у перестраховування	2012	0	0
Зміна резерву незароблених премій, валова сума	2013	0	0
Зміна частки перестраховиків у резерві незароблених премій	2014	0	0
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг)	2050	(4217243)	(4933107)
Чисті понесені збитки за страховими виплатами	2070	0	0
Валовий: прибуток	2090	6328964	8890932
Валовий: збиток	2095	(0)	(0)
Дохід (витрати) від зміни у резервах довгострокових зобов'язань	2105	0	0
Дохід (витрати) від зміни інших страхових резервів	2110	0	0
Зміна інших страхових резервів, валова сума	2111	0	0
Зміна частки перестраховиків в інших страхових резервах	2112	0	0
Інші операційні доходи	2120	9991300	10562058
Дохід від зміни вартості активів, які оцінюються за справедливою вартістю	2121	0	0
Дохід від первісного визнання біологічних активів і сільськогосподарської продукції	2122	0	0
Дохід від використання коштів, вивільнених від оподаткування	2130	(0)	(0)
Адміністративні витрати	2130	(1041515)	(997124)
Витрати на збут	2150	(779587)	(804272)
Інші операційні витрати	2180	(11027717)	(11802464)
Витрат від зміни вартості активів, які оцінюються за справедливою вартістю	2181	0	0
Витрат від первісного визнання біологічних активів і сільськогосподарської продукції	2182	0	0

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.8

1	2	3	4
Фінансовий результат від операційної діяльності: прибуток	2190	3471445	5849130
Фінансовий результат від операційної діяльності: збиток	2195	(0)	(0)
Дохід від участі в капіталі	2200	9187	14184
Інші фінансові доходи	2220	21501	55118
Інші доходи	2240	255137	339035
Дохід від благодійної допомоги	2241	0	0
Фінансові витрати	2250	(190164)	(100003)
Втрати від участі в капіталі	2255	(1)	(9486)
Інші витрати	2270	(893075)	(1634929)
Прибуток (збиток) від впливу інфляції на монетарні статті	2275	0	0
Фінансовий результат до оподаткування: прибуток	2290	2674030	4513049
Фінансовий результат до оподаткування: збиток	2295	(0)	(0)
Витрати (дохід) з податку на прибуток	2300	-709587	-1183399
Прибуток (збиток) від припиненої діяльності після оподаткування	2305	0	0
Чистий фінансовий результат: прибуток	2350	1964443	3329650
Чистий фінансовий результат: збиток	2355	(0)	(0)

II. СУКУПНИЙ ДОХІД

Стаття	Код рядка	За звітний період	За аналогічний період попереднього року
Дооцінка (уцінка) необоротних активів	2400	193281	0
Дооцінка (уцінка) фінансових інструментів	2405	0	0
Накопичені курсові різниці	2410	49676	-11823
Частка іншого сукупного доходу асоційованих та спільних підприємств	2415	0	-5
Інший сукупний дохід	2445	-13375	108175
Інший сукупний дохід до оподаткування	2450	229582	96347
Податок на прибуток, пов'язаний з іншим сукупним доходом	2455	0	0
Інший сукупний дохід після оподаткування	2460	229582	96347
Сукупний дохід (сума рядків 2350, 2355 та 2460)	2465	2194025	3425997
Чистий прибуток (збиток), що належить: власникам материнської компанії	2470	2047640	3408073
неконтрольованій частці	2475	-83197	-78423
Сукупний дохід, що належить: власникам материнської компанії	2480	2188052	3500473
неконтрольованій частці	2485	5973	-74476

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.8

III. ЕЛЕМЕНТИ ОПЕРАЦІЙНИХ ВИТРАТ

Матеріальні затрати	2500	5224356	5738689
Витрати на оплату праці	2505	1835971	1793253
Відрахування на соціальні заходи	2510	390650	514503
Амортизація	2515	757681	700643
Інші операційні витрати	2520	2359416	13534351
Разом	2550	10568074	22281439

IV. РОЗРАХУНОК ПОКАЗНИКІВ ПРИБУТКОВОСТІ АКЦІЙ

Середньорічна кількість простих акцій	2600	2077990	2077990
Скоригована середньорічна кількість простих акцій	2605	2077990	2077990
Чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію	2610	945,35	1602,34
Скоригований чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію	2615	945,35	1602,34
Дивіденди на одну просту акцію	2650	30	30

Примітки Див. "Примітки до фінансової звітності, складеної відповідно до міжнародних стандартів фінансової звітності"

Керівник С.А. Войтенко

Головний бухгалтер А.О. Тиханський

Продовження додатку Б
Таблиця Б.9

			КОДИ
		Дата(рік, місяць, число)	2017 01 01
Підприємство	ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "МОТОР СІЧ"	за ЄДРПОУ	14307794

**Консолідований звіт про рух грошових коштів (за прямим методом)
за 12 місяців 2016 р.**

Стаття	Код рядка	За звітний період	За аналогічний період попереднього року
1	2	3	4
I. Рух коштів у результаті операційної діяльності			
Надходження від: реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	3000	4528702	4216872
Повернення податків і зборів	3005	1045827	1077651
у тому числі податку на додану вартість	3006	1045485	1073443
Цільового фінансування	3010	29616	28136
Надходження від отримання субсидій, дотацій	3011	122	260
Надходження авансів від покупців і замовників	3015	6422802	9917583
Надходження від повернення авансів	3020	45113	74021
Надходження від відсотків за залишками коштів на поточних рахунках	3025	116225	46033
Надходження від боржників неустойки (штрафів, пені)	3035	255	3
Надходження від операційної оренди	3040	8321	8882
Надходження від отримання роялті, авторських винагород	3045	0	0
Надходження від страхових премій	3050	0	0
Надходження фінансових установ від повернення позик	3055	576753	0
Інші надходження	3095	0	254804
Витрачання на оплату: Товарів (робіт, послуг)	3100	(1657770)	(1636083)
Праці	3105	(1479158)	(1447083)
Відрахувань на соціальні заходи	3110	(437374)	(612835)
Зобов'язань з податків і зборів	3115	(2528476)	(519308)
Витрачання на оплату зобов'язань з податку на прибуток	3116	(1972907)	(216185)

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.9

1	2	3	4
Витрачання на оплату зобов'язань з податку на додану вартість	3117	(5204)	(8650)
Витрачання на оплату зобов'язань з інших податків і зборів	3118	(550365)	(294473)
Витрачання на оплату авансів	3135	(6472213)	(8088356)
Витрачання на оплату повернення авансів	3140	(57746)	(106386)
Витрачання на оплату цільових внесків	3145	(26373)	(26483)
Витрачання на оплату зобов'язань за страховими контрактами	3150	(0)	(0)
Витрачання фінансових установ на надання позик	3155	(0)	(0)
Інші витрачання	3190	(1023219)	(1125141)
Чистий рух коштів від операційної діяльності	3195	-908715	2062310
II. Рух коштів у результаті інвестиційної діяльності			
Надходження від реалізації: фінансових інвестицій	3200	28169	5955
необоротних активів	3205	3019	1816
Надходження від отриманих: відсотків	3215	14291	49915
дивідендів	3220	275	0
Надходження від деривативів	3225	0	0
Надходження від погашення позик	3230	1409	5089
Надходження від вибуття дочірнього підприємства та іншої господарської одиниці	3235	0	13213
Інші надходження	3250	43801	9028
Витрачання на придбання: фінансових інвестицій	3255	(501511)	(1032592)
необоротних активів	3260	(652497)	(485693)
Виплати за деривативами	3270	(0)	(0)
Витрачання на надання позик	3275	(1969)	(11866)
Витрачання на придбання дочірнього підприємства та іншої господарської одиниці	3280	(0)	(0)
Інші платежі	3290	(15)	(27882)
Чистий рух коштів від інвестиційної діяльності	3295	-1065028	-1473017
III. Рух коштів у результаті фінансової діяльності			
Надходження від: Власного капіталу	3300	9285	32023
Отримання позик	3305	3582570	327263
Надходження від продажу частки в дочірньому підприємстві	3310	0	0
Інші надходження	3340	3196	6471
Витрачання на: Викуп власних акцій	3345	(10789)	(10218)
Погашення позик	3350	470334	483766
Сплату дивідендів	3355	(25491)	(72744)
Витрачання на сплату відсотків	3360	(108751)	(90098)
Витрачання на сплату заборгованості з фінансової оренди	3365	(0)	(0)

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.9

1	2	3	4
Витрачання на придбання частки в дочірньому підприємстві	3370	(0)	(0)
Витрачання на виплати неконтрольованим часткам у дочірніх підприємствах	3375	(0)	(0)
Інші платежі	3390	(5196)	(12591)
Чистий рух коштів від фінансової діяльності	3395	2974490	-303660
Чистий рух грошових коштів за звітний період	3400	1000747	285633
Залишок коштів на початок року	3405	1273420	950503
Вплив зміни валютних курсів на залишок коштів	3410	78688	37284
Залишок коштів на кінець року	3415	2352855	1273420

Примітки Див. "Примітки до фінансової звітності, складеної відповідно до міжнародних стандартів фінансової звітності"

Керівник С.А. Войтенко

Головний бухгалтер А.О. Тиханський

Продовження додатку Б
Таблиця Б.10

Річна фінансова звітність емітента

		Дата(рік, місяць, число)	КОДИ 2017 01 01
Підприємство	ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО “ЗАПОРІЗЬКИЙ АВТОМОБІЛЕБУДІВНИЙ ЗАВОД”	за ЄДРПОУ	25480917
Територія		за КОАТУУ	2310136700
Організаційно- правова форма господарювання	Акціонерне товариство	за КОПФГ	230
Вид економічної діяльності	Виробництво автотранспортних засобів	за КВЕД	29.10
Середня кількість працівників	2020		
Одиниця виміру: тис.грн без десяткового знака			
Адреса	проспект Соборний, буд.8, м.Запоріжжя, Комунарський, Запорізька область, 69600, Україна, 061		

Баланс (Звіт про фінансовий стан) на 31.12.2016 р.

Актив	Код рядка	На початок звітного періоду	На кінець звітного періоду	На дату переходу на міжнародні стандарти фінансової звітності
1	2	3	4	5
I. Необоротні активи				
Нематеріальні активи:	1000	17166	14993	0
первісна вартість	1001	37701	37604	0
накопичена амортизація	1002	20535	22611	0
Незавершені капітальні інвестиції	1005	16131	10904	0
Основні засоби:	1010	762610	756016	0
первісна вартість	1011	2281962	2244409	0
знос	1012	1519352	1488393	0
Інвестиційна нерухомість:	1015	3596	2323	0
первісна вартість	1016	9342	6542	0
знос	1017	5746	4219	0
Довгострокові біологічні активи:	1020	0	0	0
первісна вартість	1021	0	0	0
накопичена амортизація	1022	0	0	0

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.10

1	2	3	4	5
Довгострокові фінансові інвестиції: які обліковуються за методом участі в капіталі інших підприємств	1030	0	0	0
інші фінансові інвестиції	1035	16994	16994	0
Довгострокова дебіторська заборгованість	1040	0	0	0
Відстрочені податкові активи	1045	0	0	0
Гудвіл	1050	0	0	0
Відстрочені аквізиційні витрати	1060	0	0	0
Залишок коштів у централізованих страхових резервних фондах	1065	0	0	0
Інші необоротні активи	1090	0	0	0
Усього за розділом I	1095	816497	801230	0
II. Оборотні активи				
Запаси	1100	358140	157702	0
Виробничі запаси	1101	82441	98153	0
Незавершене виробництво	1102	25441	46296	0
Готова продукція	1103	247511	9754	0
Товари	1104	2747	3499	0
Поточні біологічні активи	1110	0	0	0
Депозити перестраховання	1115	0	0	0
Векселі одержані	1120	0	0	0
Дебіторська заборгованість за продукцію, товари, роботи, послуги	1125	271938	13223	0
Дебіторська заборгованість за розрахунками: за виданими авансами	1130	4043	3751	0
з бюджетом	1135	110288	98185	0
у тому числі з податку на прибуток	1136	86634	83354	0
з нарахованих доходів	1140	0	0	0
із внутрішніх розрахунків	1145	0	0	0
Інша поточна дебіторська заборгованість	1155	23253	28666	0
Поточні фінансові інвестиції	1160	0	0	0
Гроші та їх еквіваленти	1165	6985	8731	0
Готівка	1166	24	24	0
Рахунки в банках	1167	6961	8707	0
Витрати майбутніх періодів	1170	412	203	0
Частка перестраховика у страхових резервах	1180	0	0	0
у тому числі в:	1181	0	0	0
резервах довгострокових зобов'язань				
резервах збитків або резервах належних виплат	1182	0	0	0
резервах незароблених премій	1183	0	0	0
інших страхових резервах	1184	0	0	0
Інші оборотні активи	1190	40	6	0
Усього за розділом II	1195	775099	310467	0
III. Необоротні активи, утримувані для продажу, та групи вибуття	1200	206	79	0
Баланс	1300	1591802	1111776	0

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.10

Пасив	Код рядка	На початок звітного періоду	На кінець звітного періоду	На дату переходу на міжнародні стандарти фінансової звітності
1	2	3	4	5
I. Власний капітал				
Зареєстрований (пайовий) капітал	1400	605970	605970	0
Внески до незареєстрованого статутного капіталу	1401	0	0	0
Капітал у дооцінках	1405	0	0	0
Додатковий капітал	1410	418463	418463	0
Емісійний дохід	1411	0	0	0
Накопичені курсові різниці	1412	0	0	0
Резервний капітал	1415	0	0	0
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	1420	-3425611	-4028420	0
Неоплачений капітал	1425	(0)	(0)	(0)
Вилучений капітал	1430	(0)	(0)	(0)
Інші резерви	1435	0	0	0
Усього за розділом I	1495	-2401178	-3003987	0
II. Довгострокові зобов'язання і забезпечення				
Відстрочені податкові зобов'язання	1500	0	0	0
Пенсійні зобов'язання	1505	0	0	0
Довгострокові кредити банків	1510	1995272	2403152	0
Інші довгострокові зобов'язання	1515	84025	84025	0
Довгострокові забезпечення	1520	43762	43712	0
Довгострокові забезпечення витрат персоналу	1521	43762	43712	0
Цільове фінансування	1525	0	0	0
Благодійна допомога	1526	0	0	0
Страхові резерви, у тому числі:	1530	0	0	0
резерв довгострокових зобов'язань; (на початок звітного періоду)	1531	0	0	0
резерв збитків або резерв належних виплат; (на початок звітного періоду)	1532	0	0	0
резерв незароблених премій; (на початок звітного періоду)	1533	0	0	0
інші страхові резерви; (на початок звітного періоду)	1534	0	0	0
Інвестиційні контракти;	1535	0	0	0
Призовий фонд	1540	0	0	0
Резерв на виплату джек-поту	1545	0	0	0
Усього за розділом II	1595	2123059	2530889	0
III. Поточні зобов'язання і забезпечення				
Короткострокові кредити банків	1600	919466	697446	0
Векселі видані	1605	0	0	0

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.10

1	2	3	4	5
Поточна кредиторська заборгованість: за довгостроковими зобов'язаннями	1610	0	0	0
за товари, роботи, послуги	1615	11910	12933	0
за розрахунками з бюджетом	1620	4145	3815	0
за у тому числі з податку на прибуток	1621	0	0	0
за розрахунками зі страхування	1625	428	1180	0
за розрахунками з оплати праці	1630	5028	4627	0
за одержаними авансами	1635	238632	3463	0
за розрахунками з учасниками	1640	0	0	0
із внутрішніх розрахунків	1645	0	0	0
за страховою діяльністю	1650	0	0	0
Поточні забезпечення	1660	12878	10327	0
Доходи майбутніх періодів	1665	0	0	0
Відстрочені комісійні доходи від перестраховиків	1670	0	0	0
Інші поточні зобов'язання	1690	677434	851083	0
Усього за розділом III	1695	1869921	1584874	0
IV. Зобов'язання, пов'язані з необоротними активами, утримуваними для продажу, та групами вибуття	1700	0	0	0
V. Чиста вартість активів недержавного пенсійного фонду	1800	0	0	0
Баланс	1900	1591802	1111776	0

Примітки Датою річної фінансової звітності Товариства за 2016 рік є кінець дня 31 грудня 2016 року.

