

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ЗАПОРІЗЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ТЕХНІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

Економіко-гуманітарний інститут.  
Факультет економіки та управління  
(повне найменування інституту, назва факультету)

Фінанси, банківська справа та страхування  
(повна назва кафедри)

**Пояснювальна записка**  
до дипломної магістерської роботи  
магістра  
(ступінь вищої освіти (освітній ступінь))

на тему ІНФРАСТРУКТУРА ФОНДОВОГО РИНКУ: СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ  
У СВІТІ І В УКРАЇНІ

Виконав: студент 6 курсу, групи ФЕУ- 122м  
спеціальності (напряму підготовки)  
072 «Фінанси, банківська справа та страхування»  
(код і назва напряму підготовки, спеціальності)

	<u>Ващенко Л.</u> (прізвище та ініціали)
Керівник	<u>Пахомова І.Г.</u> (прізвище та ініціали)
Рецензент	<u>Стріжко О.С.</u> (прізвище та ініціали)

м.Запоріжжя  
2017 року

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
Запорізький національний технічний університет  
( повне найменування вищого навчального закладу )

Інститут, факультет ЕГІ,ФЕУ

Кафедра Фінанси, банківська справа та страхування

Ступінь вищої освіти (освітній ступінь) магістр

Спеціальність 072 «Фінанси, банківська справа та страхування»

(код і назва)

Напрямок підготовки 072»Фінанси,банківська справа та страхування»

(код і назва)

**ЗАТВЕРДЖУЮ**

Завідувач кафедри к.е.н., доцент

Шарова С.В.

“ ” \_\_\_\_\_ 20 17 року

**З А В Д А Н Н Я**  
**НА ДИПЛОМНУ РОБОТУ СТУДЕНТУ**

Ващенко Єлизавета

(прізвище, ім'я, по батькові)

1. Тема роботи Інфраструктура фондового ринку: сучасні тенденції у світі і в Україні

керівник проекту роботи Пахомова Ірина Георгіївна, к.е.н., доцент,

( прізвище, ім'я, по батькові, науковий ступінь, вчене звання)

затверджені наказом вищого навчального закладу від “ ” \_\_\_\_\_ 20   року №

2. Строк подання студентом роботи 15 листопада 2017 року

3. Вихідні дані до роботи Законодавчі та нормативно-правові акти; статистична та фінансова звітність суб'єктів інфраструктури фондового ринку

4. Зміст розрахунково-пояснювальної записки (перелік питань, які потрібно розробити)

Розділ 1. Теоретичні засади формування інфраструктури фондового ринку.

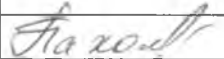
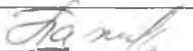
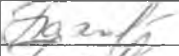
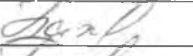





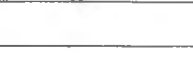
Розділ 2. Сучасні тенденції та перспективи розвитку інфраструктури фондового ринку України.

Розділ 3.Удосконалення інфраструктури фондового ринку України в контексті стратегічних напрямів розвитку світової фінансової системи.

Розділ 4. Охорона праці та безпеки в надзвичайних ситуаціях.

5. Перелік графічного матеріалу (з точним зазначенням обов'язкових креслень) Вплив різних форм трансакційних витрат, на формування інфраструктури фондового ринку. Моделі регулювальної інфраструктури у світовій практиці. Динаміка обсягу біржових контрактів із цінними паперами. Капіталізація лістингових компаній фондового ринку за 2016 р. Декомпозиція її функцій та завдань інфраструктури фондового ринку. Класифікація учасників фондового ринку з позиції врахування потреб розвитку інфраструктури.

6. Консультанти розділів роботи

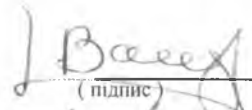
Розділ	Прізвище, ініціали та посада консультанта	Підпис, дата	
		завдання видав	прийняв виконане завдання
1	Пахомова І.Г., доцент		
2	Пахомова І.Г., доцент		
3	Пахомова І.Г., доцент		
4	Журавель С. М., ст викл.		
Нормоконтролер	Чередниченко Н.О., ст.викл.		

7. Дата видачі завдання 15.02.2017

**КАЛЕНДАРНИЙ ПЛАН**

№ з/п	Назва етапів дипломної роботи	Строк виконання етапів роботи	Примітка
1	Збір матеріалу на проектування	15.02-30.03	
2	Групування та аналіз зібраного матеріалу. Уточнення завдань проектування	1.04 -20.05	
3	Виконання теоретичної частини роботи	21.06 -30.07	
4	Виконання графічної частини роботи	1.08 – 30.08	
5	Написання та оформлення дипломної магістерської роботи	1.09-09.10.	
6	Перевірка роботи керівником, консультантами	10.10-8.11.	
7	Попередній захист роботи	15.11.2017	
8	Переплітання оформлення дипломної магістерської роботи	20.11.2017	
9	Захист роботи у ЕК	15.12.2017	

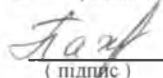
Студент

  
(підпис)

Ващенко Є.

(прізвище та ініціали)

Керівник роботи

  
(підпис)

Пахомова І.Г.

(прізвище та ініціали)

## АНОТАЦІЯ

*Ващенко Є. О.* Інфраструктура фондового ринку: сучасні тенденції у світі і в Україні. — Дипломна магістерська робота.

Дипломна магістерська робота зі спеціальності 072 магістр фінансів, банківської справи та страхування. — Кафедра фінанси, банківська справа та страхування, Запорізький національний технічний університет, 2017.

Розглянуті науково-методичні засади стратегічних напрямків формування ефективної інфраструктури фондового ринку України. Досліджено сучасний стан розвитку ІФР України, його вплив на загальний рівень розвитку фондового ринку України.

Проведено аналіз і надано оцінку сучасної практики системи показників ефективності функціонування ІФР.

Обґрунтовані напрями розвитку ІФР України з урахуванням міжнародного досвіду та глобалізаційних процесів у світовій фінансовій системі.

Була запропонована система індикаторів оцінювання ефективності функціонування ІФР шляхом включення до її складу показників, які характеризують: інтенсивність використання ІФР у процесі обслуговування операцій з цінними паперами; приріст вартості цінних паперів; зростання обсягу інвестиційних ресурсів, залучених на фондовому ринку; рівні централізації, організованості та контрольованості діяльності на ринку; роль ІФР у формуванні ринкової вартості цінних паперів.

Ключові слова: ІНФРАСТРУКТУРА ФОНДОВОГО РИНКУ, СИСТЕМА ПОКАЗНИКІВ, ЕФЕКТИВНІСТЬ, ІНТЕНСИВНІСТЬ, ОПЕРАЦІЇ З ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ, ТЕНДЕНЦІЇ, ГЛОБАЛІЗАЦІЙНІ ПРОЦЕСИ.

## ANNOTATION

*Vaschenko L. Stock market infrastructure: modern trends in the world and in Ukraine.* — The master's degree work.

The master's degree work on speciality 072 master of finance, banking and insurance. — The Department of finance, banking and insurance, Zaporozhye National Technical University, 2017.

Considered the scientific and methodical principles strategic directions of formation of effective infrastructure of the stock market of Ukraine. Investigated the current state of development of IGF of Ukraine, its effect on the overall level of development of the stock market of Ukraine.

The analysis provided an assessment of the modern practice of the system of indicators of the effectiveness of the functioning of the Stock market infrastructure.

Reasonable directions of development of Stock market infrastructure of Ukraine taking into account the international experience and the globalization of the world financial system.

The system of indicators of evaluation of efficiency of functioning of Stock market infrastructure was proposed by incorporating its structure indicators that characterize: the intensity of use of Stock market infrastructure in the servicing of operations with securities; increase the value of the securities; growth in the volume of investments attracted to the stock market; the level of centralisation, the organization and manageability of activity on the market; the role of the Stock market infrastructure in shaping the market value of securities.

Keywords: STOCK MARKET INFRASTRUCTURE, SCORECARD, EFFICIENCY, INTENSITY, SECURITIES TRANSACTIONS, TRENDS, GLOBALIZATION PROCESSES.

## СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ДО ДИПЛОМНОЇ МАГІСТЕРСЬКОЇ РОБОТИ

1. Ващенко Є. О. Сучасний стан фондових бірж України/ Є. О. Ващенко // Ефективна економіка: електронне наукове видання Дніпропетровського державного аграрно-економічного університету, 2017р. – № 11. – Режим доступу: <http://www/economy.nauka.com.ua>.

2. Участь у всеукраїнській науково-практичній інтернет-конференції з тезами на тему « Сучасний стан фондового ринку України».