Керівник Н.Ю.Дубініна

Головний бухгалтер Ю.О.Чепеленко

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.11

		Дата(рік, місяць, число)	КОДИ 2017 01 01
Підприємство	ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО “ЗАПОРІЗЬКИЙ АВТОМОБІЛЕБУДІВНИЙ ЗАВОД”	за ЄДРПОУ	25480917

Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід) за 2016 рік

I. ФІНАНСОВІ РЕЗУЛЬТАТИ

Стаття	Код рядка	За звітний період	За аналогічний період попереднього року
1	2	3	4
Чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	2000	510965	647247
Чисті зароблені страхові премії	2010	0	0
Премії підписані, валова сума	2011	0	0
Премії, передані у перестраховання	2012	0	0
Зміна резерву незароблених премій, валова сума	2013	0	0
Зміна частки перестраховиків у резерві незароблених премій	2014	0	0
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг)	2050	(441560)	(439725)
Чисті понесені збитки за страховими виплатами	2070	0	0
Валовий: прибуток	2090	69405	207522
Валовий: збиток	2095	(0)	(0)
Дохід (витрати) від зміни у резервах довгострокових зобов'язань	2105	0	0
Дохід (витрати) від зміни інших страхових резервів	2110	0	0
Зміна інших страхових резервів, валова сума	2111	0	0
Зміна частки перестраховиків в інших страхових резервах	2112	0	0
Інші операційні доходи	2120	96211	72525
Дохід від зміни вартості активів, які оцінюються за справедливою вартістю	2121	0	0
Дохід від первісного визнання біологічних активів і сільськогосподарської продукції	2122	0	0
Дохід від використання коштів, вивільнених від оподаткування	2130	(0)	(0)

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.11

1	2	3	4
Адміністративні витрати	2130	(41138)	(67996)
Витрати на збут	2150	(22122)	(39328)
Інші операційні витрати	2180	(131998)	(242113)
Витрат від зміни вартості активів, які оцінюються за справедливою вартістю	2181	0	0
Витрат від первісного визнання біологічних активів і сільськогосподарської продукції	2182	0	0
Фінансовий результат від операційної діяльності: прибуток	2190	0	0
Фінансовий результат від операційної діяльності: збиток	2195	(29642)	(69390)
Дохід від участі в капіталі	2200	0	0
Інші фінансові доходи	2220	0	0
Інші доходи	2240	4507	8650
Дохід від благодійної допомоги	2241	0	0
Фінансові витрати	2250	(362848)	(237514)
Втрати від участі в капіталі	2255	(0)	(0)
Інші витрати	2270	(214826)	(897322)
Прибуток (збиток) від впливу інфляції на монетарні статті	2275	0	0
Фінансовий результат до оподаткування: прибуток	2290	0	0
Фінансовий результат до оподаткування: збиток	2295	(602809)	(1195576)
Витрати (дохід) з податку на прибуток	2300	0	0
Прибуток (збиток) від припиненої діяльності після оподаткування	2305	0	0
Чистий фінансовий результат: прибуток	2350	0	0
Чистий фінансовий результат: збиток	2355	(602809)	(1195576)

II. СУКУПНИЙ ДОХІД

Стаття	Код рядка	За звітний період	За аналогічний період попереднього року
Дооцінка (уцінка) необоротних активів	2400	0	0
Дооцінка (уцінка) фінансових інструментів	2405	0	0
Накопичені курсові різниці	2410	0	0
Частка іншого сукупного доходу асоційованих та спільних підприємств	2415	0	0
Інший сукупний дохід	2445	0	0
Інший сукупний дохід до оподаткування	2450	0	0
Податок на прибуток, пов'язаний з іншим сукупним доходом	2455	0	0
Інший сукупний дохід після оподаткування	2460	0	0
Сукупний дохід (сума рядків 2350, 2355 та 2460)	2465	-602809	-1195576

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.11

III. ЕЛЕМЕНТИ ОПЕРАЦІЙНИХ ВИТРАТ

Матеріальні затрати	2500	245354	633965
Витрати на оплату праці	2505	102938	111639
Відрахування на соціальні заходи	2510	22073	28774
Амортизація	2515	21185	17415
Інші операційні витрати	2520	108598	429625
Разом	2550	500148	1221418

IV. РОЗРАХУНОК ПОКАЗНИКІВ ПРИБУТКОВОСТІ АКЦІЙ

Середньорічна кількість простих акцій	2600	0	0
Скоригована середньорічна кількість простих акцій	2605	0	0
Чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію	2610	0	0
Скоригований чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію	2615	0	0
Дивіденди на одну просту акцію	2650	0	0

Примітки д/н

Керівник Н.Ю.Дубініна

Головний бухгалтер Ю.О.Чепеленко

Продовження додатку Б
Таблиця Б.12

			КОДИ
		Дата(рік, місяць, число)	2017 01 01
Підприємство	ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО “ЗАПОРІЗЬКИЙ АВТОМОБІЛЕБУДІВНИЙ ЗАВОД”		(найменування)

Звіт про рух грошових коштів (за прямим методом) за 2016 рік

Стаття	Код рядка	За звітний період	За аналогічний період попереднього року
1	2	3	4
I. Рух коштів у результаті операційної діяльності			
Надходження від: реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	3000	919208	768152
Повернення податків і зборів	3005	664	0
у тому числі податку на додану вартість	3006	290	0
Цільового фінансування	3010	1111	770
Надходження від отримання субсидій, дотацій	3011	0	0
Надходження авансів від покупців і замовників	3015	25637	172027
Надходження від повернення авансів	3020	1757	82211
Надходження від відсотків за залишками коштів на поточних рахунках	3025	1225	2216
Надходження від боржників неустойки (штрафів, пені)	3035	115	892
Надходження від операційної оренди	3040	3664	12543
Надходження від отримання роялті, авторських винагород	3045	0	0
Надходження від страхових премій	3050	0	0
Надходження фінансових установ від повернення позик	3055	0	0
Інші надходження	3095	17463	61480
Витрачання на оплату: Товарів (робіт, послуг)	3100	(188371)	(1058215)
Праці	3105	(83980)	(87662)
Відрахувань на соціальні заходи	3110	(21909)	(35258)
Зобов'язань з податків і зборів	3115	(58962)	(41634)
Витрачання на оплату зобов'язань з податку на прибуток	3116	(0)	(0)
Витрачання на оплату зобов'язань з податку на додану вартість	3117	(1935)	(159)

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.12

1	2	3	4
Витрачання на оплату зобов'язань з інших податків і зборів	3118	(57027)	(41475)
Витрачання на оплату авансів	3135	(394180)	(101501)
Витрачання на оплату повернення авансів	3140	(939)	(163176)
Витрачання на оплату цільових внесків	3145	(2)	(92)
Витрачання на оплату зобов'язань за страховими контрактами	3150	(0)	(0)
Витрачання фінансових установ на надання позик	3155	(0)	(0)
Інші витрачання	3190	(61060)	(132232)
Чистий рух коштів від операційної діяльності	3195	161441	-519479
II. Рух коштів у результаті інвестиційної діяльності			
Надходження від реалізації: фінансових інвестицій	3200	0	8742
необоротних активів	3205	3556	5357
Надходження від отриманих: відсотків	3215	0	9907
дивідендів	3220	0	0
Надходження від деривативів	3225	0	0
Надходження від погашення позик	3230	0	0
Надходження від вибуття дочірнього підприємства та іншої господарської одиниці	3235	0	0
Інші надходження	3250	0	0
Витрачання на придбання: фінансових інвестицій	3255	(0)	(0)
необоротних активів	3260	(2338)	(466)
Виплати за деривативами	3270	(0)	(0)
Витрачання на надання позик	3275	(0)	(0)
Витрачання на придбання дочірнього підприємства та іншої господарської одиниці	3280	(0)	(0)
Інші платежі	3290	(0)	(654)
Чистий рух коштів від інвестиційної діяльності	3295	1218	22886
III. Рух коштів у результаті фінансової діяльності			
Надходження від: Власного капіталу	3300	0	0
Отримання позик	3305	0	0
Надходження від продажу частки в дочірньому підприємстві	3310	0	0
Інші надходження	3340	0	381900
Витрачання на: Викип власних акцій	3345	(0)	(0)
Погашення позик	3350	0	43292
Сплату дивідендів	3355	(0)	(0)
Витрачання на сплату відсотків	3360	(0)	(0)
Витрачання на сплату заборгованості з фінансової оренди	3365	(0)	(0)
Витрачання на придбання частки в дочірньому підприємстві	3370	(0)	(0)

Продовження табл. Б.12

1	2	3	4
Витрачання на виплати неконтрольованим часткам у дочірніх підприємствах	3375	(0)	(0)
Інші платежі	3390	(161358)	(1276)
Чистий рух коштів від фінансової діяльності	3395	-161358	337332
Чистий рух грошових коштів за звітний період	3400	1301	-159261
Залишок коштів на початок року	3405	6985	161547
Вплив зміни валютних курсів на залишок коштів	3410	445	4699
Залишок коштів на кінець року	3415	8731	6985

Примітки д/н

Керівник Н.Ю.Дубініна

Головний
бухгалтер Ю.О.Чепеленко

Річна фінансова звітність емітента

			КОДИ
		Дата(рік, місяць, число)	2018 01 01
Підприємство	Приватне акціонерне товариство "Запоріжтрансформатор"	за ЄДРПОУ	00213428
Територія		за КОАТУУ	2310136900
Організаційно- правова форма господарювання	Акціонерне товариство	за КОПФГ	230
Вид економічної діяльності	Виробництво електродвигунів, генераторів і трансформаторів	за КВЕД	27.11
Середня кількість працівників	2498		
Одиниця виміру: тис.грн без десяткового знака			
Адреса	69600, м. Запоріжжя, Дніпровське шосе, 3		

Баланс (Звіт про фінансовий стан) на 31.12.2017 р.

Актив	Код рядка	На початок звітного періоду	На кінець звітного періоду	На дату переходу на міжнародні стандарти фінансової звітності
1	2	3	4	5
I. Необоротні активи				
Нематеріальні активи:	1000	4400	5047	0
первісна вартість	1001	14983	16274	0
накопичена амортизація	1002	-10583	-11227	0
Незавершені капітальні інвестиції	1005	668	674	0
Основні засоби:	1010	1312221	1244144	0
первісна вартість	1011	1323910	1334464	0
знос	1012	-11689	-90320	0
Інвестиційна нерухомість:	1015	0	0	0
первісна вартість	1016	0	0	0
знос	1017	0	0	0
Довгострокові біологічні активи:	1020	0	0	0
первісна вартість	1021	0	0	0
накопичена амортизація	1022	0	0	0
Довгострокові фінансові інвестиції: які обліковуються за методом участі в капіталі інших підприємств	1030	736722	736722	0
інші фінансові інвестиції	1035	441926	441926	0

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.13

1	2	3	4	5
Довгострокова дебіторська заборгованість	1040	21891	44	0
Відстрочені податкові активи	1045	0	0	0
Гудвіл	1050	0	0	0
Відстрочені аквізиційні витрати	1060	0	0	0
Залишок коштів у централізованих страхових резервних фондах	1065	0	0	0
Інші необоротні активи	1090	0	0	0
Усього за розділом I	1095	2517828	2428557	0
II. Оборотні активи				
Запаси	1100	727158	923377	0
Виробничі запаси	1101	241539	340349	0
Незавершене виробництво	1102	402107	297856	0
Готова продукція	1103	38187	239774	0
Товари	1104	45325	45398	0
Поточні біологічні активи	1110	0	0	0
Депозити перестрашування	1115	0	0	0
Векселі одержані	1120	0	0	0
Дебіторська заборгованість за продукцію, товари, роботи, послуги	1125	320511	234618	0
Дебіторська заборгованість за розрахунками: за виданими авансами	1130	38372	49562	0
з бюджетом	1135	143432	144752	0
у тому числі з податку на прибуток	1136	140769	140769	0
з нарахованих доходів	1140	0	0	0
із внутрішніх розрахунків	1145	0	0	0
Інша поточна дебіторська заборгованість	1155	105594	114000	0
Поточні фінансові інвестиції	1160	0	0	0
Гроші та їх еквіваленти	1165	514433	722658	0
Готівка	1166	2	1	0
Рахунки в банках	1167	514431	722657	0
Витрати майбутніх періодів	1170	9864	19750	0
Частка перестраховика у страхових резервах	1180	0	0	0
у тому числі в:				
резервах довгострокових зобов'язань	1181	0	0	0
резервах збитків або резервах належних виплат	1182	0	0	0
резервах незароблених премій	1183	0	0	0
інших страхових резервах	1184	0	0	0
Інші оборотні активи	1190	6764	2058	0
Усього за розділом II	1195	1866128	2210775	0
III. Необоротні активи, утримувані для продажу, та групи вибуття	1200	0	0	0
Баланс	1300	4383956	4639332	0

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.13

Пасив	Код рядка	На початок звітного періоду	На кінець звітного періоду	На дату переходу на міжнародні стандарти фінансової звітності
1	2	3	4	5
I. Власний капітал				
Зареєстрований (пайовий) капітал	1400	22103	22103	0
Внески до незареєстрованого статутного капіталу	1401	0	0	0
Капітал у дооцінках	1405	743686	668840	0
Додатковий капітал	1410	244	244	0
Емісійний дохід	1411	0	0	0
Накопичені курсові різниці	1412	0	0	0
Резервний капітал	1415	0	0	0
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	1420	-5873743	-6295838	0
Неоплачений капітал	1425	(0)	(0)	(0)
Вилучений капітал	1430	(0)	(-510)	(0)
Інші резерви	1435	0	0	0
Усього за розділом I	1495	-5107710	-5605161	0
II. Довгострокові зобов'язання і забезпечення				
Відстрочені податкові зобов'язання	1500	148877	132839	0
Пенсійні зобов'язання	1505	27680	52427	0
Довгострокові кредити банків	1510	0	3591082	0
Інші довгострокові зобов'язання	1515	0	0	0
Довгострокові забезпечення	1520	42711	82107	0
Довгострокові забезпечення витрат персоналу	1521	18854	19976	0
Цільове фінансування	1525	0	0	0
Благодійна допомога	1526	0	0	0
Страхові резерви, у тому числі:	1530	0	0	0
резерв довгострокових зобов'язань; (на початок звітного періоду)	1531	0	0	0
резерв збитків або резерв належних виплат; (на початок звітного періоду)	1532	0	0	0
резерв незароблених премій; (на початок звітного періоду)	1533	0	0	0
інші страхові резерви; (на початок звітного періоду)	1534	0	0	0
Інвестиційні контракти;	1535	0	0	0
Призовий фонд	1540	0	0	0
Резерв на виплату джек-поту	1545	0	0	0
Усього за розділом II	1595	219268	3858455	0

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.13

1	2	3	4	5
III. Поточні зобов'язання і забезпечення				
Короткострокові кредити банків	1600	7989001	5162975	0
Векселі видані	1605	0	0	0
Поточна кредиторська заборгованість: за довгостроковими зобов'язаннями	1610	0	0	0
за товари, роботи, послуги	1615	366932	285902	0
за розрахунками з бюджетом	1620	3387	3542	0
за у тому числі з податку на прибуток	1621	0	0	0
за розрахунками зі страхування	1625	1847	1834	0
за розрахунками з оплати праці	1630	7497	7788	0
за одержаними авансами	1635	334267	345769	0
за розрахунками з учасниками	1640	259354	259332	0
із внутрішніх розрахунків	1645	0	0	0
за страховою діяльністю	1650	0	0	0
Поточні забезпечення	1660	0	0	0
Доходи майбутніх періодів	1665	294	8982	0
Відстрочені комісійні доходи від перестраховиків	1670	0	0	0
Інші поточні зобов'язання	1690	309819	309914	0
Усього за розділом III	1695	9272398	6386038	0
IV. Зобов'язання, пов'язані з необоротними активами, утримуваними для продажу, та групами вибуття	1700	0	0	0
V. Чиста вартість активів недержавного пенсійного фонду	1800	0	0	0
Баланс	1900	4383956	4639332	0

Примітки д/в

Керівник Клейнер Ігор Саулович

Головний бухгалтер Ніколаєнко Людмила Іванівна

Продовження додатку Б
Таблиця Б.14

		Дата(рік, місяць, число)	КОДИ 2018 01 01
Підприємство	Приватне акціонерне товариство "Запоріжтрансформатор"	за ЄДРПОУ	00213428

Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід) за 2017 рік

І. ФІНАНСОВІ РЕЗУЛЬТАТИ

Стаття	Код рядка	За звітний період	За аналогічний період попереднього року
1	2	3	4
Чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	2000	2311462	2352247
Чисті зароблені страхові премії	2010	0	0
Премії підписані, валова сума	2011	0	0
Премії, передані у перестраховання	2012	0	0
Зміна резерву незароблених премій, валова сума	2013	0	0
Зміна частки перестраховиків у резерві незароблених премій	2014	0	0
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг)	2050	(1403689)	(1193745)
Чисті понесені збитки за страховими виплатами	2070	0	0
Валовий: прибуток	2090	907773	1158502
Валовий: збиток	2095	(0)	(0)
Дохід (витрати) від зміни у резервах довгострокових зобов'язань	2105	0	0
Дохід (витрати) від зміни інших страхових резервів	2110	0	0
Зміна інших страхових резервів, валова сума	2111	0	0
Зміна частки перестраховиків в інших страхових резервах	2112	0	0
Інші операційні доходи	2120	10592	7742
Дохід від зміни вартості активів, які оцінюються за справедливою вартістю	2121	0	0
Дохід від первісного визнання біологічних активів і сільськогосподарської продукції	2122	0	0
Дохід від використання коштів, вивільнених від оподаткування	2123	(0)	(0)

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.14

1	2	3	4
Адміністративні витрати	2130	(162109)	(127294)
Витрати на збут	2150	(174812)	(104764)
Інші операційні витрати	2180	(58348)	(98659)
Витрат від зміни вартості активів, які оцінюються за справедливою вартістю	2181	0	0
Витрат від первісного визнання біологічних активів і сільськогосподарської продукції	2182	0	0
Фінансовий результат від операційної діяльності: прибуток	2190	523096	835527
Фінансовий результат від операційної діяльності: збиток	2195	(0)	(0)
Дохід від участі в капіталі	2200	0	0
Інші фінансові доходи	2220	26060	2792
Інші доходи	2240	0	6
Дохід від благодійної допомоги	2241	0	0
Фінансові витрати	2250	(1028613)	(1782213)
Втрати від участі в капіталі	2255	(0)	(0)
Інші витрати	2270	(333)	(1296)
Прибуток (збиток) від впливу інфляції на монетарні статті	2275	0	0
Фінансовий результат до оподаткування: прибуток	2290	0	0
Фінансовий результат до оподаткування: збиток	2295	(479790)	(945184)
Витрати (дохід) з податку на прибуток	2300	10063	13939
Прибуток (збиток) від припиненої діяльності після оподаткування	2305	0	0
Чистий фінансовий результат: прибуток	2350	0	0
Чистий фінансовий результат: збиток	2355	(469727)	(931245)

II. СУКУПНИЙ ДОХІД

Стаття	Код рядка	За звітний період	За аналогічний період попереднього року
Дооцінка (уцінка) необоротних активів	2400	0	0
Дооцінка (уцінка) фінансових інструментів	2405	0	0
Накопичені курсові різниці	2410	0	0
Частка іншого сукупного доходу асоційованих та спільних підприємств	2415	0	0
Інший сукупний дохід	2445	-33188	243
Інший сукупний дохід до оподаткування	2450	-33188	243
Податок на прибуток, пов'язаний з іншим сукупним доходом	2455	5974	-44
Інший сукупний дохід після оподаткування	2460	-27214	199
Сукупний дохід (сума рядків 2350, 2355 та 2460)	2465	-496941	-931046

Продовження додатку Б

Продовження табл. Б.14

III. ЕЛЕМЕНТИ ОПЕРАЦІЙНИХ ВИТРАТ

Матеріальні затрати	2500	1303673	1248101
Витрати на оплату праці	2505	225232	192251
Відрахування на соціальні заходи	2510	48589	38970
Амортизація	2515	79799	64787
Інші операційні витрати	2520	381111	385421
Разом	2550	2038404	1929530

IV. РОЗРАХУНОК ПОКАЗНИКІВ ПРИБУТКОВОСТІ АКЦІЙ

Середньорічна кількість простих акцій	2600	2210250000	2210250000
Скоригована середньорічна кількість простих акцій	2605	2210250000	2210250000
Чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію	2610	-0.2125	-0.4213
Скоригований чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію	2615	-0.2125	-0.4213
Дивіденди на одну просту акцію	2650	0	0

Примітки д/в

Керівник Клейнер Ігор Саулович

Головний бухгалтер Ніколаєнко Людмила Іванівна

Продовження додатку Б
Таблиця Б.15

			КОДИ
		Дата(рік, місяць, число)	2018 01 01
Підприємство	Приватне акціонерне товариство "Запоріжтрансформатор"	за ЄДРПОУ	00213428

**Звіт про рух грошових коштів (за прямим методом)
за 2017 рік**

Стаття	Код рядка	За звітний період	За аналогічний період попереднього року
1	2	3	4
I. Рух коштів у результаті операційної діяльності			
Надходження від: реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	3000	1574055	1469905
Повернення податків і зборів	3005	3413	269882
у тому числі податку на додану вартість	3006	0	3432
Цільового фінансування	3010	488	82
Надходження від отримання субсидій, дотацій	3011	0	0
Надходження авансів від покупців і замовників	3015	1356491	1443017
Надходження від повернення авансів	3020	3787	2707
Надходження від відсотків за залишками коштів на поточних рахунках	3025	22847	2792
Надходження від боржників неустойки (штрафів, пені)	3035	2	785
Надходження від операційної оренди	3040	3790	2162
Надходження від отримання роялті, авторських винагород	3045	0	0
Надходження від страхових премій	3050	0	0
Надходження фінансових установ від повернення позик	3055	0	0
Інші надходження	3095	1826	1617
Витрачання на оплату: Товарів (робіт, послуг)	3100	(952280)	(1189104)
Праці	3105	(179654)	(152881)
Відрахувань на соціальні заходи	3110	(49660)	(40236)
Зобов'язань з податків і зборів	3115	(106695)	(91001)
Витрачання на оплату зобов'язань з податку на прибуток	3116	(0)	(0)
Витрачання на оплату зобов'язань з податку на додану вартість	3117	(39675)	(33638)

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.15

1	2	3	4
Витрачання на оплату зобов'язань з інших податків і зборів	3118	(67020)	(57363)
Витрачання на оплату авансів	3135	(966551)	(828966)
Витрачання на оплату повернення авансів/td>	3140	(149216)	(100175)
Витрачання на оплату цільових внесків	3145	(0)	(0)
Витрачання на оплату зобов'язань за страховими контрактами	3150	(0)	(0)
Витрачання фінансових установ на надання позик	3155	(0)	(0)
Інші витрачання	3190	(40787)	(46619)
Чистий рух коштів від операційної діяльності	3195	521856	743967
II. Рух коштів у результаті інвестиційної діяльності			
Надходження від реалізації: фінансових інвестицій	3200	0	0
необоротних активів	3205	0	0
Надходження від отриманих: відсотків	3215	0	0
дивідендів	3220	0	0
Надходження від деривативів	3225	0	0
Надходження від погашення позик	3230	0	0
Надходження від вибуття дочірнього підприємства та іншої господарської одиниці	3235	0	0
Інші надходження	3250	0	23
Витрачання на придбання: фінансових інвестицій	3255	(0)	(0)
необоротних активів	3260	(28379)	(6573)
Виплати за деривативами	3270	(0)	(0)
Витрачання на надання позик	3275	(0)	(0)
Витрачання на придбання дочірнього підприємства та іншої господарської одиниці	3280	(0)	(0)
Інші платежі	3290	(0)	(0)
Чистий рух коштів від інвестиційної діяльності	3295	-28379	-6550
III. Рух коштів у результаті фінансової діяльності			
Надходження від: Власного капіталу	3300	0	0
Отримання позик	3305	0	131
Надходження від продажу частки в дочірньому підприємстві	3310	0	0
Інші надходження	3340	0	98600
Витрачання на: Викип власних акцій	3345	(510)	(0)
Погашення позик	3350	-203	0
Сплату дивідендів	3355	(22)	(69)
Витрачання на сплату відсотків	3360	(258623)	(209677)
Витрачання на сплату заборгованості з фінансової оренди	3365	(0)	(0)

Продовження додатку Б
Продовження табл. Б.15

1	2	3	4
Витрачання на придбання частки в дочірньому підприємстві	3370	(0)	(0)
Витрачання на виплати неконтрольованим часткам у дочірніх підприємствах	3375	(0)	(0)
Інші платежі	3390	(33824)	(223841)
Чистий рух коштів від фінансової діяльності	3395	-293182	-334856
Чистий рух грошових коштів за звітний період	3400	200295	402561
Залишок коштів на початок року	3405	514433	103313
Вплив зміни валютних курсів на залишок коштів	3410	7930	8559
Залишок коштів на кінець року	3415	722658	514433