## ЗМІСТ

АНОТАЦІЯ	
ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ, СИМВОЛІВ, ОДИНИЦЬ, СКОРОЧЕНЬ І ТЕРМІНІВ	10
ВСТУП	10
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ІНФРАСТРУКТУРИ ФОНДОВОГО РИНКА	13
1.1. Фондовий ринок країни: сутність, роль та принципи організації	13
1.2. Економічна сутність, складові та особливості розвитку інфраструктури фондового ринку	26
1.3. Нормативно-правове регулювання діяльності учасників фондового ринку України	38
РОЗДІЛ 2. СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ІНФРАСТРУКТУРИ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ	46
2.1. Оцінка сучасного стану функціонування елементів інфраструктури фондового ринку України за 2010-2016 рр.	46
2.2. Статистичне оцінювання ролі фондового ринку на сучасному етапі економічного розвитку	64
2.3. Сучасні моделі побудови обліково-розрахункової інфраструктури ринку цінних паперів	86
2.4. Обґрунтування напрямів розвитку інфраструктури фондового ринку України з врахуванням міжнародної практики та впливу світової фінансової системи	98
РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ ІНФРАСТРУКТУРИ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ В КОНТЕКСТІ СТРАТЕГІЧНИХ НАПРЯМІВ РОЗВИТКУ СВІТОВОЇ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ	110
3.1. Визначення концептуальних засад та моделі розвитку інфраструктури фондового ринку України	110

3.2. Стратегічні та тактичні критерії та умови досягнення оптимальності розвитку фондового ринку України	118
3.3. Удосконалення інфраструктури фондового ринку в процесі розвитку соціально-відповідального інвестування	128
РОЗДІЛ 4. ОХОРОНА ПРАЦІ ТА БЕЗПЕКА В НАДЗВИЧАЙНИХ СИТУАЦІЯХ	138
ВИСНОВКИ	157
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	165
ДОДАТОК А Комплекс дій Комітетів Національної комісії з цінних цінностей та фондового ринку в системі вдосконалення інфраструктури фондового ринку за 2016 рік	176
ДОДАТОК Б Функція імпульсів відгуків для PFTS, TURNVR, GPD, композиції дисперсій для змінних CPI, GDP, PFTS, TURNVR	190



**ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ, СИМВОЛІВ, ОДИНИЦЬ,  
СКОРОЧЕНЬ ТА ТЕРМІНІВ**

АМК	–	Антимонопольний комітет України
НКЦПФР	–	Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку
ДПС	–	Державна податкова служба України
ЄБРР	–	Європейський банк реконструкції та розвитку
КМФБ	–	Київська міжнародна фондова біржа
МВФ	–	Міжнародний валютний фонд
ПФТС	–	Перша фондова торговельна система
СОТ	–	Світова організація торгівлі
ТІС	–	торгово-інформаційна система
ТНК	–	транснаціональна компанія
УМВБ	–	Українська міжбанківська валютна біржа
УМФБ	–	Українська міжнародна фондова біржа
УФБ	–	Українська фондова біржа
ФПГ	–	фінансово-промислова група
CESR	–	Комітет європейських регуляторів з цінних паперів
DTC	–	Депозитарна трастова компанія
ESC	–	Європейський комітет з цінних паперів
IFS	–	Міжнародна фінансова корпорація
IOSCO	–	Міжнародна організація комісій з цінних паперів
IPO	–	первинне публічне розміщення цінних паперів
NASDAQ	–	Позабіржовий ринок комп'ютерного котирування США
NSCC	–	Корпорація з клірингу цінних паперів
SWIFT	–	Всесвітня спілка міжбанківських фінансових телекомунікаційних мереж
UKRDAQ	–	Організована система торгівлі цінними паперами на комп'ютерній основі (тобто електронна біржа)

## ВСТУП

Актуальність теми. Сучасний світогосподарський розвиток, якому притаманні об'єктивно посилювані інтеграційні риси, спирається на багаторівневу інфраструктурну базу, котра має тенденцію до постійного розширення та оновлення. Зростання вимог до безпеки проведення операцій з цінними паперами через посилення ризиків, пов'язаних з нарощенням обсягів інвестування, розширенням спектра послуг фінансових посередників, підвищенням вимог до якості розрахунків та захисту прав власності у процесі обігу та зберігання цінних паперів, зумовлює необхідність удосконалення і розвитку інфраструктури фондового ринку (ІФР).

Водночас необхідним є поглиблення досліджень розвитку інфраструктури РЦП Європейського Союзу, досвід якого потребує системних узагальнень, оскільки він є цінним для України не лише з точки зору розбудови сучасної інфраструктури національного ринку цінних паперів, але й з огляду на євроінтеграційний вектор розвитку. Суттєві корективи в методологію і практику аналізу інфраструктури РЦП вносить посилювана асиметричність економічного розвитку, що особливо гостро проявилися в період останньої світової фінансової кризи, суттєво актуалізувавши проблеми глобального обігу спекулятивного капіталу, ризиковості інвестиційних операцій, ліквідності і прозорості фондового ринку, антикризового потенціалу його інфраструктури. Наведені вище аргументи зумовили вибір теми дипломної магістерської роботи, її мету та спрямованість ключових дослідницьких завдань.

Фундаментальні засади ефективного розвитку ІФР у контексті функціонування національних та глобальних фінансових систем закладено у наукових працях таких зарубіжних вчених, як: Ф. Ален, П. Баренбойм, Т. Бек, Р. Бернард, Б. Борн, А. Бут, О. Вільямсон, Х. Зінгер, Е. Деміргук-Кунт, Ф. Йохімсен, М. Квінтін, Р. Левін, А. Маддалоні, Я. Міркін, А. Пізенті,

А. Рот, С. Тадессе, М. У. Тейлор, П. Хартман, Г. Хедткамп, Г. Дж. Шиназі та ін. Дослідженню проблеми розвитку ІФР України присвячено наукові праці таких вітчизняних дослідників, як: Г. М. Азаренкова, О. І. Барановської, О. Д. Василик, В. М. Геєць, В. М. Гриньова, О. В. Герасименко, І. О. Лютий, М. Ю. Погосова, О. Р. Романенко, М. І. Савлук, В. П. Ходаківська та ін.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дипломна магістерська робота виконана згідно з темою кафедри фінансів, банківської справи та страхування ЗНТУ № 05315 «Економічні реформи в Україні та їх вплив на фінансово-кредитні відносини».

Об'єктом дослідження є інтеграційні процеси в інфраструктурі ринків цінних паперів як основного механізму перерозподілу грошових накопичень.

Предметом дослідження є закономірності формування та сучасні особливості розвитку інфраструктури ринку цінних паперів.

Методи дослідження. У роботі використано сукупність методів наукового пізнання, що дало можливість реалізувати концептуальну єдність наукового дослідження. Для досягнення поставлених цілей застосовано комплекс загальнонаукових і спеціальних методів дослідження: виявлення передумов розвитку інфраструктури ринку цінних паперів; групування (під час систематизації та ієрархічної ідентифікації елементів інфраструктури; узагальнення (при формуванні розуміння сучасної ролі інфраструктури в економіці, аналітичних оцінках американського досвіду розвитку інфраструктури РЦП з метою його адаптації в Україні в контексті національних пріоритетів; дедуктивного (в процесі висунення та доведення гіпотези щодо взаємозв'язку параметрів організованих РЦП; економіко-математичного моделювання (під час економетричного аналізу розвитку інфраструктури РЦП для демонстрації сучасних тенденцій розвитку РЦП та ілюстрації взаємозалежності між елементами його інфраструктури).

Елементи наукової новизни одержаних результатів полягають в системному аналізі теоретичних концепцій та міжнародних практик функціонування інфраструктури ринку цінних паперів, розкрито його

критичну роль у динамізації та підвищенні ефективності капіталообміну; обґрунтовано шляхи розвитку інфраструктури ринку цінних паперів України в процесі євроінтеграційної гармонізації.

Практична значущість одержаних результатів полягає в можливості й доцільності їхнього використання в роботі державних органів регулювання економічної діяльності на фінансовому ринку учасників ринку цінних паперів, рейтингових агентств, науково-дослідних установ..

Апробація результатів роботи. Основні положення та висновки дослідження обговорено й схвалено на міжнародній науково-практичній конференції та в працях: Сучасний стан фондових бірж України// Ефективна економіка: електронне наукове видання Дніпропетровського державного аграрно-економічного університету, 2017р. – № 11. – Режим доступу:<http://www/economy.nauka.com.ua>; Сучасний стан фондових бірж України // Кол. монографія.

Інформаційною базою дослідження є вітчизняні та зарубіжні літературні джерела, фактологічна інформація державних органів влади, матеріали офіційних іноземних органів та України, матеріали та звіти міжнародних організацій, ресурси Інтернет.

Незважаючи на значну кількість наукових досліджень щодо теоретичних та практичних засад формування та розвитку ІФР, деякі питання залишаються поки що не повною мірою дослідженими. Подальшої розробки потребує комплекс проблем, пов'язаних з обґрунтування напрямів розвитку ІФР України із врахуванням міжнародного досвіду, розвитку соціально відповідального інвестування, визначенням довгострокових та короткострокових кількісних та якісних критеріїв оптимальності ІФР країни. Важливість дослідження вказаних питань та недостатній рівень їх теоретичної розробки обумовили вибір теми роботи, свідчать про її актуальність, теоретичну та практичну значимість.