Примітки д/в

Керівник Клейнер Ігор Саулович

Головний бухгалтер Ніколаєнко Людмила Іванівна

ДОДАТОК В

Вихідні дані для аналізу фондових індексів України

Динаміка індексу УХ протягом 2017 року

Дата	Відкриття	Максимум	Мінімум	Закриття	Сумарний обсяг торгів за день, грн
1	2	3	4	5	6
04.01.2017	795,84	800,79	793,44	797,22	125877,00
05.01.2017	797,22	800,48	794,44	794,89	224518,00
06.01.2017	794,89	799,07	793,45	793,92	126669,00
10.01.2017	793,92	801,88	793,92	801,47	132070,00
11.01.2017	801,47	812,16	801,47	807,63	351341,00
12.01.2017	807,63	829,79	807,63	828,75	697474,00
13.01.2017	828,75	832,76	822,20	825,45	382531,00
16.01.2017	828,27	828,27	818,47	821,19	379046,00
17.01.2017	821,19	848,75	821,19	848,75	886321,00
18.01.2017	849,75	862,32	837,28	857,39	697732,00
19.01.2017	861,26	869,97	854,77	860,84	313940,00
20.01.2017	860,84	869,36	860,84	863,30	162758,00
23.01.2017	863,30	870,09	856,05	861,53	458707,00
24.01.2017	861,53	865,87	850,65	856,24	943779,00
25.01.2017	856,24	861,07	842,80	856,70	132867,00
26.01.2017	856,70	863,70	850,97	861,00	175071,00
27.01.2017	861,00	864,63	857,00	859,91	96898,00
30.01.2017	860,86	870,39	859,99	865,19	137837,00
31.01.2017	865,19	876,87	850,94	869,11	752064,00
01.02.2017	869,11	874,09	861,27	865,93	613361,00
02.02.2017	865,93	868,88	859,79	860,04	309476,00
03.02.2017	860,04	868,33	859,59	864,77	528624,00
06.02.2017	864,77	867,91	863,54	867,91	177200,00
07.02.2017	867,91	867,95	861,11	861,11	151986,00
08.02.2017	861,11	868,79	861,11	868,79	220989,00
09.02.2017	869,26	900,88	867,69	900,88	1686857,00
10.02.2017	900,88	911,61	898,24	902,31	892439,00
13.02.2017	902,31	945,21	901,58	942,57	1081027,00
14.02.2017	953,86	956,85	925,89	932,55	790388,00
15.02.2017	932,39	944,27	927,20	941,64	312378,00
16.02.2017	941,64	949,14	917,14	918,86	578146,00
17.02.2017	918,86	922,99	912,30	920,79	349657,00
20.02.2017	920,68	920,68	915,58	917,04	168928,00
21.02.2017	917,04	921,02	906,36	921,02	584755,00
22.02.2017	921,02	921,02	905,73	918,80	991964,00
23.02.2017	918,80	934,43	909,10	933,80	664008,00

Продовження табл. В.1

1	2	3	4	5	6
24.02.2017	933,70	937,16	929,14	932,44	376986,00
27.02.2017	932,44	941,73	930,73	939,97	557380,00
28.02.2017	939,89	942,44	937,13	938,23	145172,00
01.03.2017	945,83	968,05	939,65	963,10	1917317,00
02.03.2017	963,10	977,86	945,75	947,57	1286131,00
03.03.2017	947,57	956,42	945,28	956,25	885118,00
06.03.2017	956,40	961,04	941,91	960,88	411130,00
07.03.2017	948,02	959,41	937,22	947,01	744814,00
09.03.2017	947,01	947,01	940,65	942,64	111329,00
10.03.2017	942,64	944,61	940,87	941,18	198182,00
13.03.2017	941,18	941,18	924,97	925,24	638319,00
14.03.2017	924,96	942,25	921,48	932,77	354332,00
15.03.2017	932,77	944,21	920,10	930,65	2475859,00
16.03.2017	930,65	948,57	924,56	935,38	441455,00
17.03.2017	935,38	942,01	928,76	935,34	1251021,00
20.03.2017	935,34	940,10	929,73	937,79	334052,00
21.03.2017	937,79	941,81	918,82	934,23	208908,00
22.03.2017	932,99	932,99	916,31	929,85	436163,00
23.03.2017	931,23	981,76	919,13	949,87	1820760,00
24.03.2017	950,60	1009,09	950,60	968,22	2195034,00
27.03.2017	968,22	978,28	959,09	973,53	625872,00
28.03.2017	973,53	1014,01	965,77	1005,43	1803155,00
29.03.2017	1005,43	1023,27	1000,76	1005,68	661136,00
30.03.2017	1008,62	1033,34	1002,11	1030,61	1541935,00
31.03.2017	1031,34	1066,08	1026,09	1042,06	1645156,00
03.04.2017	1049,39	1065,88	1035,31	1065,88	1193364,00
04.04.2017	1065,88	1087,67	1065,88	1069,71	1118335,00
05.04.2017	1068,69	1080,01	1053,02	1065,61	1282383,00
06.04.2017	1066,19	1080,00	1061,36	1075,84	242422,00
07.04.2017	1075,84	1076,83	1066,97	1072,70	354173,00
10.04.2017	1072,70	1084,77	1072,70	1079,89	891966,00
11.04.2017	1079,89	1079,89	1055,98	1062,34	1057244,00
12.04.2017	1062,38	1063,87	1043,06	1045,28	925519,00
13.04.2017	1045,28	1066,78	1026,79	1027,42	1987453,00
14.04.2017	1033,16	1047,68	1020,69	1038,86	965989,00
18.04.2017	1038,86	1045,11	1036,26	1039,90	455950,00
19.04.2017	1039,90	1059,15	1039,90	1046,47	306626,00
20.04.2017	1046,47	1050,06	1031,06	1036,86	754188,00
21.04.2017	1036,86	1041,33	1020,46	1026,23	877814,00
24.04.2017	1026,23	1032,37	1022,81	1032,33	609957,00

Продовження табл. В.1

1	2	3	4	5	6
25.04.2017	1032,20	1051,74	1014,24	1019,91	778195,00
26.04.2017	1019,62	1027,03	978,03	995,49	1021459,00
27.04.2017	995,35	1023,00	979,92	1011,41	1824164,00
28.04.2017	1011,41	1021,91	1008,10	1021,91	721057,00
03.05.2017	1021,91	1026,26	1015,70	1021,59	805611,00
04.05.2017	1021,59	1026,61	1011,01	1026,61	225094,00
05.05.2017	1028,20	1028,20	1018,15	1020,16	592708,00
10.05.2017	1020,16	1024,50	1002,50	1008,54	855933,00
11.05.2017	1008,54	1011,94	996,61	999,71	455854,00
12.05.2017	1000,88	1015,14	991,04	1008,53	868183,00
15.05.2017	1009,40	1020,28	993,88	993,88	5364454,00
16.05.2017	926,98	945,51	913,99	930,90	1482863,00
17.05.2017	934,42	937,94	928,69	929,55	1737821,00
18.05.2017	927,92	937,27	925,56	930,79	694111,00
19.05.2017	936,66	936,66	926,50	930,05	449016,00
22.05.2017	930,05	935,12	917,54	930,85	812470,00
23.05.2017	929,28	942,38	920,47	936,25	1594209,00
24.05.2017	936,25	943,36	930,15	936,50	372839,00
25.05.2017	936,50	940,00	931,54	934,81	387294,00
26.05.2017	934,81	946,55	934,81	946,55	789319,00
29.05.2017	946,55	971,02	946,55	967,26	1295620,00
30.05.2017	967,67	989,63	967,67	989,63	1061228,00
31.05.2017	990,23	1004,40	982,01	1004,40	2166519,00
01.06.2017	1004,40	1024,07	1000,88	1001,55	942092,00
02.06.2017	1001,55	1009,08	987,21	1003,59	1608928,00
06.06.2017	1005,79	1009,95	985,97	1001,18	1283001,00
07.06.2017	1001,18	1013,42	990,53	1007,32	525766,00
08.06.2017	1007,32	1020,80	1005,14	1016,29	579003,00
09.06.2017	1016,29	1021,30	1010,49	1020,89	203694,00
12.06.2017	1018,95	1028,94	1015,83	1025,58	268976,00
13.06.2017	1025,58	1046,37	1020,86	1037,67	1287383,00
14.06.2017	1038,40	1053,77	1033,19	1037,36	728233,00
15.06.2017	1037,36	1040,16	1020,66	1027,09	1273272,00
16.06.2017	1027,09	1033,30	1016,11	1026,26	951790,00
19.06.2017	1026,26	1042,47	1025,70	1038,30	771227,00
20.06.2017	1038,30	1042,47	1035,54	1036,76	254032,00
21.06.2017	1037,41	1042,36	1035,45	1040,28	141432,00
22.06.2017	1040,28	1059,68	1034,65	1056,51	952072,00
23.06.2017	1056,73	1059,75	1043,70	1056,50	881801,00
26.06.2017	1056,89	1073,00	1056,89	1070,21	659484,00

Продовження табл. В.1

1	2	3	4	5	6
27.06.2017	1063,02	1063,23	1046,18	1047,78	398188,00
03.07.2017	1048,11	1056,16	1036,79	1039,69	236043,00
04.07.2017	1039,69	1048,36	1023,11	1023,29	693450,00
05.07.2017	1023,29	1048,14	1023,18	1044,99	560702,00
06.07.2017	1044,99	1049,37	1038,70	1040,20	31567,00
07.07.2017	1040,20	1045,76	1037,26	1038,67	451954,00
10.07.2017	1039,22	1066,74	1038,71	1051,48	1301570,00
11.07.2017	1051,48	1065,34	1045,58	1057,67	163926,00
12.07.2017	1057,67	1064,00	1048,91	1054,20	331997,00
13.07.2017	1054,20	1058,33	1044,77	1044,77	184579,00
14.07.2017	1045,69	1045,69	1035,90	1040,36	582858,00
17.07.2017	1040,36	1047,40	1039,53	1040,08	183396,00
18.07.2017	1040,19	1061,17	1031,55	1058,69	605253,00
19.07.2017	1058,69	1084,32	1057,88	1078,46	1040129,00
20.07.2017	1078,46	1086,09	1078,20	1085,31	498807,00
21.07.2017	1085,20	1089,50	1081,43	1081,43	330145,00
24.07.2017	1081,43	1093,17	1081,32	1089,89	646590,00
25.07.2017	1089,89	1098,71	1089,77	1091,23	879169,00
26.07.2017	1091,23	1102,06	1087,50	1092,16	424030,00
27.07.2017	1092,16	1097,28	1085,61	1088,03	380655,00
28.07.2017	1091,51	1126,17	1091,51	1121,94	2244805,00
31.07.2017	1121,94	1133,18	1114,11	1118,56	1695548,00
01.08.2017	1118,56	1135,56	1112,95	1135,23	1048713,00
02.08.2017	1135,68	1144,46	1133,26	1136,76	719195,00
03.08.2017	1136,76	1147,72	1136,76	1143,16	376434,00
04.08.2017	1143,16	1146,95	1135,74	1139,51	642644,00
07.08.2017	1139,51	1153,58	1139,51	1141,29	1051422,00
08.08.2017	1141,29	1142,62	1134,15	1142,11	292286,00
09.08.2017	1142,11	1142,11	1129,16	1133,34	182285,00
10.08.2017	1133,34	1137,85	1126,72	1134,61	126728,00
11.08.2017	1134,61	1138,00	1123,15	1128,35	1270700,00
14.08.2017	1128,68	1132,76	1122,53	1131,71	648116,00
15.08.2017	1131,71	1134,58	1127,79	1128,73	376796,00
16.08.2017	1129,33	1131,77	1119,61	1120,16	246230,00
17.08.2017	1121,26	1131,78	1116,79	1123,61	1303872,00
18.08.2017	1124,47	1128,06	1114,25	1125,89	1570842,00
21.08.2017	1125,89	1125,89	1118,69	1125,32	364674,00
22.08.2017	1134,21	1137,74	1126,33	1132,04	678367,00
23.08.2017	1133,22	1141,47	1126,29	1129,92	631253,00
28.08.2017	1131,24	1137,08	1127,64	1132,33	684675,00

Продовження табл. В.1

1	2	3	4	5	6
29.08.2017	1118,89	1128,15	1117,23	1120,55	914817,00
30.08.2017	1122,17	1123,36	1113,32	1121,04	974107,00
31.08.2017	1122,13	1134,94	1119,18	1129,58	1936157,00
01.09.2017	1130,24	1136,04	1125,84	1136,04	579691,00
04.09.2017	1136,36	1139,27	1131,16	1133,56	322144,00
05.09.2017	1133,56	1134,61	1124,83	1129,36	607996,00
06.09.2017	1129,36	1134,43	1120,71	1132,00	815585,00
07.09.2017	1132,00	1140,24	1128,58	1137,57	605626,00
08.09.2017	1137,57	1139,35	1130,27	1136,47	459763,00
11.09.2017	1136,47	1139,77	1120,09	1133,20	769045,00
12.09.2017	1133,20	1139,36	1131,78	1139,36	1275092,00
13.09.2017	1139,36	1139,36	1134,50	1136,13	457751,00
14.09.2017	1136,13	1136,13	1125,53	1127,60	1455179,00
15.09.2017	1128,06	1128,77	1118,92	1124,86	1036440,00
18.09.2017	1125,20	1130,66	1125,20	1126,36	131644,00
19.09.2017	1126,36	1131,76	1119,24	1130,23	1038707,00
20.09.2017	1130,23	1134,58	1127,93	1134,58	177937,00
21.09.2017	1134,58	1137,18	1134,30	1137,18	116904,00
22.09.2017	1137,29	1137,29	1125,58	1131,40	989603,00
25.09.2017	1131,40	1164,43	1117,70	1120,91	2111740,00
26.09.2017	1120,91	1144,78	1114,18	1140,44	834256,00
27.09.2017	1140,44	1167,85	1136,55	1156,88	1345766,00
28.09.2017	1166,35	1180,58	1151,75	1174,80	1132075,00
29.09.2017	1174,80	1192,10	1170,05	1185,31	1153491,00
02.10.2017	1182,79	1219,59	1182,79	1219,36	1573475,00
03.10.2017	1219,36	1242,42	1218,21	1235,20	1877168,00
04.10.2017	1235,20	1235,71	1205,10	1205,74	2154109,00
05.10.2017	1205,74	1231,78	1204,16	1220,36	1670537,00
06.10.2017	1216,54	1228,97	1207,76	1218,32	775715,00
09.10.2017	1218,32	1225,63	1211,82	1211,82	528704,00
10.10.2017	1211,82	1216,73	1207,48	1208,38	640646,00
11.10.2017	1208,38	1226,91	1201,94	1212,88	1181836,00
12.10.2017	1213,18	1224,07	1210,16	1211,90	1195037,00
13.10.2017	1212,56	1221,58	1206,45	1218,78	783731,00
17.10.2017	1218,81	1220,94	1208,04	1215,75	436387,00
18.10.2017	1214,24	1235,28	1208,78	1230,27	574114,00
19.10.2017	1230,27	1240,07	1208,64	1232,87	335568,00
20.10.2017	1232,87	1248,00	1232,06	1235,04	218041,00
23.10.2017	1235,04	1254,48	1231,01	1244,90	717457,00
24.10.2017	1245,29	1248,07	1235,51	1242,53	437137,00

Продовження табл. В.1

1	2	3	4	5	6
25.10.2017	1242,53	1249,05	1242,06	1249,05	398003,00
26.10.2017	1249,05	1254,15	1243,31	1251,87	468308,00
27.10.2017	1251,87	1261,97	1247,35	1255,80	954837,00
30.10.2017	1255,80	1274,11	1255,80	1260,26	770781,00
31.10.2017	1260,86	1284,74	1260,86	1275,51	1683559,00
01.11.2017	1275,51	1292,48	1262,54	1265,39	1343676,00
02.11.2017	1266,00	1269,20	1242,28	1248,83	1840824,00
03.11.2017	1249,36	1260,63	1249,36	1255,34	559400,00
06.11.2017	1255,34	1255,34	1243,99	1246,39	422678,00
07.11.2017	1246,39	1249,72	1239,28	1246,62	643678,00
08.11.2017	1246,62	1260,55	1244,98	1260,55	513263,00
09.11.2017	1260,55	1266,77	1252,78	1259,45	579628,00
10.11.2017	1259,45	1269,82	1257,61	1269,82	322478,00
13.11.2017	1269,82	1275,31	1264,41	1270,44	95883,00
14.11.2017	1270,44	1271,98	1261,50	1264,47	265843,00
15.11.2017	1264,47	1271,17	1257,50	1261,62	338848,00
16.11.2017	1261,62	1273,37	1257,75	1269,21	418819,00
17.11.2017	1269,21	1283,69	1268,55	1283,69	534809,00
20.11.2017	1283,69	1283,69	1269,66	1275,19	864872,00
21.11.2017	1275,19	1276,68	1268,82	1269,98	446932,00
22.11.2017	1269,98	1276,27	1268,01	1271,24	321594,00
23.11.2017	1271,24	1276,61	1269,30	1272,89	417883,00
24.11.2017	1272,89	1279,82	1272,89	1279,28	112369,00
27.11.2017	1279,28	1283,84	1274,29	1278,65	392901,00
28.11.2017	1278,65	1278,82	1273,96	1277,54	162191,00
29.11.2017	1277,54	1281,35	1275,50	1280,57	314371,00
30.11.2017	1280,57	1290,13	1277,06	1284,93	210361,00
01.12.2017	1284,93	1284,93	1278,94	1282,64	411752,00
04.12.2017	1282,64	1287,56	1268,30	1281,18	702150,00
05.12.2017	1281,44	1285,08	1270,05	1272,93	288229,00
06.12.2017	1272,93	1276,73	1260,41	1270,19	504857,00
07.12.2017	1270,19	1275,14	1258,92	1273,77	206871,00
08.12.2017	1273,77	1282,03	1269,74	1277,68	563259,00
11.12.2017	1277,68	1295,36	1269,76	1279,62	255695,00
12.12.2017	1279,62	1289,96	1272,59	1282,59	376044,00
13.12.2017	1282,59	1290,63	1273,79	1290,24	624623,00
14.12.2017	1290,84	1299,50	1288,51	1298,03	464912,00
15.12.2017	1298,03	1305,76	1287,70	1298,14	578218,00
18.12.2017	1298,36	1325,48	1294,66	1308,63	609085,00
19.12.2017	1308,63	1332,73	1308,08	1332,73	488970,00

Закінчення табл. В.1

1	2	3	4	5	6
20.12.2017	1332,73	1340,40	1313,99	1324,94	1312187,00
21.12.2017	1324,94	1325,28	1318,60	1322,11	385172,00
22.12.2017	1322,11	1337,80	1319,46	1337,51	266386,00
26.12.2017	1337,51	1339,23	1334,45	1339,06	172986,00
27.12.2017	1339,06	1354,23	1337,33	1354,15	1303822,00
28.12.2017	1354,15	1370,08	1345,12	1363,04	1242641,00
03.01.2018	1364,84	1366,63	1346,69	1352,22	454278,00

Таблиця В.2

Динаміка Індексу ПФТС

Дата	Поточне значення (С)	Попереднє закриття (Р)	С/Р, %	Мах 52 тижня		Мін 52 тижня	
				Значення	Дата	Значення	Дата
1	2	3	4	5	6	7	8
04.01.2017	265,5581	265,1490	0,15 ↑	269,1505	08.11.2016	215,2717	24.05.2016
05.01.2017	265,6714	265,5581	0,04 ↑	269,1505	08.11.2016	215,2717	24.05.2016
06.01.2017	265,2051	265,6714	-0,18 ↓	269,1505	08.11.2016	215,2717	24.05.2016
10.01.2017	265,0643	265,2051	-0,05 ↓	269,1505	08.11.2016	215,2717	24.05.2016
11.01.2017	266,1651	265,0643	0,42 ↑	269,1505	08.11.2016	215,2717	24.05.2016
12.01.2017	267,0049	266,1651	0,32 ↑	269,1505	08.11.2016	215,2717	24.05.2016
13.01.2017	267,4622	267,0049	0,17 ↑	269,1505	08.11.2016	215,2717	24.05.2016
16.01.2017	266,9285	267,4622	-0,20 ↓	269,1505	08.11.2016	215,2717	24.05.2016
17.01.2017	268,0537	266,9285	0,42 ↑	269,1505	08.11.2016	215,2717	24.05.2016
18.01.2017	268,7065	268,0537	0,24 ↑	269,1505	08.11.2016	215,2717	24.05.2016
19.01.2017	269,5883	268,7065	0,33 ↑	269,5883	19.01.2017	215,2717	24.05.2016
20.01.2017	269,8697	269,5883	0,10 ↑	269,8697	20.01.2017	215,2717	24.05.2016
23.01.2017	270,6533	269,8697	0,29 ↑	270,6533	23.01.2017	215,2717	24.05.2016
24.01.2017	269,5827	270,6533	-0,40 ↓	270,6533	23.01.2017	215,2717	24.05.2016
25.01.2017	269,7580	269,5827	0,07 ↑	270,6533	23.01.2017	215,2717	24.05.2016
26.01.2017	269,6215	269,7580	-0,05 ↓	270,6533	23.01.2017	215,2717	24.05.2016
27.01.2017	269,6556	269,6215	0,01 ↑	270,6533	23.01.2017	215,2717	24.05.2016
30.01.2017	269,8871	269,6556	0,09 ↑	270,6533	23.01.2017	215,2717	24.05.2016
31.01.2017	270,3099	269,8871	0,16 ↑	270,6533	23.01.2017	215,2717	24.05.2016
01.02.2017	269,9320	270,3099	-0,14 ↓	270,6533	23.01.2017	215,2717	24.05.2016
02.02.2017	269,3868	269,9320	-0,20 ↓	270,6533	23.01.2017	215,2717	24.05.2016
03.02.2017	270,0048	269,3868	0,23 ↑	270,6533	23.01.2017	215,2717	24.05.2016
06.02.2017	269,7672	270,0048	-0,09 ↓	270,6533	23.01.2017	215,2717	24.05.2016
07.02.2017	269,6612	269,7672	-0,04 ↓	270,6533	23.01.2017	215,2717	24.05.2016
08.02.2017	270,0827	269,6612	0,16 ↑	270,6533	23.01.2017	215,2717	24.05.2016
09.02.2017	270,7757	270,0827	0,26 ↑	270,7757	09.02.2017	215,2717	24.05.2016
10.02.2017	271,1086	270,7757	0,12 ↑	271,1086	10.02.2017	215,2717	24.05.2016

Продовження табл. В.2

1	2	3	4	5	6	7	8
13.02.2017	273,1107	271,1086	0,74 ↑	273,1107	13.02.2017	215,2717	24.05.2016
14.02.2017	273,1103	273,1107	-0,00 ↓	273,1107	13.02.2017	215,2717	24.05.2016
15.02.2017	274,1017	273,1103	0,36 ↑	274,1017	15.02.2017	215,2717	24.05.2016
16.02.2017	273,0813	274,1017	-0,37 ↓	274,1017	15.02.2017	215,2717	24.05.2016
17.02.2017	272,9313	273,0813	-0,05 ↓	274,1017	15.02.2017	215,2717	24.05.2016
20.02.2017	272,8293	272,9313	-0,04 ↓	274,1017	15.02.2017	215,2717	24.05.2016
21.02.2017	273,1462	272,8293	0,12 ↑	274,1017	15.02.2017	215,2717	24.05.2016
22.02.2017	272,8203	273,1462	-0,12 ↓	274,1017	15.02.2017	215,2717	24.05.2016
23.02.2017	273,3599	272,8203	0,20 ↑	274,1017	15.02.2017	215,2717	24.05.2016
24.02.2017	274,2640	273,3599	0,33 ↑	274,2640	24.02.2017	215,2717	24.05.2016
27.02.2017	274,4375	274,2640	0,06 ↑	274,4375	27.02.2017	215,2717	24.05.2016
28.02.2017	274,5529	274,4375	0,04 ↑	274,5529	28.02.2017	215,2717	24.05.2016
01.03.2017	274,5653	274,5529	0,00 ↑	274,5653	01.03.2017	215,2717	24.05.2016
02.03.2017	275,0573	274,5653	0,18 ↑	275,0573	02.03.2017	215,2717	24.05.2016
03.03.2017	275,3159	275,0573	0,09 ↑	275,3159	03.03.2017	215,2717	24.05.2016
06.03.2017	274,7501	275,3159	-0,21 ↓	275,3159	03.03.2017	215,2717	24.05.2016
07.03.2017	275,4376	274,7501	0,25 ↑	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
09.03.2017	275,0775	275,4376	-0,13 ↓	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
10.03.2017	275,2409	275,0775	0,06 ↑	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
13.03.2017	274,3416	275,2409	-0,33 ↓	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
14.03.2017	274,0705	274,3416	-0,10 ↓	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
15.03.2017	273,2040	274,0705	-0,32 ↓	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
16.03.2017	273,5860	273,2040	0,14 ↑	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
17.03.2017	273,6765	273,5860	0,03 ↑	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
20.03.2017	273,9369	273,6765	0,10 ↑	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
21.03.2017	273,8629	273,9369	-0,03 ↓	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
22.03.2017	272,8577	273,8629	-0,37 ↓	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
23.03.2017	272,3667	272,8577	-0,18 ↓	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
24.03.2017	272,6300	272,3667	0,10 ↑	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
27.03.2017	272,4795	272,6300	-0,06 ↓	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016

Продовження табл. В.2

1	2	3	4	5	6	7	8
28.03.2017	272,7613	272,4795	0,10 ↑	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
29.03.2017	272,6824	272,7613	-0,03 ↓	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
30.03.2017	273,1246	272,6824	0,16 ↑	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
31.03.2017	272,4941	273,1246	-0,23 ↓	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
03.04.2017	272,7640	272,4941	0,10 ↑	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
04.04.2017	272,9623	272,7640	0,07 ↑	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
05.04.2017	272,3874	272,9623	-0,21 ↓	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
06.04.2017	272,8200	272,3874	0,16 ↑	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
07.04.2017	272,9031	272,8200	0,03 ↑	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
10.04.2017	272,5255	272,9031	-0,14 ↓	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
11.04.2017	271,4961	272,5255	-0,38 ↓	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
12.04.2017	270,4078	271,4961	-0,40 ↓	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
13.04.2017	271,0932	270,4078	0,25 ↑	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
14.04.2017	271,8395	271,0932	0,28 ↑	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
18.04.2017	271,9610	271,8395	0,04 ↑	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
19.04.2017	271,6701	271,9610	-0,11 ↓	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
20.04.2017	271,9069	271,6701	0,09 ↑	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
21.04.2017	271,4296	271,9069	-0,18 ↓	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
24.04.2017	271,2554	271,4296	-0,06 ↓	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
25.04.2017	270,2943	271,2554	-0,35 ↓	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
26.04.2017	268,6970	270,2943	-0,59 ↓	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
27.04.2017	270,9886	268,6970	0,85 ↑	275,4376	07.03.2017	215,2717	24.05.2016
28.04.2017	276,2187	270,9886	1,93 ↑	276,2187	28.04.2017	215,2717	24.05.2016
03.05.2017	275,8804	276,2187	-0,12 ↓	276,2187	28.04.2017	215,2717	24.05.2016
04.05.2017	276,2157	275,8804	0,12 ↑	276,2187	28.04.2017	215,2717	24.05.2016
05.05.2017	275,1807	276,2157	-0,37 ↓	276,2187	28.04.2017	215,2717	24.05.2016
10.05.2017	276,4148	275,1807	0,45 ↑	276,4148	10.05.2017	215,2717	24.05.2016
11.05.2017	276,3754	276,4148	-0,01 ↓	276,4148	10.05.2017	215,2717	24.05.2016
12.05.2017	275,8967	276,3754	-0,17 ↓	276,4148	10.05.2017	215,2717	24.05.2016
13.05.2017	276,1494	275,8967	0,09 ↑	276,4148	10.05.2017	215,2717	24.05.2016