## РОЗДІЛ 1

### ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ІНФРАСТРУКТУРИ ФОНДОВОГО РИНКА

#### **1.1. Фондовий ринок країни: сутність, роль та принципи організації**

Досягнення стійкого економічного зростання, що є одним з базових стратегічних завдань розвитку національних економік, об'єктивно вимагає наявності адекватної фінансової системи, здатної ефективно трансформувати тимчасово вільні кошти організацій та населення в інвестиції. Важливим сегментом фінансового ринку як однієї із складових фінансової системи сучасних ринкових економік, що покликаний сприяти оптимальному та ефективному розподілу фінансових ресурсів між позичальниками, кредиторами та інвесторами, є фондовий ринок.

За своїм економічним походженням ринок цінних паперів належить до групи спеціалізованих ринків функціонального призначення, що сформувалася у другій половині ХХ-го століття під впливом розвитку кредитних відносин і акціонерної форми власності. Тобто в економіці ринкового типу ринки цінних паперів є дієвими механізмами перерозподілу інвестиційних ресурсів, трансформації заощаджень у інвестиції.

У даний час ринок цінних паперів є важливою складовою національного господарства і світової економіки, що визначає загальний рівень їх розвитку з позиції імплементації ринкових принципів господарювання, якості організації економічних відносин та культури підприємництва. З огляду на це досить часто у літературних джерелах ринок цінних паперів образно називають «барометром економічної погоди». Так, наприклад, у роботі Загорського В. зазначається, що «... за своєю сутністю й механізмом функціонування фондовий ринок є надчуттєвим індикатором, барометром стану економіки».

У зарубіжній теорії та практиці фондовий ринок розглядається або як частина фінансової системи, до складу якої входять також банківська система, ощадні установи, страхові компанії та пенсійні фонди, державний фінансовий сектор, або як частина фінансового ринку [25].

Досліджуючи ринок цінних паперів як елемент фінансової системи країни, необхідно врахувати, що він, як правило, не розглядається при вивченні її складної ієрархічної будови у якості елементів першого рівня. Це зумовлено тим, що структура фінансової системи визначається задіяною моделлю економіки та є відображенням притаманних їй форм і методів використання фінансів [26]. З точки зору сукупності фінансових ринків, фінансових інститутів, фінансових інструментів фінансову систему прийнято розглядати тільки у контексті формування та використання ринкового типу економіки. При цьому важлива роль відводиться фінансовому ринку, який забезпечує перерозподіл тимчасово вільних фінансових ресурсів, перетворює їх на фінансові активи, здатні приносити певний дохід власнику.

Для того, щоб розглянути роль ринку цінних паперів у фінансовій системі країни, необхідно, перш за все, визначитись із його місцем в сукупності фінансових сфер та ринків, що її формують.

При цьому фінансовий ринок має визначальний вплив на функціонування фінансової системи країни: від того, наскільки стабільно він функціонує та інтенсивно розвивається, залежить стабільність фінансової системи в цілому. Отже, роль ринку цінних паперів у фінансовій системі країни необхідно досліджувати скрізь призму його місця у функціонуванні фінансового ринку, який, як правило, розглядається як сукупність ринків, що забезпечують кругообіг фінансових ресурсів. Тобто, передусім, необхідно визначитись із місцем ринку цінних паперів у складі фінансового ринку. Слід зауважити, що з цього питання не досягнута єдність думок серед вітчизняних та зарубіжних учених.

Перш за все, не зважаючи на те, що на нашу думку існують незначні розбіжності в розумінні термінів ринок цінних паперів та фондовий ринок, в

даному дослідженні в процесі аналізу існуючої ситуації, а також, виходячи з того, що в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» визачення фондового ринку прирівняно до ринку цінних паперів, а також з врахуванням того, що в звітах державних регуляторів фінансового ринку статистична інформація надається саме в контексті тотожності фондового ринку та ринку цінних паперів, для дослідження приймаємо за основу, що ринок цінних паперів та фондовий ринок є поняття тотожні.

У країнах із розвиненою системою ринкових відносинах ринок цінних паперів займає у складі фінансового ринку настільки значне місце, що його навіть часто ототожнюють з фінансовим ринком. Але і в цьому випадку в зарубіжній економічній літературі чітко простежується, що ринок цінних паперів лише частина, хоча і значна, фінансового ринку або один з числа фінансових ринків. На нашу думку, коректно вести мову про те, що ринок цінних паперів в структурі фінансового ринку є одним з взаємозв'язаних і доповнюючих один одного, окремо функціонуючим ринком фінансових ресурсів, що мають специфічну форму втілення – цінні папери.

У економічній літературі також можна зустріти підхід, при якому автори намагаються уникнути встановлення чітких взаємозв'язків між різними видами фінансових ринків, передбачених ієрархічною будовою фінансової системи. При цьому структура фінансового ринку диференціюється на складові елементи по-різному, залежно від обраної класифікаційної ознаки. Також однорівневий підхід до структурування фінансового ринку, при якому ринок цінних паперів виділяється як складовий елемент другого рівня ієрархічної будови фінансової системи пропонується у роботах Василика О. 25 [1711], В.М. Шелудько [47], Леоненко П., Юхименко П., Ільєнко А. та інших. Так, на думку Василика О. складовими фінансового ринку є валютний ринок, ринок кредитів, ринок цінних паперів, ринок фінансових послуг, Шелудько В. – ринок цінних паперів (фондовий ринок), валютний та кредитний ринки, а колектив авторів у складі Леоненко П., Юхименко П., Ільєнко А. та інших розподіляють

фінансовий ринок на ринок грошей, кредитних ресурсів, цінних паперів і фінансових послуг.

На наш погляд, найадекватніше місце ринку цінних паперів у складі фінансового ринку відображають погляди на дане питання Карпінського Б. та Герасименко О., проте їх позиція має бути уточнена шляхом врахування слушної думки Іваницькою О. про доповнення першого рівня структурування фінансового ринку поряд з ринком грошей та ринком капіталів строковим ринком, який у частині обігу похідних цінних паперів також входить до складу ринку цінних паперів, якій виокремлюється на drugovu рівні структури фінансового ринку країни.

Ми погоджуємося з думкою, що термін, на який випускається цінний папір, не є достатньою підставою для її віднесення до об'єктів фондового ринку. Для цього вони повинні дозволяти формувати або трансформувати цільові фонди фінансових коштів в процесі емісії або обігу цінних паперів.

При розробці авторської позиції щодо місця ринку цінних паперів у складі фінансової системи та фінансового ринку країни та характеру співвідношення між фондовим ринком та ринком цінних паперів нами використано підхід, заснований на комплексному баченні змістовних характеристик, що впливають на відповідні взаємозв'язки. Він передбачає врахування трьох обставин:

- структури фондового ринку як сукупності правил і норм, на яких будуються економічні відносини між суб'єктами ринку, самих цих відносин і безпосередньо об'єктів і суб'єктів ринку;
- розмежування грошових і товарних цінних паперів;
- зазначеним вище розумінні зв'язку поняття «фондовий ринок» з терміном «фонди».

Такий підхід знайшов своє теоретичне обґрунтування у дослідженнях Архирєєва С. і Зінченко Я. [5, с. 82]. Урахування цих трьох обставин в їх взаємозв'язку, на їх думку, дозволяє правильно встановити межі фондового ринку: до його інструментів не можна відносити товарні цінні папери,



оскільки вони обслуговують процес товарообігу, але не пов'язані з формуванням або трансформацією цільових фондів фінансових ресурсів.

В даному випадку доречно пригадати, що цінні папери залежно від характеру операцій і операцій, що закладені у основу випуску цінних паперів, а також цілей їх випуску класифікуються на фондові, що знаходяться в обігу на фондових біржах, і комерційні, які обслуговують процес товарообігу і певні майнові операції.

Звідси ринок цінних паперів – це двохсегментна система (структура), що складається з ринку комерційних цінних паперів і фондового ринку. Тому ототожнення понять «ринок цінних паперів» і «фондовий ринок», на нашу думку, є некоректним, вносить плутанину і в теорію, і в практику організації випуску та обігу цінних паперів.

Виділення в структурі ринку цінних паперів ринку комерційних цінних паперів дозволить через відповідність його інструментів встановити взаємозв'язки:

а) з ринком товарів і послуг за допомогою таких цінних паперів, як коносаменти, товарні ф'ючерси і опціони, комерційні векселі;

б) з ринком природних ресурсів – за допомогою заставних листів, акцій і облігацій, забезпеченням яких служать природні ресурси.