Продовження табл. В.2

1	2	3	4	5	6	7	8
15.05.2017	276,5160	276,1494	0,13 ↑	276,5160	15.05.2017	215,2717	24.05.2016
16.05.2017	277,3769	276,5160	0,31 ↑	277,3769	16.05.2017	215,2717	24.05.2016
17.05.2017	278,1946	277,3769	0,29 ↑	278,1946	17.05.2017	215,2717	24.05.2016
18.05.2017	277,9395	278,1946	-0,09 ↓	278,1946	17.05.2017	215,2717	24.05.2016
19.05.2017	278,2177	277,9395	0,10 ↑	278,2177	19.05.2017	215,2717	24.05.2016
22.05.2017	278,3716	278,2177	0,06 ↑	278,3716	22.05.2017	215,2717	24.05.2016
23.05.2017	276,9072	278,3716	-0,53 ↓	278,3716	22.05.2017	215,3779	25.05.2016
24.05.2017	276,9985	276,9072	0,03 ↑	278,3716	22.05.2017	215,6665	26.05.2016
25.05.2017	276,7801	276,9985	-0,08 ↓	278,3716	22.05.2017	216,0056	27.05.2016
26.05.2017	277,5115	276,7801	0,26 ↑	278,3716	22.05.2017	216,7065	31.05.2016
29.05.2017	278,0001	277,5115	0,18 ↑	278,3716	22.05.2017	216,7065	31.05.2016
30.05.2017	277,7554	278,0001	-0,09 ↓	278,3716	22.05.2017	216,7298	01.06.2016
31.05.2017	279,7069	277,7554	0,70 ↑	279,7069	31.05.2017	218,9610	02.06.2016
01.06.2017	280,1479	279,7069	0,16 ↑	280,1479	01.06.2017	220,0720	17.06.2016
02.06.2017	280,9218	280,1479	0,28 ↑	280,9218	02.06.2017	220,0720	17.06.2016
06.06.2017	281,2691	280,9218	0,12 ↑	281,2691	06.06.2017	220,0720	17.06.2016
07.06.2017	282,5249	281,2691	0,45 ↑	282,5249	07.06.2017	220,0720	17.06.2016
08.06.2017	283,5303	282,5249	0,36 ↑	283,5303	08.06.2017	220,0720	17.06.2016
09.06.2017	283,5609	283,5303	0,01 ↑	283,5609	09.06.2017	220,0720	17.06.2016
12.06.2017	283,6926	283,5609	0,05 ↑	283,6926	12.06.2017	220,0720	17.06.2016
13.06.2017	284,7272	283,6926	0,36 ↑	284,7272	13.06.2017	220,0720	17.06.2016
14.06.2017	284,0143	284,7272	-0,25 ↓	284,7272	13.06.2017	220,0720	17.06.2016
15.06.2017	284,0362	284,0143	0,01 ↑	284,7272	13.06.2017	220,0720	17.06.2016
16.06.2017	283,1557	284,0362	-0,31 ↓	284,7272	13.06.2017	220,5167	25.08.2016
19.06.2017	283,5715	283,1557	0,15 ↑	284,7272	13.06.2017	220,5167	25.08.2016
20.06.2017	283,8385	283,5715	0,09 ↑	284,7272	13.06.2017	220,5167	25.08.2016
21.06.2017	283,4921	283,8385	-0,12 ↓	284,7272	13.06.2017	220,5167	25.08.2016
22.06.2017	285,1149	283,4921	0,57 ↑	285,1149	22.06.2017	220,5167	25.08.2016
23.06.2017	284,4778	285,1149	-0,22 ↓	285,1149	22.06.2017	220,5167	25.08.2016
26.06.2017	286,4773	284,4778	0,70 ↑	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016

Продовження табл. В.2

1	2	3	4	5	6	7	8
27.06.2017	286,2766	286,4773	-0,07 ↓	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016
29.06.2017	286,2766	286,2766	0,00 ↓	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016
30.06.2017	286,2384	286,2766	-0,01 ↓	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016
03.07.2017	286,1916	286,2384	-0,02 ↓	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016
04.07.2017	284,6414	286,1916	-0,54 ↓	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016
05.07.2017	284,6801	284,6414	0,01 ↑	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016
06.07.2017	284,7058	284,6801	0,01 ↑	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016
07.07.2017	284,7324	284,7058	0,01 ↑	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016
10.07.2017	285,2343	284,7324	0,18 ↑	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016
11.07.2017	284,7825	285,2343	-0,16 ↓	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016
12.07.2017	283,3683	284,7825	-0,50 ↓	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016
13.07.2017	283,1644	283,3683	-0,07 ↓	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016
14.07.2017	281,9606	283,1644	-0,43 ↓	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016
17.07.2017	282,6651	281,9606	0,25 ↑	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016
18.07.2017	284,0155	282,6651	0,48 ↑	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016
19.07.2017	284,7208	284,0155	0,25 ↑	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016
20.07.2017	284,6713	284,7208	-0,02 ↓	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016
21.07.2017	284,3175	284,6713	-0,12 ↓	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016
24.07.2017	284,3412	284,3175	0,01 ↑	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016
25.07.2017	284,5963	284,3412	0,09 ↑	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016
26.07.2017	285,5140	284,5963	0,32 ↑	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016
27.07.2017	284,8508	285,5140	-0,23 ↓	286,4773	26.06.2017	220,5167	25.08.2016
28.07.2017	287,5753	284,8508	0,96 ↑	287,5753	28.07.2017	220,5167	25.08.2016
31.07.2017	287,9212	287,5753	0,12 ↑	287,9212	31.07.2017	220,5167	25.08.2016
01.08.2017	287,9573	287,9212	0,01 ↑	287,9573	01.08.2017	220,5167	25.08.2016
02.08.2017	288,3165	287,9573	0,12 ↑	288,3165	02.08.2017	220,5167	25.08.2016
03.08.2017	288,7387	288,3165	0,15 ↑	288,7387	03.08.2017	220,5167	25.08.2016
04.08.2017	288,0715	288,7387	-0,23 ↓	288,7387	03.08.2017	220,5167	25.08.2016
07.08.2017	288,0977	288,0715	0,01 ↑	288,7387	03.08.2017	220,5167	25.08.2016
08.08.2017	288,0591	288,0977	-0,01 ↓	288,7387	03.08.2017	220,5167	25.08.2016

Продовження табл. В.2

1	2	3	4	5	6	7	8
09.08.2017	287,6568	288,0591	-0,14 ↓	288,7387	03.08.2017	220,5167	25.08.2016
10.08.2017	287,8869	287,6568	0,08 ↑	288,7387	03.08.2017	220,5167	25.08.2016
11.08.2017	287,6818	287,8869	-0,07 ↓	288,7387	03.08.2017	220,5167	25.08.2016
14.08.2017	288,0345	287,6818	0,12 ↑	288,7387	03.08.2017	220,5167	25.08.2016
15.08.2017	288,3859	288,0345	0,12 ↑	288,7387	03.08.2017	220,5167	25.08.2016
16.08.2017	288,0270	288,3859	-0,12 ↓	288,7387	03.08.2017	220,5167	25.08.2016
17.08.2017	287,2682	288,0270	-0,26 ↓	288,7387	03.08.2017	220,5167	25.08.2016
18.08.2017	286,6038	287,2682	-0,23 ↓	288,7387	03.08.2017	220,5167	25.08.2016
19.08.2017	286,4656	286,6038	-0,05 ↓	288,7387	03.08.2017	220,5167	25.08.2016
21.08.2017	286,4346	286,4656	-0,01 ↓	288,7387	03.08.2017	220,5167	25.08.2016
22.08.2017	286,9438	286,4346	0,18 ↑	288,7387	03.08.2017	220,5167	25.08.2016
23.08.2017	286,5853	286,9438	-0,12 ↓	288,7387	03.08.2017	220,5167	25.08.2016
28.08.2017	286,4185	286,5853	-0,06 ↓	288,7387	03.08.2017	223,1496	31.08.2016
29.08.2017	285,8824	286,4185	-0,19 ↓	288,7387	03.08.2017	223,1496	31.08.2016
30.08.2017	286,2255	285,8824	0,12 ↑	288,7387	03.08.2017	225,4924	02.09.2016
31.08.2017	286,4272	286,2255	0,07 ↑	288,7387	03.08.2017	225,4924	02.09.2016
01.09.2017	287,0749	286,4272	0,23 ↑	288,7387	03.08.2017	226,9525	05.09.2016
04.09.2017	287,6185	287,0749	0,19 ↑	288,7387	03.08.2017	227,5765	06.09.2016
05.09.2017	291,2308	287,6185	1,26 ↑	291,2308	05.09.2017	228,1632	12.09.2016
06.09.2017	291,2980	291,2308	0,02 ↑	291,2980	06.09.2017	228,1632	12.09.2016
07.09.2017	291,3903	291,2980	0,03 ↑	291,3903	07.09.2017	228,1632	12.09.2016
08.09.2017	291,3986	291,3903	0,00 ↑	291,3986	08.09.2017	228,1632	12.09.2016
11.09.2017	291,2551	291,3986	-0,05 ↓	291,3986	08.09.2017	228,7733	16.09.2016
12.09.2017	291,3608	291,2551	0,04 ↑	291,3986	08.09.2017	228,7733	16.09.2016
13.09.2017	291,1171	291,3608	-0,08 ↓	291,3986	08.09.2017	228,7733	16.09.2016
14.09.2017	290,5433	291,1171	-0,20 ↓	291,3986	08.09.2017	228,7733	16.09.2016
15.09.2017	290,2568	290,5433	-0,10 ↓	291,3986	08.09.2017	231,0596	19.09.2016
18.09.2017	290,0731	290,2568	-0,06 ↓	291,3986	08.09.2017	232,9591	20.09.2016
19.09.2017	290,1643	290,0731	0,03 ↑	291,3986	08.09.2017	237,5672	21.09.2016
20.09.2017	290,8563	290,1643	0,24 ↑	291,3986	08.09.2017	239,4233	26.09.2016

Продовження табл. В.2

1	2	3	4	5	6	7	8
21.09.2017	291,2255	290,8563	0,13 ↑	291,3986	08.09.2017	239,4233	26.09.2016
22.09.2017	290,8016	291,2255	-0,15 ↓	291,3986	08.09.2017	239,4233	26.09.2016
25.09.2017	291,8439	290,8016	0,36 ↑	291,8439	25.09.2017	239,5180	27.09.2016
26.09.2017	292,0265	291,8439	0,06 ↑	292,0265	26.09.2017	239,7840	03.10.2016
27.09.2017	292,2856	292,0265	0,09 ↑	292,2856	27.09.2017	239,7840	03.10.2016
28.09.2017	292,7570	292,2856	0,16 ↑	292,7570	28.09.2017	239,7840	03.10.2016
29.09.2017	293,5551	292,7570	0,27 ↑	293,5551	29.09.2017	239,7840	03.10.2016
02.10.2017	294,1627	293,5551	0,21 ↑	294,1627	02.10.2017	240,8859	05.10.2016
03.10.2017	295,8294	294,1627	0,57 ↑	295,8294	03.10.2017	240,8859	05.10.2016
04.10.2017	296,3685	295,8294	0,18 ↑	296,3685	04.10.2017	241,9488	06.10.2016
05.10.2017	297,5926	296,3685	0,41 ↑	297,5926	05.10.2017	243,0167	07.10.2016
06.10.2017	298,4282	297,5926	0,28 ↑	298,4282	06.10.2017	243,0874	10.10.2016
09.10.2017	297,1928	298,4282	-0,41 ↓	298,4282	06.10.2017	244,1371	24.10.2016
10.10.2017	296,6994	297,1928	-0,17 ↓	298,4282	06.10.2017	244,1371	24.10.2016
11.10.2017	297,4492	296,6994	0,25 ↑	298,4282	06.10.2017	244,1371	24.10.2016
12.10.2017	297,1207	297,4492	-0,11 ↓	298,4282	06.10.2017	244,1371	24.10.2016
13.10.2017	297,0693	297,1207	-0,02 ↓	298,4282	06.10.2017	244,1371	24.10.2016
17.10.2017	296,9571	297,0693	-0,04 ↓	298,4282	06.10.2017	244,1371	24.10.2016
18.10.2017	297,7013	296,9571	0,25 ↑	298,4282	06.10.2017	244,1371	24.10.2016
19.10.2017	298,3259	297,7013	0,21 ↑	298,4282	06.10.2017	244,1371	24.10.2016
20.10.2017	298,2152	298,3259	-0,04 ↓	298,4282	06.10.2017	244,1371	24.10.2016
23.10.2017	298,2161	298,2152	0,00 ↑	298,4282	06.10.2017	246,0003	25.10.2016
24.10.2017	297,9570	298,2161	-0,09 ↓	298,4282	06.10.2017	253,1990	26.10.2016
25.10.2017	297,7157	297,9570	-0,08 ↓	298,4282	06.10.2017	253,6272	27.10.2016
26.10.2017	298,7132	297,7157	0,34 ↑	298,7132	26.10.2017	253,6928	28.10.2016
27.10.2017	299,9187	298,7132	0,40 ↑	299,9187	27.10.2017	263,3477	15.12.2016
30.10.2017	300,6497	299,9187	0,24 ↑	300,6497	30.10.2017	263,3477	15.12.2016
31.10.2017	301,3387	300,6497	0,23 ↑	301,3387	31.10.2017	263,3477	15.12.2016
01.11.2017	300,8340	301,3387	-0,17 ↓	301,3387	31.10.2017	263,3477	15.12.2016
02.11.2017	299,2674	300,8340	-0,52 ↓	301,3387	31.10.2017	263,3477	15.12.2016

Продовження табл. В.2

1	2	3	4	5	6	7	8
03.11.2017	300,5558	299,2674	0,43 ↑	301,3387	31.10.2017	263,3477	15.12.2016
06.11.2017	299,2307	300,5558	-0,44 ↓	301,3387	31.10.2017	263,3477	15.12.2016
07.11.2017	300,2156	299,2307	0,33 ↑	301,3387	31.10.2017	263,3477	15.12.2016
08.11.2017	301,4974	300,2156	0,43 ↑	301,4974	08.11.2017	263,3477	15.12.2016
09.11.2017	302,1991	301,4974	0,23 ↑	302,1991	09.11.2017	263,3477	15.12.2016
10.11.2017	302,4067	302,1991	0,07 ↑	302,4067	10.11.2017	263,3477	15.12.2016
13.11.2017	303,0917	302,4067	0,23 ↑	303,0917	13.11.2017	263,3477	15.12.2016
14.11.2017	302,6900	303,0917	-0,13 ↓	303,0917	13.11.2017	263,3477	15.12.2016
15.11.2017	302,2436	302,6900	-0,15 ↓	303,0917	13.11.2017	263,3477	15.12.2016
16.11.2017	302,7808	302,2436	0,18 ↑	303,0917	13.11.2017	263,3477	15.12.2016
17.11.2017	302,9004	302,7808	0,04 ↑	303,0917	13.11.2017	263,3477	15.12.2016
20.11.2017	302,6911	302,9004	-0,07 ↓	303,0917	13.11.2017	263,3477	15.12.2016
21.11.2017	302,7074	302,6911	0,01 ↑	303,0917	13.11.2017	263,3477	15.12.2016
22.11.2017	303,1768	302,7074	0,16 ↑	303,1768	22.11.2017	263,3477	15.12.2016
23.11.2017	303,4713	303,1768	0,10 ↑	303,4713	23.11.2017	263,3477	15.12.2016
24.11.2017	303,8646	303,4713	0,13 ↑	303,8646	24.11.2017	263,3477	15.12.2016
27.11.2017	304,0790	303,8646	0,07 ↑	304,0790	27.11.2017	263,3477	15.12.2016
28.11.2017	303,9799	304,0790	-0,03 ↓	304,0790	27.11.2017	263,3477	15.12.2016
29.11.2017	304,1028	303,9799	0,04 ↑	304,1028	29.11.2017	263,3477	15.12.2016
30.11.2017	304,2688	304,1028	0,05 ↑	304,2688	30.11.2017	263,3477	15.12.2016
01.12.2017	304,4483	304,2688	0,06 ↑	304,4483	01.12.2017	263,3477	15.12.2016
04.12.2017	304,5991	304,4483	0,05 ↑	304,5991	04.12.2017	263,3477	15.12.2016
05.12.2017	304,2900	304,5991	-0,10 ↓	304,5991	04.12.2017	263,3477	15.12.2016
06.12.2017	303,8208	304,2900	-0,15 ↓	304,5991	04.12.2017	263,3477	15.12.2016
07.12.2017	303,7794	303,8208	-0,01 ↓	304,5991	04.12.2017	263,3477	15.12.2016
08.12.2017	303,8657	303,7794	0,03 ↑	304,5991	04.12.2017	263,3477	15.12.2016
11.12.2017	303,8799	303,8657	0,00 ↑	304,5991	04.12.2017	263,3477	15.12.2016
12.12.2017	304,8238	303,8799	0,31 ↑	304,8238	12.12.2017	263,3477	15.12.2016
13.12.2017	305,4295	304,8238	0,20 ↑	305,4295	13.12.2017	263,3477	15.12.2016
14.12.2017	306,5075	305,4295	0,35 ↑	306,5075	14.12.2017	263,3512	16.12.2016

Закінчення табл. В.2

1	2	3	4	5	6	7	8
15.12.2017	307,2460	306,5075	0,24 ↑	307,2460	15.12.2017	263,4229	20.12.2016
18.12.2017	309,7140	307,2460	0,80 ↑	309,7140	18.12.2017	263,4229	20.12.2016
19.12.2017	309,8096	309,7140	0,03 ↑	309,8096	19.12.2017	264,6861	23.12.2016
20.12.2017	310,5271	309,8096	0,23 ↑	310,5271	20.12.2017	264,6861	23.12.2016
21.12.2017	310,7580	310,5271	0,07 ↑	310,7580	21.12.2017	264,6861	23.12.2016
22.12.2017	311,9160	310,7580	0,37 ↑	311,9160	22.12.2017	265,0385	28.12.2016
26.12.2017	312,8848	311,9160	0,31 ↑	312,8848	26.12.2017	265,0385	28.12.2016
27.12.2017	314,1519	312,8848	0,41 ↑	314,1519	27.12.2017	265,0643	10.01.2017
28.12.2017	315,0583	314,1519	0,29 ↑	315,0583	28.12.2017	265,0643	10.01.2017
03.01.2018	315,7371	315,0583	0,22 ↑	315,7371	03.01.2018	265,0643	10.01.2017

Додаток Д

**Матеріали, що підтверджують практичну значущість результатів
дисертації**

Матеріали конференцій

1. Ярошевська О. В., Косова Т. Д. Адаптація фондкових 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 фондкових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання в умовах євроінтеграції* (0,07 друк. арк.).

2. Ярошевська О. В., Косова Т. Д. Інформаційні системи суб'єктів господарювання на фондовому ринку. *Імплементція інновацій обліково-аналітичного забезпечення сталого розвитку сучасного бізнесу*: матер. I 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.).

3. 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.).

4. 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.).

5. 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.).

6. 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.).

7. 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.).

8. 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.).

9. 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.).

10. 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.).

11. Ярошевська О. В. Уповноважені рейтингові агентства національного регулятора фондового ринку: регламенти діяльності. *Динамиката 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.).

12. Ярошевська О. В. Методичний підхід до визначення

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

13. 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.).

14. 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.).

15. 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.).

16. 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.).

17. 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.).

18. 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.).

19. 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.).

20. 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.).



НАРОДНИЙ ДЕПУТАТ УКРАЇНИ
заступник голови Комітету Верховної Ради України
з питань податкової та митної політики

м. Запоріжжя-35, 69035; тел./факс: (061) 233 22 12; e-mail: frolov.zap@i.ua

«01» лютого 2018 р. № 017/Д/18

На № _____ від _____

ДОВІДКА

Матеріали результатів дослідження кандидата економічних наук, доцента кафедри економіки Класичного приватного університету Ярошевської Оксани Володимирівни заслуговують схвального відгуку.

Набуті у процесі дослідження результати дають підставу стверджувати, що в Україні триває робота щодо підвищення рівня фінансової грамотності громадян. Однак її стан на сьогодні ще залишається низьким. Пріоритетним напрямом має бути корінна перебудова системи освіти шляхом впровадження необхідних інструментів для підвищення економічної грамотності ще з молодшого шкільного віку. Прерогативою повинна стати і розробка програм щодо обізнаності населення в фінансовій сфері.

Вирішення проблеми має здійснюватись комплексно. Саме це дасть можливість підвищити ефективність уже існуючих заходів шляхом координації зусиль органів виконавчої влади, місцевого самоврядування та освітніх установ, громадських і комерційних організацій, що здійснюють ініціативи в сфері фінансової освіти.

Надані матеріали свідчать, що виконані дослідження мають не тільки теоретичне, але й прикладне значення.

Народний депутат України

М.О. Фролов



**УКРАЇНА
РАХУНКОВА ПАЛАТА**

**Територіальне управління Рахункової палати по Донецькій та Луганській
областях (у м. Донецьк)**

вул. Шевченка, 137-б, м. Харків, 61013, Тел./Факс (057) 704-01-20 E-mail: teruprdon@ac-
rada.gov.ua

02 лютого 2018 року

№24-20/8

*Голові спеціалізованої
вченої ради Д 12.105.03*

ДОВІДКА

про практичне впровадження результатів дисертаційної роботи
на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю
08.00.08 – гроші, фінанси і кредит
Ярошевської Оксани Володимирівни

Територіальне управління Рахункової палати по Донецькій та Луганській областях схвально оцінило пропозиції кандидата економічних наук, доцента, доцента кафедри економіки Класичного приватного університету (м. Запоріжжя) Ярошевської Оксани Володимирівни щодо розрахунку інтегрального індексу фондового ринку, який має за мету визначення макроекономічної ситуації та тенденцій його розвитку. Для визначення інтегрального індексу фондового ринку на основі звітності торговців цінними паперами відбираються всі виконані угоди купівлі-продажу з акціями підприємств на вторинному ринку. Перевагами інтегрального індексу фондового ринку перед індексами ПФТС (Позабіржової фондової торговельної системи) та UX (Української біржі) є: значно більша за кількістю емітентів база розрахунку, пов'язана з цим диверсифікація фінансових ризиків і більш повна репрезентативність галузей національної економіки. Механізм практичного використання інтегрального індексу фондового ринку передбачає: щомісячну періодичність розрахунку, своєчасне оприлюднення, розкриття «індексного кошику» тощо. Зазначені пропозиції сприятимуть розширенню інформаційного забезпечення

проведення аудиту ефективності використання коштів державного бюджету національними регуляторами, зокрема Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг.

Начальник територіального
управління



О.І. Лебедєв



УКРАЇНА

ЗАПОРІЗЬКА ОБЛАСНА РАДА

сьомого скликання

ДЕПУТАТ

Чередніченко Станіслав Вікторович

69107, м. Запоріжжя, проспект Соборний 164, e-mail: cherednichenkostanislav@gmail.com тел. +380 (50) 189 54 79

14.04.2017 127/3

№

Класичний приватний університет
вул. Жуковського 70-б,

м. Запоріжжя, Україна, 69002

першому проректору
Покатаєвій О.В.

Шановна Ольго Вікторівно!

Пропозиції кандидата економічних наук, доцента, доцента кафедри економіки Класичного приватного університету Ярошевської Оксани Володимирівни щодо розвитку фінансового ринку на регіональному рівні схвалено в роботі депутата Запорізької обласної ради Чередніченка С.В.. Вони ґрунтуються на розбудові інфраструктури фондового ринку, створенні рейтингових агентств, проведенні рейтингової оцінки цінних паперів та їх емітентів. При цьому акцент робиться на необхідності посилення фінансового контролю з боку органів місцевого самоврядування за відповідальністю рейтингових агентств та достовірністю присвоєння рейтингових оцінок. Указані норми враховують вимоги Регламенту ЄС №1060/2009 Європейського Парламенту та Ради Європи від 16.09.2009 року «Стосовно кредитно-рейтингових агенцій».

З повагою,

Депутат Запорізької обласної ради,
кандидат економічних наук

С.В. Чередніченко



ЗАПОРІЗЬКА ОБЛАСНА ДЕРЖАВНА АДМІНІСТРАЦІЯ
ДЕПАРТАМЕНТ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ І ТОРГІВЛІ

пр. Соборний, 164, м. Запоріжжя, 69107, тел. (061) 224-63-26, факс (061) 224-60-66
e-mail: det@zoda.gov.ua Код ЄДРПОУ 02741456

09.10.2017 № 10-04/2720 На № _____ від _____

Першому проректору
Класичного приватного університету

Покатасвій О.В.

вул. Жуковського 70-б,
м. Запоріжжя, Україна, 69002

Шановна Ольга Вікторівна!

Результати дисертаційної роботи на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит Ярошевської Оксани Володимирівни, доцента кафедри економіки Класичного приватного університету щодо комплексного оцінювання розвитку фондового ринку України використано під час розробки «Стратегія регіонального розвитку Запорізької області на період до 2020 року» (затверджено рішенням обласної ради від 25.02.2016 № 1). Їх реалізація на практиці сприятиме досягненню стратегічної цілі 2 - Запорізький край - інвестиційно приваблива територія з розвинутими індустріальним комплексом та інфраструктурою.

З повагою,

заступник директора Департаменту
економічного розвитку і торгівлі
облдержадміністрації

В.В. Самусь



**ЗАПОРІЗЬКА
ТОРГОВО-ПРОМИСЛОВА ПАЛАТА**
ZAPORIZHZHYA CHAMBER OF COMMERCE AND INDUSTRY



Тел. (097) 213-95-34 Тел./факс (097) 233-11-72

E-mail: office@zch.gov.ua
<http://www.zch.gov.ua>

4 кв. Театрального, 69006 Запоріжжя, Україна
Тел. +38 (097) 213-95-34 Тел./факс +38 (097) 233-11-72

Ваш № 48/07-01
№ ДЧ.Н.2013

Голові спеціалізованої
вченої ради Д 12.105.03
у Донбаській державній
машинобудівній академії
Міністерства освіти і науки
України (м. Краматорськ)

ДОВІДКА

про використання на практиці результатів
дисертаційної роботи на здобуття наукового
ступеня доктора економічних наук за
спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Ярошевської Оксани Володимирівни

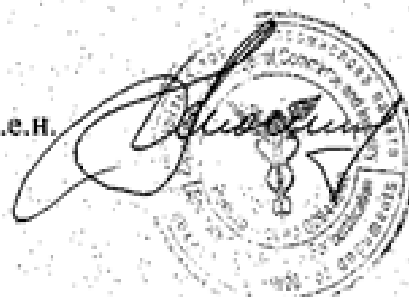
У діяльності Запорізької торгово-промислової палати використовуються пропозиції кандидата економічних наук, доцента Ярошевської Оксани Володимирівни щодо створення інвестиційної платформи для популяризації фондових механізмів залучення іноземного капіталу в економіку області, діяльність якої забезпечується проведенням міжнародних та всеукраїнських форумів за участі представників зарубіжних фондових бірж, міжнародних компаній, вітчизняних підприємств різних організаційно-правових форм власності. Основу тематики форумів становлять такі питання: розвиток інфраструктури фондового ринку України; залучення українськими компаніями акціонерного і боргового капіталу на міжнародних фондових ринках IPO та єврооблігацій; підвищення професійних компетенцій корпоративних секретарів тощо.

Економічний ефект діяльності інвестиційної платформи полягає у

можливостях: презентації промислового потенціалу та інвестиційної привабливості Запорізької області, залучення фінансових ресурсів для впровадження новітніх технологічних процесів на металургійних і машинобудівних підприємствах, фінансування та розвитку міжгалузевого співробітництва на основі використання фондів механізмів, доступу малих та середніх підприємств до інноваційних форм формування капіталу.

Зазначені пропозиції також сприяють активізації функцій Запорізької торгово-промислової палати як активного учасника програм соціально-економічного розвитку регіону, інтеграції запорізьких підприємств у міжнародне бізнес-середовище та фінансові ринки.

Віце-президент ЗТПП, д.е.н.



Д.А. Антонюк



**ДЕРЖАВНА ФІСКАЛЬНА СЛУЖБА УКРАЇНИ
ГОЛОВНЕ УПРАВЛІННЯ ДФС У ЗАПОРІЗЬКІЙ ОБЛАСТІ**

пр. Соборній, 166, м. Запоріжжя, 69107, тел./факс: (061) 219-05-13, тел. 219-05-16
e-mail: gr.official@zgf.gov.ua Код ЄДРПОУ 39026146

№ 02-17/643 від 02.10.2016 №

від _____

У спеціалізовану вчену раду по захисту дисертацій у Донбаській державній машиннобудівній академії (м. Краматорськ)
Д 12.105.03

ДОВІДКА

про використання на практиці результатів наукових досліджень кандидата економічних наук, доцента, доцента кафедри економіки підприємства Класичного приватного університету (м. Запоріжжя) Ярошевської Оксани Володимирівни

Спеціалісти Державної фіскальної служби України розглянули і схвалили пропозиції по диференціації ставки податку на прибуток щодо операцій із цінними паперами на різних сегментах фондового ринку. У пункті 170.2.6 статті 170 Податкового Кодексу України (ПКУ) зазначено, що «фінансовий результат за операціями з цінними паперами чи деривативами визначається платником податку. При цьому платник податку визначає фінансовий результат за операціями з цінними паперами чи деривативами, що перебувають в обігу на фондовій біржі, окремо від фінансового результату за операціями з цінними паперами чи деривативами, що не перебувають в обігу на фондовій біржі». Пропонується доповнити цей абзац фразою «...з метою диференційованого застосування ставки податку на прибуток, визначених у статті 136 «Ставки податку» ПКУ. Згідно пункту 136.1 цієї статті «Базова (основна) ставка податку становить 18 відсотків». Статтю 136 пропонується доповнити пунктом 136.7 «фінансовий результат за операціями з цінними паперами чи деривативами, що перебувають в обігу на фондовій біржі, оподатковується за ставкою, яка становить 50% від ставки, зазначеної у пункті 136.1». Реалізація вказаних пропозицій на практиці стимулюватиме розвиток організованого біржового сегменту фондового ринку України, сприятиме покращенню якості цінних паперів в обігу.