У свою чергу, виділення у складі ринку цінних паперів фондового ринку, цієї вищої форми інвестиційних ринків, підвищить його роль в макроекономічних процесах: фондовий ринок виступає регулятором інвестиційної діяльності в ринковій економіці, визначає процеси накопичення капіталу, а враховуючи стійке співвідношення між накопиченням і споживанням. Якщо врахувати, що модель інвестицій лежить в основі всіх подальших моделей циклу, то ринок цінних паперів, який фіксує зміну курсів цінних паперів, відображає через біржові індекси сукупну прибутковість, служить індикатором ділової активності.

Досліджуючи шляхи модернізації безпеки національного фондового ринку Берднікова Т. [7] зауважує, що як активна частина фінансового

механізму цей ринок є одним з базових елементів, що забезпечує можливість стабілізації перебігу процесів у життєдіяльності суспільства, що пов'язано із такими базовими сутнісними характеристиками ринку як: універсальність, загальний характер, масовість, динамічність, активність, мобільність, демократичність, волатильність, різноманітність і єдність (таблиця 1.1).

Таблиця 1.1

### Вплив фондового ринку на соціально-економічну стабілізацію

Характеристика ринку	Характер прояву	Вплив на соціально-економічну стабілізацію
Універсальність	Цінні папери є фіктивною формою капіталу (фондової вартості), а також спеціальним інвестиційним товаром, в окремих випадках – своєрідним заміником грошей	Різні комбінації використання різних цінних паперів забезпечують реалізацію певних цілей та завдань соціально-економічного розвитку
Загальний характер	Є в усіх видах, сферах та формах, рівнях економічної діяльності, в усіх галузях та територіях	Забезпечує збалансований перетік капіталу між галузями, територіями, видами та сферами діяльності
Масовість	Багато учасників та видів цінних паперів, велика кількість одночасно здійснюваних фондових операцій	Залучення тимчасово вільних фінансових ресурсів потенційних інвесторів
Динамічність	Швидке зростання обсягів фондових операцій, розвиток інструментів та диверсифікована інфраструктура	Рішення окремих проблем інвестиційного забезпечення соціально-економічного розвитку
Мобільність	Різні технології фондових операцій, що постійно оновлюються. Розвиток Інтернет-трейдинга та торгів у режимі реального часу	Реагування на новини відбувається миттєво, що може як стабілізувати, так і дестабілізувати соціально-економічний розвиток
Волатильність (змінюваність)	Висока нестійкість у результаті одночасного впливу різноспрямованих факторів зумовлює певну ризикованість вкладання у цінні папери	Коливання ринку цінних паперів викликають флуктуації, що можуть призвести до катастрофічних наслідків та, навпаки
Активність	Швидка реакція на політичні, економічні та соціальні події	Чутливість ринку дозволяє відслідковувати фінансові кризи та піднесення
Демократичність	Надає реальні можливості свободи вибору інвестиційних рішень потенційним інвесторам	Залучення інвестицій для рішення різних соціально-економічних завдань
Різноманітність та єдність	Різноманітність емітентів та інвесторів, посередників, видів діяльності та фондових операцій. Єдність первинного та вторинного, біржового та позабіржового, галузевих та регіональних ринків	Множинність форм та видів операцій, учасників операцій, видів цінних паперів дозволяє розв'язувати будь-які завдання соціально-економічного розвитку

Джерело: [6]

Зниження індексів протягом певного періоду вважається ознакою початку спаду, і, якщо не приймаються заходи по зміні стратегії і політики регулювання підприємницької діяльності і ділової активності, то криза, що почалася з ринку цінних паперів, розповсюджується на всю економіку. Така реакція з усією певністю характеризує роль ринку цінних паперів у відтворювальному процесі, в системі економічних відносин в цілому.

Залежно від зроблених акцентів при формуванні визначення поняття «фондовий ринок», а також обраного базового родового поняття нами виділено декілька підходів до його трактування: як сукупність економічних відносин, як складова частина фінансового ринку, як механізм обміну та як система акумулювання інвестиційних ресурсів. З точки зору розуміння місця фондового ринку у фінансовій системі країни досить корисними є трактування його як механізму обміну. При цьому фондовий ринок є механізмом, що забезпечує переміщення потоків грошових фондів від домогосподарств, які мають заощадження, до фірм, які потребують інвестицій, і складається з великої кількості різноманітних "каналів", якими здійснюється рух коштів [14]. По-перше, це канали прямого фінансування, якими кошти переміщуються безпосередньо від власників заощаджень до позичальників. Причому пряме фінансування може здійснюватися двома способами: або шляхом надання права пайової участі у власності на фірму (основними фінансовими інструментами виступають акції), або шляхом отримання позик (основними фінансовими інструментами виступають облігації). По-друге, це канали непрямого фінансування, по яких грошові кошти, рухаючись від заощаджувачів до позичальників проходять через особливі інститути – фінансових посередників. Зауважимо, що з точки зору теми нашого дослідження досить важливі аспекти розкриття сутності фондового ринку містить визначення Каліні А., Корнєєва В., Коцєєва А. [19], у якому підкреслюється участь у процесу обігу цінних паперів фінансових посередників, наявність яких має виняткове значення з позиції формування та розвитку інфраструктури ринку (таблиця 1.2).

Таблиця 1.2

### Основні підходи до визначення поняття «фондовий ринок»

Автор	Зміст категорії
<b>Фондовий ринок як сукупність економічних відносин</b>	
Архиєреєв С., Зінченко Я.	як сукупність відносин між його (автор. – фондового ринку) суб'єктами з приводу формування або трансформації цільових фондів фінансових коштів за участю цінних паперів, а також система принципів і правил, за якими будуються ці відносини [14, с. 83].
Галанов В., Басов А.	...сукупність економічних відносин з приводу випуску та обігу цінних паперів між його учасниками
Мочерний С.	...сукупність економічних відносин між різними суб'єктами цього ринку (комерційними, інвестиційними банками, фондовими біржами та інституційними інвесторами – страховими компаніями, пенсійними та інвестиційними фондами) з приводу організації та купівлі акцій, облігацій і спеціальних цінних паперів [с. 254]
<b>Фондовий ринок як складова частина фінансового ринку</b>	
Бланк І.	... вид інвестиційного ринку, на якому продаються-купуються усі види фондових інструментів (короткострокові та довгострокові цінні папери, первинні та похідні) [19, с. 483]
Іванов Г., Райзберг Б.	... частина ринку позичкового капіталу, де здійснюється емісія та купівля-продаж цінних паперів [с. 101; 41, с. 308]
Каліна А., Корнеєв В., Кошєєв А.	... особливий сегмент фінансового ринку, на якому складаються відносини з приводу купівлі-продажу спеціальних документів (цінних паперів), що мають власну вартість, вільно обертаються та засвідчують відносини співвласності, позики, та похідних від них відносин між тими, хто залучає ресурси, випускаючи цінні папери та тими, хто їх придбає (інвесторами), із участю суб'єктів підприємницької діяльності – фінансових посередників [18, с. 7]
Павлов В., Пилипенко І., Кривов'язюк І.	... сегмент фінансового ринку, на якому за незначний час створюються необхідні умови та відбувається швидка мобілізація, ефективний перерозподіл і раціональне розміщення фінансових ресурсів у соціально-економічному просторі держави із урахуванням інтересів та потреб суспільства шляхом здійснення емісії цінних паперів різними емітентами [с. 6]
<b>Фондовий ринок як механізм обміну</b>	
Шарп У., Александр Г.,	... це механізм, що сприяє обміну фінансовими активами й існує для того, щоб звести разом покупців і продавців цінних паперів [с. 8]
Долан Е. Дж.	...механізм, що забезпечує переміщення потоків грошових фондів від домогосподарств, які мають заощадження, до фірм, які потребують інвестицій, і складається з великої кількості різноманітних "каналів", якими здійснюється рух коштів [13].
Кемпбелл Т., Ауєрбах Р., Роуз П.	...місце або механізм, за допомогою якого здійснюється встановлення ціни та обмін фінансовими активами – вимогами на певний дохід у майбутньому (акціями і борговими зобов'язаннями)
<b>Фондовий ринок як система акумулювання інвестиційних ресурсів</b>	
Загородній А., Вознюк Г.	... є багатофункціональною системою, яка сприяє акумулюванню капіталу для інвестицій у виробничу та соціальну сферу, структурній перебудові економіки, позитивній динаміці соціальної структури суспільства, підвищенню добробуту громадян за рахунок володіння та вільного розпорядження цінними паперами [с. 702]

Фондовий ринок є важливим механізмом, який забезпечує ефективне функціонування всієї економіки. Ринкова взаємодія з цінними паперами здійснюється як в межах випуску цінних паперів, так і в межах їх обігу. Випуск цінних паперів являє собою безпосередній (у разі невеликих випусків цінних паперів, позитивної репутації емітента, для зменшення витрат по випуску тощо) або опосередкований (у разі недостатньої відомості емітента, невпевненості у можливості продажу всіх випущених цінних паперів, прагненні зекономити час та зусилля тощо) продаж цінних паперів емітентом і їх придбання інвесторами або посередниками вперше. З урахуванням існування вказаних двох форм продажу цінних паперів фондовий ринок прийнято поділяти на первинний та вторинний.

Первинний ринок об'єднує фазу конструювання нового випуску цінних паперів і їх первинне розміщення. Первинні фондові ринки існують як відносно нетривалі ринкові відносини з приводу конкретних цінних паперів, тобто вони є тимчасовими ринками. Проте вони виникають кожного разу, коли випускаються нові цінні папери, і у цьому розумінні існують постійно.

Головна функція первинного ринку полягає у мобілізації і централізації капіталу, у перетворенні відносно дрібних грошових заощаджень населення у великий капітал, у забезпеченні більш повного та швидкого переливу заощаджень в інвестиції за ціною, яка б задовольняла учасників; а його найважливіше завдання – зведення до мінімуму ризику інвестора. На це мають бути спрямовані державні законодавчі і нормативні акти, які регулюють діяльність ринку, вимоги щодо опублікування інформації про емітента, підготовки проспекту емісії, реєстрації цінних паперів та відповідних даних у фінансових органах. Взаємодія, яка виникає в процесі обігу цінних паперів, є вторинним ринком.

Отже, відмінності між первинним і вторинним фондовими ринками, насамперед, полягають у предметі угод купівлі-продажу (на вторинному ринку торгують цінними паперами, придбаними в процесі випуску). Крім того, доход від продажу цінних паперів на вторинному ринку належить не

емітенту, як це має місце на первинному ринку, а власникам зазначених паперів – інвесторам або дилерам.

Вторинний ринок служить механізмом постійного переходу капіталу з одної форми в іншу, що створює умови, за яких можна в будь-який час вилучити в грошовій формі свій, раніше вкладений у цінні папери капітал та перевести його в інші альтернативні сфери застосування. Тому основоположним принципом функціонування вторинного ринку є ліквідність. Високий ступінь ліквідності цінних паперів залучає на фондовий ринок додаткові грошові капітали і поряд з їх доходністю служить критерієм для вкладання коштів в акції та облігації, що в свою чергу обумовлює виконання фондовим ринком перерозподільчої функції.

Біржовий і позабіржовий ринки є взаємодоповнюючими складовими частинами єдиного фондового ринку. Обидва сегменти являють собою досить складні та певним чином упорядковані системи торгівлі цінними паперами, проте між ними існує також різниця у ступені впорядкованості щодо процедур укладання і виконання угод купівлі-продажу цінних паперів.

Роль позабіржового ринку полягає у тому, що він: збільшує обсяг інвестицій, оскільки завдяки своїй розгалуженості, масовості та оперативності наближає фондовий ринок до дрібного інвестора; оперативно знаходить для інвесторів найвигідніші об'єкти вкладення капіталу, а для реципієнтів – найприйнятніші джерела фінансування; сприяє розвитку фондового ринку на рівні регіонів, оскільки є корисним економічним інструментом для місцевих органів влади; створює передумови для прискореного розвитку інфраструктури фондового ринку в країні, зокрема для створення електронних інформаційних каналів і мереж, що забезпечують відкритість процесу випуску та обігу цінних паперів та обґрунтованість рішень, що приймаються, щодо їх продажу та купівлі; є сприятливим середовищем розвитку послуг для учасників фондового ринку: інвестиційного консультування, управління портфелями цінних паперів та ін.

У більшості країн позабіржовий ринок являє собою складну систему ринкових відносин. Найбільш важливими її підсистемами є: підсистема організованої міждилерської торгівлі, приватно-дилерська підсистема, а також підсистеми типу "via vendor", "дилер-інвестор-дилер", "емітент-інвестор-емітент" та "інвестор-інвестор" [21, С.121-129].

Безсумнівно, роль фондових ринків у системі економічних відносин визначається виконуваними ними функціями. Так, група американських вчених – представників Вашингтонського університету вважає, що основною функцією фондових ринків є «фінансова», яка означає переведення фінансових коштів від кредиторів до позичальників. З першою функцією тісно пов'язана й друга – «економічна», яка полягає у тому, що фондові ринки сприяють передачі реальних економічних ресурсів від кредиторів до позичальників. Виконуючи ці функції, фондові ринки, на думку вчених, сприяють у кінцевому підсумку зростанню суспільного добробуту [55, с.11-12].

У свою чергу, Кемпбелл Т. вважає, що функціями фондового ринку є забезпечення власників цінних паперів ліквідними активами та зниження вартості операційних витрат [60]. При цьому значення фондових ринків, як зазначає вчений, розповсюджується не лише на ділове життя, але й на особисте життя кожного члена суспільства. Ауербах Р., розвиваючи думку А. Сміта про те, що ринки поглиблюють процеси спеціалізації у виробництві, головною функцією фінансових ринків вважає розподіл ресурсів у найприбутковіші галузі виробництва [35].

Отже, нормально функціонуючі фінансові ринки, складовими яких є ринок цінних паперів та його окремих сегмент – фондовий ринок, сприяють оптимальному розподілу капіталу, при цьому витрати, пов'язані з процесом розподілу, зменшуються у міру розвитку цих ринків.

Національний ринок цінних паперів, що опосередковує особливий вид фінансово-правових відносин, які виникають у результаті купівлі-продажу спеціальних фінансових активів – цінних паперів, стимулює мобілізацію

капіталів, забезпечує перерозподіл вільних коштів між різними сферами, галузями економіки на користь перспективних виробництв, що інтенсивно розвиваються, оскільки здійснюють певний вплив на соціально-економічний розвиток в країні. Такий вплив може бути диференційований на характером – на прямий та опосередкований, а також за позиціонуванням ринку цінних паперів – як складової фінансового ринку, як частини світового фондового ринку та як окремої частини економічної системи країни (таблиця 1.3).

Таблиця 1.3

### Форми впливу ринку цінних паперів (РЦП) на соціально-економічний розвиток країни

Позиціонування РЦП	Прямий вплив	Опосередкований вплив
Складова фінансового ринку	Забезпечує мобільний перетік капіталу. Є альтернативою ринку позичкового капіталу у забезпеченні акумулювання тимчасово вільних фінансових засобів юридичних та фізичних осіб, залучає інвестиції іноземних інвесторів, необхідні для розвитку економіки. Недостатній розвиток фінансових інструментів ринку цінних паперів скорочує пропозицію на фінансовому ринку і можливості залучення потенційних інвестицій	Низькі темпи розвитку ринку цінних паперів не дозволяють активно розвивати соціальну сферу, оскільки дефіцит інвестицій у емітентів не дозволяє їм отримувати достатній прибуток, за рахунок якого можливо фінансувати будівництво та підтримувати об'єкти соціальної сфери. У підсумку не забезпечується комплексний характер розвитку.
Частина світового фондового ринку	Падіння цін на цінні папери національних емітентів, що знаходяться в обігу на світових фондових ринках, не сприяє стабільності економіки	Провали світових фінансових ринків мало впливають на автономний фондовий ринок, на якому не здійснюється масовий обіг іноземних ЦП
Окрема частина економічної системи	Позитивна динаміка фондового ринку забезпечує необхідний притік інвестицій у реальний сектор, розвиток якого є необхідною умовою для розвитку. Падіння фондових індексів безпосередньо впливає на цінні папери Низькі дивіденди. Низька курсова вартість окремих цінних паперів роблять національну економіку не привабливою для інвестицій	Падіння курсів цінних паперів не означає пряме порушення бізнесу, титулами власності якого вони є. Різке падіння фондових індексів непрямо впливає на контрагентів підприємств, цінні папери яких є складовими цих індексів

Джерело: [16]



Узагальнення наведених у таблиці 1.3 форм впливу ринку цінних паперів на соціально-економічний розвиток, дозволяє зробити висновок, що як самостійний економічний феномен, фондовий ринок поєднує усі прошарки суспільства у якості учасників фондових операцій, за рахунок залучених інвестицій стимулює соціально-економічний розвиток, сприяє зростанню інвестиційної самостійності економічних суб'єктів, забезпечує вільну конкуренцію, впливає на соціальну структуру. До складу ринку цінних паперів як складної ієрархічної система входить упорядкована сукупність взаємопов'язаних та функціонально взаємозалежних підсистем, однією з яких є інфраструктура ринку цінних паперів (рис. 1.2).