В.о. начальника

Ю.П. Козаченко

ОЩАДБАНК

У спеціалізовану вчену
раду по захисту дисертацій
Д 12.105.03

№1212 від «17» жовтня «2017»

Довідка

про впровадження в практичну діяльність науково-методичних пропозицій кандидата економічних наук, доцента, доцента кафедри економіки Класичного приватного університету (м. Запоріжжя) Ярошевської Оксани Володимирівни

Фахівці банку розглянули і схвалили запропоновані Ярошевською Оксаною Володимирівною пропозиції щодо механізмів взаємодії банківських установ та інститутів спільного інвестування (ІСІ), орієнтовані на ефективний розвиток фондового ринку та формування капіталу суб'єктів господарювання. Участь банківської установи в ІСІ дозволяє суттєво оптимізувати оподаткування, оскільки вони не мають обов'язку сплати авансових внесків з податку на прибуток у разі виплати дивідендів (пункт 57.1-1.5 Податкового Кодексу України (ПКУ)), звільнюються від оподаткування кошти спільного інвестування (пункт 141.6.1 ПКУ), а саме: кошти, внесені засновниками корпоративного фонду, кошти та інші активи залучені від учасників інституту спільного інвестування, доходи від здійснення операцій із активами інституту спільного інвестування, доходи, нараховані за активами інституту спільного інвестування, та інші доходи від діяльності інституту спільного інвестування (відсотки за позиками, орендні (лізингові) платежі, роялті тощо). Доходи у вигляді дивідендів по акціях, інвестиційних сертифікатах, які виплачуються інститутами спільного інвестування, не оподатковуються, як пасивні (пункт 167.5.2.5 ПКУ). Для доходів у вигляді дивідендів по акціях та/або інвестиційних сертифікатах, належних на правах, нарахованих нерезидентами, інститутами спільного

oschadbank.ua
0800 210 300

Ліцензія НБУ № 148 від 05.10.2011 р.

#oschadbanklie

ОЩАДБАНК

інвестування та суб'єктами господарювання, які не є платниками податку на прибуток, відповідно до пункту 167.5.4 ставка встановлюється у половинному розмірі ставки, встановленої у пункті 167.1).

Співпраця з ІСІ дозволяє диверсифікувати портфель цінних паперів банку, розподілити ризики інвестування в них, що зменшує потребу у формуванні резервів під знецінення цінних паперів і, відповідно, збільшує базу оподаткування банку. Макроекономічний ефект полягає у зростанні податкових надходжень до бюджету від банківської установи, компенсують податкові пільги ІСІ.

Заступник керуючого ТББВ №100070242
філії- ЗОУ АТ «Ощадбанк»



Ю.В.Деркульська



ЦЕНТР
БИРЖЕВЫХ
ТЕХНОЛОГИЙ

69035 Україна, м. Запоріжжя, вул. Миру, 16
office@cbt.center

№153-к від «18» 08 «2016»

У Донбаську державну машинобудівну академію
84313, м. Краматорськ, бул. Машинобудівників, 39а
Спеціалізованій вченій раді по захисту дисертацій

ДОВІДКА

про впровадження в практичну діяльність результатів дисертаційної роботи на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит кандидата економічних наук, доцента, доцента кафедри економіки Класичного приватного університету (м. Запоріжжя) Ярошевської Оксани Володимирівни

Центр біржових технологій у процесі інформаційно-консультаційної діяльності використовує систематизовані Ярошевською Оксаною Володимирівною біржові механізми залучення іноземного капіталу вітчизняними корпораціями (первинне публічне і приватне розміщення акцій, вторинне публічне і приватне розміщення акцій, випуск глобальних і депозитарних розписок), а також пропозиції з міжнародного подвійного лістингу цінних паперів українських емітентів. Врахування факторів, які роблять привабливим для вітчизняних корпорацій вихід на зарубіжні фондові біржі, а також умов, яким мають задовольняти емітенти та проспекти їх емісій, зміцнює конкурентні позиції українських емітентів.

Керівник підрозділу
Центру біржових технологій
м. Запоріжжя

Андросов С.П.

**Товариство з обмеженою відповідальністю
"Кремій Брок"
(ЄДРПОУ 37015651)**

Україна, 39602, Полтавська область, м. Кременчук, вул. Вагута, 3 Тел./факс: (0536) 79-80-06, 79-14-89
Регіональне відділення АКБ "Індустріалбанк" м. Кременчук МФО 313849 н/р № 26007019408774
E-MAIL: kbrok@zaz.poltava.ua

Вих. № А05/3 від 22.11.2016 р.

Голові спеціалізованої вченої ради по захисту дисертацій Д 12.105.03 у Донбаській державній машинобудівній академії Міністерства освіти і науки України Рековій Н.Ю.

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційної роботи на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит **Ярошевської Оксани Володимирівни**

Фахівці депозитарної установи ТОВ «Кремій Брок» розглянули і схвалили методичний підхід до поширення технологій електронної торгівлі цінними паперами на біржовому та позабіржовому ринках України, які нівелюють відмінності між ними. Практична цінність розроблених пропозицій полягає у позитивному впливі Інтернет - трейдингу та онлайн - брокериджу на розвиток фінансового ринку через впровадження віддаленого доступу до торгів цінними паперами, що розширює коло суб'єктів та інструментів операцій, стимулює інвестиційний попит, формує фінансову грамотність населення, яке отримує альтернативу розміщення коштів поза межами банківських установ. Електронні технології сприяють удосконаленню депозитарного обліку цінних паперів та захисту прав їх власників.

Директор ТОВ «Кремій Брок»
кандидат економічних наук



(Signature)
В. О. Козлова

**ТОВАРИСТВО З ОБМЕЖЕНОЮ ВІДПОВІДАЛЬНІСТЮ
«КОМПАНІЯ З УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ
«ДНІПРОВСЬКИЙ ІНВЕСТОР»**

код ЄДРПОУ 35263969
п/р 2650900300540 в ПАТ КБ «ГЛОБУС» м. Київ, МФО 380526
02099, м. Київ, вул. Бориспільська, 9; тел./факс (044) 461-79-84

*У спеціалізовану вчену раду по
захисту дисертацій Д 12.105.03
ДДМА, 84313, м. Краматорськ,
буль. Машинобудівників, 39а*

№ 11/08 від «26» 05 «2017»

Довідка

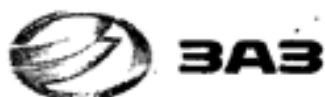
про провадження у практичну діяльність результатів наукових досліджень
кандидата економічних наук, доцента
Ярошевської Оксани Володимирівни

Керівництво ТОВ КУА «Дніпровський інвестор» підтримує і вважає значущими для практики науково-методичні рекомендації здобувача наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит Ярошевської Оксани Володимирівни, які стосуються підвищення якості захисту прав інвесторів. Вони орієнтовані на забезпечення можливості реалізувати міноритарними власниками права на участь в управлінні акціонерним товариством, на отримання інформації і дивідендів, зниження вартості обслуговування рахунку в цінних паперах у бездокументарній формі; підвищення рівня професійної діяльності інфраструктурних учасників фондового ринку (інститутів спільного інвестування; торговців цінними паперами та фондових бірж; депозитарних установ) та контроль дотримання ними законодавства про захист прав інвесторів. Реалізація вказаних заходів на практиці сприятиме активізації інвестиційної діяльності на фондовому ринку України.

Директор



О. В. Кулініч



ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО
«ЗАПОРІЗЬКИЙ АВТОМОБІЛЕБУДІВНИЙ ЗАВОД»

ЗАСТУПНИК ГОЛОВИ ПРАВЛІННЯ

пр. Соборний, 8, м. Запоріжжя, 69600
Телефон: 286 04 74; телефакс: 286 09 23, E-mail: vadim.vasilenko@zaz.zp.ua
Поточний рахунок 26002005299000 в Філії «КІБ» ПАТ «Креді Агріколь Банк» м. Київ, МФО 300379, код ЄДРПОУ 25480917

01.11.2017 № 32/ЗТБ

У спеціалізовану вчену
раду по захисту дисертацій

Довідка
про використання науково-методичних рекомендацій
кандидата економічних наук, доцента,
доцента кафедри економіки
Класичного приватного університету (м. Запоріжжя)
Ярошевської Оксани Володимирівни

Розглянувши науково-методичні рекомендації з удосконалення корпоративного управління в системі розвитку фондового ринку, фахівці ПАТ «Запорізький автомобілебудівний завод» визнали їх своєчасними і важливими для підприємства. Основний їх зміст зводиться до таких пропозицій:

- розробка Кодексів корпоративного управління і Положень: про акції акціонерного товариства, про порядок розподілу прибутку;
- введення посади корпоративного секретаря;
- залучення депозитарних установ до проведення реєстрації акціонерів для участі в їх загальних зборах;
- запрошення представників Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України для здійснення контролю за станом реєстрації акціонерів або їх представників для участі в загальних зборах;
- створення комітетів у складі наглядової ради товариства: стратегічного планування, аудиторського, з питань призначень і винагород, інвестиційного;

проведення самооцінки наглядовою радою;

формулювання вимог до членів наглядової ради у внутрішніх документах акціонерного товариства в частині галузевих знань і досвіду роботи в галузі, знань у сфері фінансів і менеджменту, особистих якостей (чесність, відповідальність), відсутності конфлікту інтересів, граничного віку;

підвищення транспарентності діяльності компанії; розкриття на офіційному сайті компанії установчих та внутрішніх документів, фінансової звітності, аудиторських висновків, документів звітності, що подаються відповідним державним органам (регулярна інформація, особлива інформація), незалежних аналітичних звітів тощо.

Реалізація науково-методичних рекомендацій із удосконалення корпоративного управління сприятиме підвищенню інвестиційної привабливості ПАТ «Запорізький автомобілебудівний завод», що виразиться у зростанні попиту на його акції на фондовому ринку. Залучення акціонерного капіталу сприятиме зменшенню від'ємного значення власного капіталу; розширення обсягів операційної діяльності дозволить подолати її збитковість. Узагальнюючими очікуваними результатами є зміцнення фінансового стану підприємства та його конкурентних позицій на ринку.

Заступник Голови Правління



В.В. Василенко

Україна		02.02.079-210
МОТОР СІЧ		МОТОР СІЧ
69068, м. Запоріжжя, пр. Моторобудівників, 15 Факс: (061) 720-50-00 E-mail: motor@motosich.com www.motosich.com		69068, м. Запоріжжя, пр. Моторостроїтелів, 15 Факс: (061) 720-50-00 E-mail: motor@motosich.com www.motosich.com
На № <u>29638</u>		У спеціалізовану вчену раду по захисту дисертацій

Довідка про використання на практиці результатів
дисертаційної роботи на здобуття наукового ступеня доктора
економічних наук доцента кафедри економіки
Класичного приватного університету (м. Запоріжжя)
Ярошевської Оксани Володимирівни

Керівництво підприємства розглянуло і схвалило науково-практичні рекомендації щодо реформування дивідендної політики публічного акціонерного товариства «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.

Фінансовий директор
АТ «Мотор Січ»



В.О.Луїнін

09117

СТРАХОВА КОМПАНІЯ
АСКО ДС

ПрАТ «СК АСКО ДС»
84205, Україна, Донецька обл., м. Дружківка, вул. Соборна, 37
Тел. (06267) 4-43-41, 050-473-97-89, E-mail: office@askods.dn.ua

№ 82 № 30.01.2018
На № _____

Голові спеціалізованої
вченої ради Д 12.105.03
Рековій Н.Ю.

Шановна Наталія Юрївна!

Фахівці страхової компанії «Аско ДС» використовують розроблені здобувачем наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит Ярошевською Оксаною Володимирівною пропозиції щодо впровадження Глобальних стандартів результативності інвестицій (*Global Investment Performance Standards – GIPS*). Вони узгоджуються із заходами Національної комісії з регулювання ринку цінних паперів, які орієнтовані на підвищення якості цінних паперів у портфелях страхових компаній і передбачають: проходження процедури лістингу на фондовій біржі, знаходження у біржовому реєстрі та в обігу на фондовій біржі. *GIPS* є етичними стандартами представлення результативності інвестування, призначеними для справедливого і повного розкриття результатів діяльності компанії, які розділені на окремі розділи: основні принципи відповідності стандартам, початкові дані, методика розрахунків, побудова композитів, розкриття інформації, представлення результатів і звітність. Страхова компанія, яка приєдналася до стандартів *GIPS*, має пройти процедуру верифікації - це атестація процесів і процедур оцінки результативності інвестування в компанії по управлінню цінними паперами, яка виконується незалежною третьою стороною – «верифікатором». Верифікація перевіряє відповідність вимогам стандартів *GIPS* процесів управління композитами, процедур для розрахунку і представлення результатів інвестування в цінні папери страхових компаній. Наявність звіту про верифікацію зміцнюватиме конкурентні позиції компанії на страховому ринку.

З повагою,
Генеральний директор



Є. Л. Матушевський

КЛАСИЧНИЙ
ПРИВАТНИЙ
УНІВЕРСИТЕТ

Україна, 69002 тел. (061) 764-57-15
м. Запоріжжя, (0612) 63-99-73
Жуковського, 70 "Б" факс (061) 764-57-15
(061) 701-90-02



CLASSIC
PRIVATE
UNIVERSITY

70 "B", Zhukovskogo st., tel. (061) 764-57-15
69002 Zaporizhja, (0612) 63-99-73
UKRAINE fax (061) 764-57-15
(061) 701-90-02

№ 65

01 02 2018р.

У спеціалізовану вчену раду Д 12.105.03

ДОВІДКА

про впровадження у навчальний процес
науково-методичних підходів
доцента кафедри економіки
Ярошевської Оксани Володимирівни

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». Лекційний матеріал і практичні завдання, засновані на розроблених науково-методичних підходах, дозволяють сформувати у студентів компетенції щодо надання послуг фінансового ринку відповідно до міжнародних стандартів, а також визначають орієнтири розвитку фондового ринку України в умовах підписання угоди про асоціацію з ЄС.

Перший проректор КПУ



О.В. Покатаєва