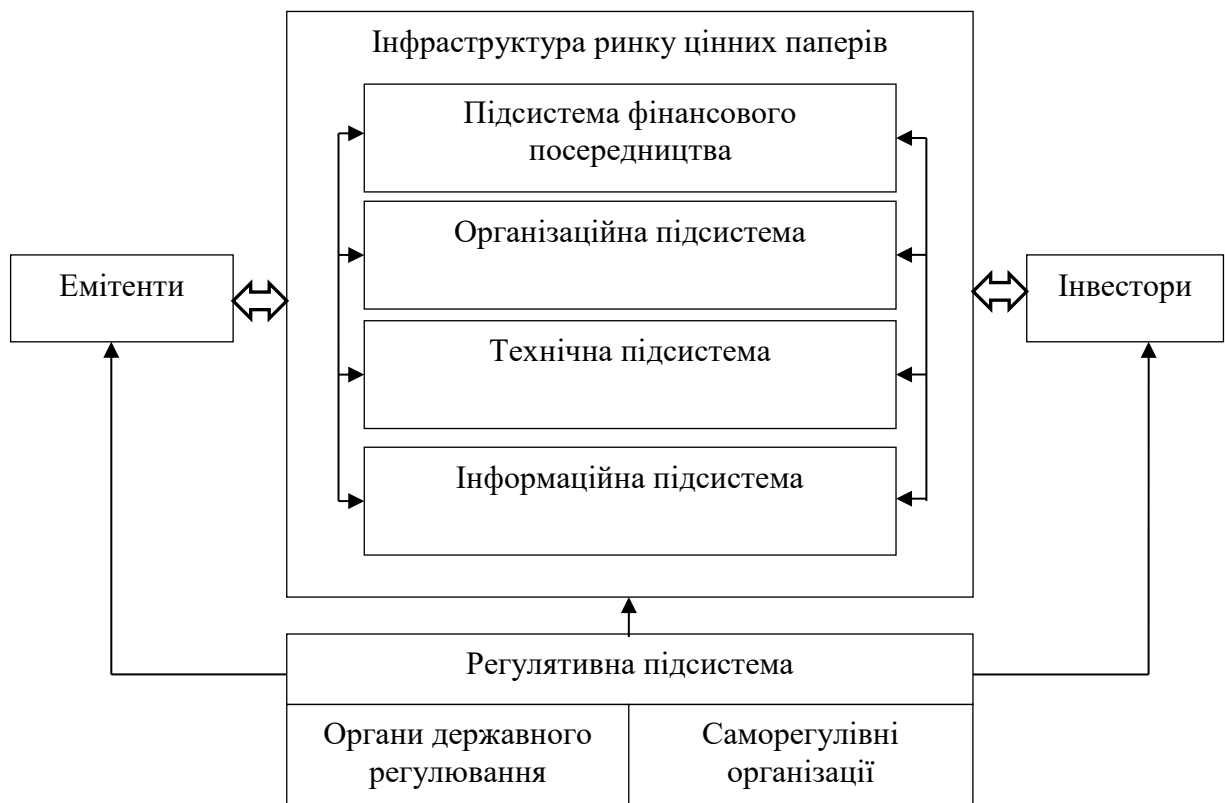


Рис. 1.2. Структура ринку цінних паперів [16]

Кожна з виділених підсистем може виступати як окрема система ієрархічної підпорядкованості відносно ринку цінних паперів. Специфічність фондового ринку полягає також у тому, що через використання похідних цінних паперів він виконує функцію страхування фінансових ризиків.

## **1.2. Економічна сутність, складові та особливості розвитку інфраструктури фондового ринку**

Підвищення вимог інвесторів до точності та своєчасності здійснення розрахунків, захисту прав власності при проведенні операцій з цінними паперами в умовах постійного розширення обсягів інвестування, спектру послуг, що надаються фінансовими посередниками, ускладнення технологій забезпечення процесів купівлі-продажу, обороту та зберігання цінних паперів, зумовлює посилення інтересу до дослідження формування дієвої інфраструктури фондового ринку.

В умовах становлення ринку цінних паперів України вивчення теорії і практики функціонування його інфраструктури, оптимізації її складу та формування ефективних механізмів взаємодії окремих елементів набуває особливої значущості, оскільки інвестиційна привабливість цінних паперів, що реалізуються на фондовому ринку України, в значній мірі визначається узгодженістю взаємодії всіх елементів ринкової інфраструктури, спрямованої на забезпечення максимальної реалізації інвестиційних інтересів учасників угод цінних паперів як об'єкту інвестування.

На жаль, дослідження галузевих інфраструктур залишаються найменш розробленим напрямом сучасних економічних досліджень, це відноситься і до інфраструктурного забезпечення функціонування фондового ринку. Наукова думка поки що не запропонувала єдиного цілісного системного трактування сутності поняття «інфраструктура ринку цінних паперів», в якому б узгоджувалися достатньо протилежні прояви її змісту – виняткова роль у забезпеченні ефективності операцій з продажу-купівлі цінних паперів та певний другорядний обслуговуючий характер стосовно інших учасників. Недостатній рівень розробки сучасною економічною наукою проблеми інфраструктури фінансового ринку, в цілому, та фондового ринку як окремої його складової, зокрема, ускладнює раціональне здійснення господарської

практики реалізації обмінних операцій з приводу купівлі-продажу фінансових інструментів, а також загальний перебіг інвестиційних процесів в Україні. Це зумовлено тим, що у таких умовах фактично відсутня система обґрунтованих та дієвих рекомендацій щодо створення адекватного інфраструктурного забезпечення ефективного функціонування ринку, що органічно поєднувала б світовий досвід із національною специфікою української економіки. При цьому здебільшого вивчаються зв'язки інфраструктури з потребами та інтересами інших учасників фондового ринку та ігнорується проблема внутрішньої будови самої інфраструктури як фінансово-економічних моделей взаємодії окремих її елементів.

В сучасних умовах одночасно співіснують кількох підходів щодо сутності інфраструктури фондового ринку – від суто суб'єктного (інституційного) до нормативно-правового [20]. Аналітичний огляд літературних джерел та досліджень інфраструктури ринку цінних паперів [9; 13; 18; 21; 22; 23; 26; 27; 28; 29; 31; 49] показує, що сьогодні серед науковців не сформувалось єдиного підходу до визначення поняття «інфраструктура ринку цінних паперів», немає чітко сформованого кола учасників ринку. Це зумовлено складною будовою самої інфраструктури фондового ринку. А. Янгсон прийшов до висновку, що в країнах, що формують систему ринкових відносин, необхідно дотримуватися спеціальної інвестиційної стратегії, спрямованої на формування «кумулятивного процесу» в розвитку економіки. При цьому головний фактор виникнення таких «кумулятивних процесів» в країнах, що розвиваються, він вбачав у інвестуванні в інфраструктуру, яке повинно в цих країнах сприяти зростанню національного доходу та у подальшому стимулювати розвиток економіки. У розвинених країнах, на думку Х.Зінгера, роль інфраструктури є другорядною у забезпеченні економічного розвитку, а інвестиційна політика обмежується створенням сприятливих умов для функціонування механізмів ринкового саморегулювання, здатних ефективно спрямовувати інвестиції (таблиця 1.4).

Таблиця 1.4

**Огляд визначень понять «інфраструктура», «ринкова інфраструктура», «інфраструктура ринку»**

Джерело	Поняття	Визначення поняття
<b>Інфраструктура як елемент економічної системи (народногосподарська концепція)</b>		
С. Ожегов	Інфраструктура	галузі економіки, науково-технічних знань, які безпосередньо забезпечують виробничі процеси і умови життєдіяльності суспільства
А.Азрилиян, О.Азрилиян, Е.Калашников, О.Квардаова	Інфраструктура	комплекс галузей господарства, обслуговуючих промислове і сільськогосподарське виробництво: будівництво шосейних доріг, каналів, водосховищ, портів, мостів, аеродромів, складів, енергетичне господарство, залізничний транспорт, зв'язок, водопостачання і професійна освіта, витрати на науку, охорона здоров'я тощо
В.Н.Шимов	Інфраструктура	комплекс виробничих і невиробничих галузей, що забезпечують умови відтворення: дороги, зв'язок, транспорт, освіта, охорона здоров'я. Основна виробнича інфраструктура
К.Пасс,Б. Лоуз, Л. Девис	Інфраструктура	мережі, у яких здійснюються постачання продукції між віддаленими один від одного економічними агентами, а також галузі економіки, що експлуатують такі мережі
Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б.	Інфраструктура	сукупність галузей, підприємств і організацій, що входять в ці галузі, видів їх діяльності, покликаних забезпечувати, створювати умови для нормального функціонування виробництва і обігу товарів, а також життєдіяльності людей. Розрізняють вироб. і соціальну інфраструктуру.
Стаханов В.Н.	Інфраструктура	комплекс специфічних трудових процесів по виробництву послуг, які забезпечують обмін діяльністю в суспільному виробництві та житті
<b>Інфраструктура як функціональний елемент ринкового механізму (ринкова концепція)</b>		
Кисельова Т. [с. 196]	Інфраструктура ринку	комплекс інститутів, що забезпечують безперервне функціонування ринку, виконують функції посередників і вирішують допоміжні завдання товарно-грошового кругообігу
Козельська І. Н.	Ринкова інфраструктура	сукупність посередників на ринку, що забезпечують ефективні взаємодії між безпосередніми виробниками і споживачами товарів, між кінцевими позичальниками і кредиторами
Федько В.П., Федько Н.Г.	Ринкова інфраструктура	сукупність видів діяльності, що забезпечують ефективне функціонування об'єктів ринкової економіки та їх єдність у визначеному реальному ринковому просторі
Беляєвський І.К.	Інфраструктура ринку	сукупність допоміжних підгалузей та засобів, які організаційно та матеріально забезпечують основні ринкові процеси

З точки зору свого походження інфраструктура фінансового ринку в цілому та ринку цінних паперів як його складової, на яких рух товарно-грошових потоків забезпечується виключно за рахунок укладання угод (транзакцій), є інституціоналізованою формою транзакції [20]. При цьому інституалізація передбачає необхідність створення цілої системи спеціалізованих інститутів, які є невід'ємною складовою розвинутої ринкової економіки і становлять її інфраструктуру. Інфраструктура за допомогою своєї діяльності скорочує для учасників ринку час здійснення операцій і витрати із ними зв'язані, тобто витрати обігу, тим самим вивільняючи ресурси учасників ринку для ефективнішої роботи.

Слід зазначити, що сучасне розуміння транзакційних витрат варіює від вузьких визначень, що пов'язують ці витрати з окремими видами економічної діяльності, до широких, що підкреслюють інституційну природу явища (таблиця 1.5), проте всі вони прагнуть зв'язати транзакційні витрати з певними діями і затратами, які виникають у процесі укладання угоди на ринку.

Таблиця 1.5

### Огляд трактування поняття транзакційних витрат

Автор, джерело	Поняття, що використовується
К. Ерроу [с.66]	витрати експлуатації економічної системи
Дж. Джоунс і С.Хілл	витрати на переговори, моніторинг і виконання угод, які дозволяють сторонам дійти згоди
А. Алчіан	транзакційні витрати виникають, оскільки існують проблеми спілкування, обробки інформації, дотримання умов договору, нечіткі визначення прав
С. Чанг	будь-які інституційні витрати, які виникають у будь-якій економіці, яку організовано не за Вальрасом
О. Уильямсон, Я. Корнаї " [с 53]	є еквівалентом тертя в механічних системах, яке заважає оперативному укладанню угод між економічними агентами
Д. Ален	витрати встановлення і забезпечення права власності

Саме прагненням уникати витрат з укладання операцій на ринку пояснює існування інфраструктури ринку, в якій відбувається алокація інформаційних ресурсів щодо стану основних факторів, які визначають доцільність укладання угоди з купівлі-продажу. Відповідно, інфраструктура

ринку існуватиме та розширюватиметься до тих пір, поки вона реалізує функцію координації інформаційних потоків між прямими учасниками угоди при менших витратах, ніж це досягалося б при ринкових операціях неопосередкованих інфраструктурою.

Для оптимізації кількісних параметрів інфраструктури ринку необхідно виходити з того, що основним чинником обмеження її зростання є обсяг економії на витратах: кількість об'єктів інфраструктури зростає до тих пір, поки економія на витратах, пов'язаних з укладанням ринкових операцій, не почне перекиватися збільшенням витрат, зв'язаних з використанням адміністративного механізму, необхідного для утворення інфраструктури, фінансового забезпечення її функціонування та координації її роботи. Таким чином, теорію трансакційних витрат можливо використати для удосконалення інфраструктури фондового ринку, забезпечення його прозорості, упорядкування проведення реєстраційної і депозитарної діяльності, а також зменшення трансакційних витрат ринкових агентів малих організаційних форм щодо доступу до зовнішніх джерел фінансування за рахунок утворення раціональної складу інфраструктури ринку та вибору ефективної моделі її побудови. Узагальнення літературних джерел дозволяє виділити п'ять основних форм трансакційних витрат, які, на нашу думку, є визначальними для обґрунтування феномену існування інфраструктури ринків в цілому та фондового ринку зокрема. На наш погляд, у дослідженні, враховуючи його мету та завдання, доцільно виходити з інституційного поняття інфраструктури, включаючи в нього організаторів торгівлі, розрахунково-клірингові установи та суб'єктів депозитарної системи. Це зумовлено тим, що інституційний підхід дозволяє:

- найбільш повно охарактеризувати як саму інфраструктуру, так і її вплив на рух фінансових фондів та інструментів на фондовому ринку;
- врахувати суттєві функціональні відмінності у діяльності різних суб'єктів інфраструктури [20] (таблиця 1.6).

Так, зокрема, В. А. Тарачев [47], досліджуючи досвід розвитку світового ринку цінних паперів, розглядає інфраструктуру у вигляді сукупності функціонально зв'язаних елементів, включаючи не тільки торгівельні і розрахунково-депозитарні організації, але також інвесторів, емітентів, брокерсько-ділерські організації – всіх учасників інвестиційного процесу.

Таблиця 1.6

**Вплив різних форм трансакційних витрат, на формування інфраструктури фондового ринку**

Форма витрат	Характеристика впливу на формування інфраструктури	Елемент інфраструктури фондового ринку
Витрати на пошук інформації	Необхідність формування інфраструктурних суб'єктів фондового ринку, що спеціалізуються на пошук і аналізі інформації про тенденції фондового ринку, про фінансовий стан емітента цінних паперів, а також наданні консалтингових послуг	Торговельно-інформаційні системи Аналітичні компанії Консалтингові компанії Рейтингові агенції Маркетингові компанії Інформаційні мережі
Витрати вимірювання	Необхідність формування інфраструктурних суб'єктів фондового ринку, що спеціалізуються на аналізі та оцінці інвестиційної привабливості цінних паперів, а також наданні відповідних консалтингових послуг	Фондові біржі, торговельно-інформаційні системи Аналітичні компанії Консалтингові компанії Рейтингові агенції КУА, Інвестиційні фонди Пенсійні фонди Страхові компанії
Витрати на ведення переговорів	Необхідність формування інфраструктурних суб'єктів, що забезпечують агентське представництво інтересів покупців та продавців цінних паперів в процесі укладання угод на фондовому ринку	Фондові біржі, торговельно-інформаційні системи Торговці цінними паперами Брокери, дилери Банки
Витрати опор туністичної поведінки	Необхідність передбачення у складі інфраструктури нормативно-правового та методичного забезпечення, що уніфікує порядок проведення ринкових операцій та взаємодії між учасниками з метою підвищення фінансової безпеки ринку, захисту інтересів інвесторів та уникнення зловживань та нецільового використання коштів у схемах довірчого колективного інвестування	Клірингові системи Компанії з управління активами Інвестиційні фонди Пенсійні фонди Страхові компанії
Витрати із специфікації прав власності	Необхідність формування інфраструктурних суб'єктів для здійснення реєстраторської і депозитарної діяльності	Реєстратори, Депозитарії Зберегачі

Джерело: складено за [26]

Овчинніков В. [38], розглядаючи поняття інфраструктури фондового ринку, зауважує на винятковій ролі її як глобального інструменту захисту прав інвесторів від криз, пов'язаних із ризиким зниженням цін на фінансові інструменти, що зумовлює необхідність функціонального поєднання в її складі прямої чи опосередкованої присутності всіх учасників інвестиційного процесу. При цьому елементи інфраструктури покликані забезпечувати максимальну ефективність та своєчасність виконання угод на ринку. Подібне трактування розширює поняття інфраструктури, включаючи в нього і функції інвестиційних посередників.

Таким чином, ринкова інфраструктура є достатньо неоднорідною системою установ, організацій, фондів, відмінною рисою яких інститутів інфраструктури ринку є приналежність до сфери нематеріального виробництва, а їх економічна спеціалізація полягає у наданні різного роду ділових послуг: торгово-посередницьких, фінансових, консультаційних, інформаційних. Це зумовлює необхідність вивчення її внутрішньої будови та функціонального призначення всіх інфраструктурних елементів.

Зауважимо, що літературні джерела не містять єдиного загального прийнятого підходу до ідентифікації складу інфраструктури фондового ринку. Так, наприклад, у роботі Я. Міркина [37] інфраструктура виділена як окремий компонент фондового ринку (разом з органами державного регулювання і нагляду, а також саморегульованими організаціями) та диференційована на правову, інформаційну, реєстраційну, депозитарну і розрахунково-клірингову мережі. Лансков П. у межах інфраструктури виділяє такі її основні складові як: торгова система, розрахункова та облікова системи [35]. У дослідженні Лапішко З. [36] у складі інфраструктури виокремлено підсистему фінансового посередництва, організаційну, технічну та інформаційно-консультаційну підсистеми. На нашу думку, підхід останнього є більш прийнятним, оскільки більш повно відображає функціональну спрямованість окремих елементів інфраструктури на розв'язання специфічних завдань розвитку фондового ринку.



На думку Ю. Кравченко основним завданням інфраструктури ринку цінних паперів є обслуговувати інтереси учасників ринку цінних паперів, а також забезпечення:

- виконання угод із цінними паперами і похідними інструментами з мінімальним ризиком;
- здійснювати поставки фондових інструментів покупцю чи його довіреній особі з перереєстрацією прав власності в обумовлений термін;
- своєчасну оплату поставлених цінних паперів;
- відповідальне зберігання й облік цінних паперів;
- підготовку і надання інформації про стан фондового ринку;
- управління активами різних клієнтів [33, с. 309].

На нашу думку, основною метою інфраструктури ринку цінних паперів є забезпечення ефективного функціонування та обслуговування економічних інтересів його учасників, що надає можливість сформувати такий комплекс головних завдань інфраструктури ринку цінних паперів:

- мінімізація витрат інвесторів та емітентів;
- зменшення та перерозподіл інвестиційних ризиків, у тому числі контроль і пом'якшення наслідків ризиків, що не усуваються;
- прискорення інвестиційних процесів на основі забезпечення стабільного обігу цінних паперів.

Даний комплекс завдань не суперечить розповсюдженому в літературі підходу, за яким з позиції впливу на ефективність функціонування ринку цінних паперів виокремлюється лише два головних взаємопов'язаних завдання: зменшення витрат щодо обігу цінних паперів та зменшення і розподіл ризиків між учасниками ринку [33, с. 122]. Проте, на нашу думку, виходячи із принципу узгодження цілей системи та її елементів, завдання інфраструктури мають бути доповнені базовими завданнями ринку цінних паперів як такого, що визначає місію цього економічного явища в функціонуванні економік окремих країн, їх угруповань та світового господарства в цілому, а саме – активізація інвестиційних процесів,

прискорення акумуляції інвестиційних ресурсів для фінансування потреб розвитку на основі забезпечення стабільного обігу цінних паперів.

Виконання означеного вище комплексу завдань забезпечується через систему функцій інфраструктури ринку цінних паперів.

Узагальнення різних функціональних властивостей інфраструктури із врахуванням цільового спрямування інфраструктури ринку цінних паперів, дозволяє виділити чотири її основні функції, кожна з яких реалізується окремою підсистемою складної ієрархічної системи, якою є фондовий ринок:

- посередницька – забезпечення взаємодії емітентів та інвесторів, опосередкування обігу цінних паперів на ринку;
- організаційна – створення умов для торгівлі цінними паперами;
- технічна – забезпечення всіх технічних моментів, що виникають у процесі здійснення операцій із цінними паперами;
- інформаційна – налагодження прозорого інформаційного простору.

Слід зауважити, що необхідною умовою для повноцінної реалізації вказаного комплексу функцій, які є взаємопов'язаними і, як засвідчує практика, можуть виконуватися одним суб'єктом ринку, є узгоджена спільна діяльність всіх елементів, які формують інфраструктуру фондового ринку. При цьому подібна узгодженість є основою для забезпечення цілісності ринку як економічної системи та передбачає організаційну централізацію проведення основних операцій, що в межах однієї країни може бути втілено у формі створення єдиної національної фондової біржі, єдиного центрального депозитарію цінних паперів і єдиного клірингового банку [48, с. 364]. Ураховуючи функціональний зв'язок підсистем інфраструктури ринку цінних паперів, може бути запропонована декомпозиція її функцій та завдань з ієрархією підпорядкування та елементами (рис. 1.3). При цьому внутрішній поділ елементів підсистем інфраструктури є умовним, оскільки, як свідчить світова практик, на ринку цінних паперів професійні учасники можуть поєднувати різні види професійної діяльності, а отже бути присутніми в кількох підсистемах інфраструктури фондового ринку.

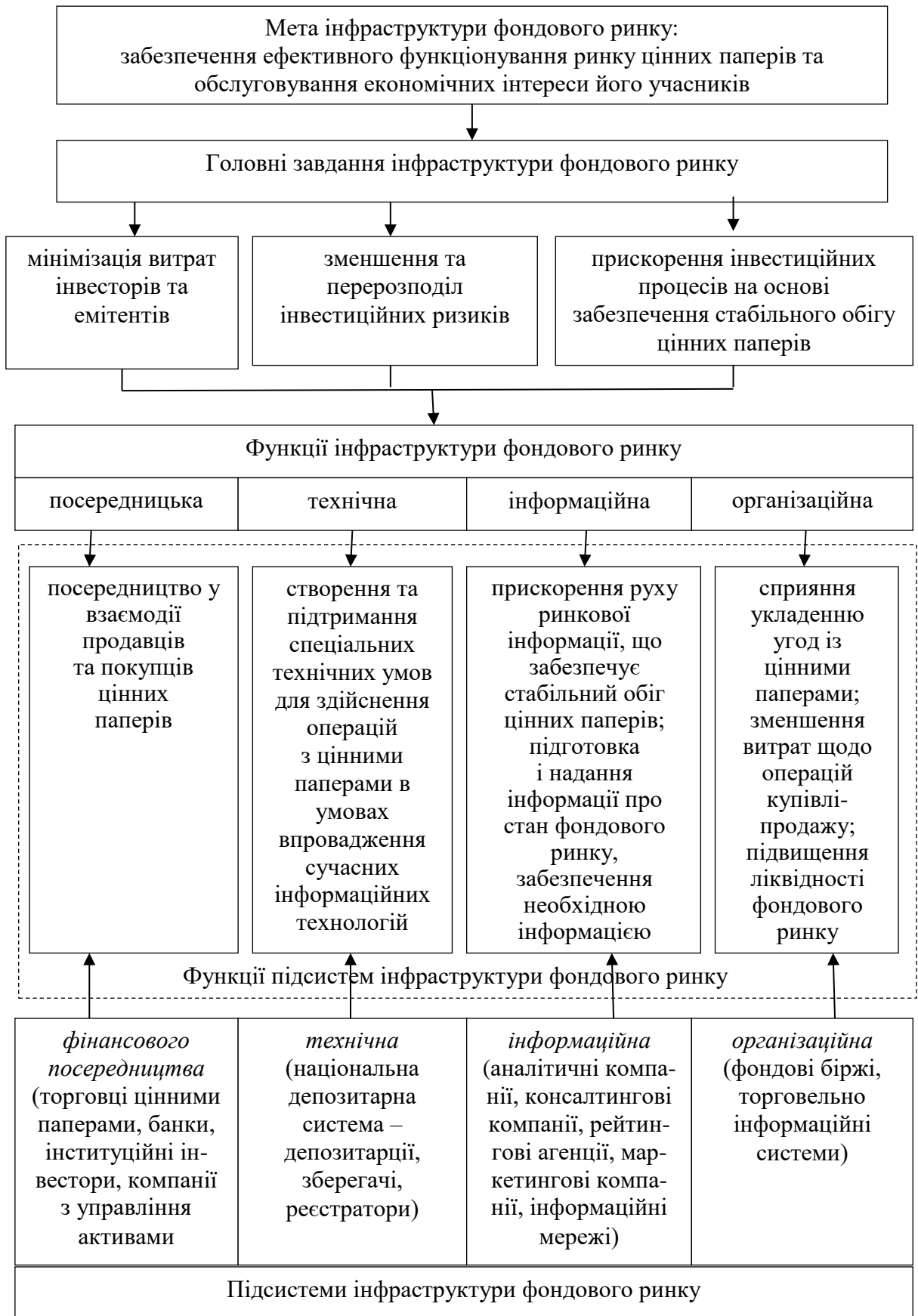


Рис. 1.3 Декомпозиція її функцій та завдань інфраструктури фондового ринку за [26]

На основі аналізу функцій і завдань, що покликана виконувати інфраструктура, а також з позиції погляду на неї як важливу складову ефективного функціонування ринку цінних паперів, нами пропонується таке визначення: інфраструктура ринку цінних паперів – це складна підсистема ринку цінних паперів, функціональне призначення якої полягає в забезпеченні ефективної реалізації економічних інтересів емітентів та інвесторів через організацію раціональної взаємодії інститутів фінансового посередництва, технічної підтримки, торговельного та інформаційного обслуговування при здійсненні операцій із цінними паперами для забезпечення стабільного обігу цінних паперів та прискорення процесу акумуляції інвестиційних ресурсів. На відміну від існуючих трактовок означеного поняття запропоноване визначення інтеграційно поєднує у собі раціональні підходи щодо сутності, ролі та значення ринкової інфраструктури, згенеровані різними теоретичними концепціями (технологічною, інституційною).

Основними принципами функціонування інфраструктури фондового ринку України, на нашу думку є:

- по-перше, принцип системності (оскільки інфраструктура фондового ринку є складною системою, що об'єднує суб'єкти, які мають специфічні риси діяльності, обумовлені різними функціями, що виконують (посередників – брокерів, дилерів, андерайтерів; організаторів торгів - фондових бірж, позабіржових торговельних систем; реєстраторів, зберігачів, депозитаріїв, розрахунково-клірингових установ; платіжних систем), та мають з точки зору окремого суб'єкта різну мету діяльності повинні функціонувати як єдина взаємоузгоджена та злагоджена система, яка уникатиме дублювання функцій та не призводитиме до викривлення фінансової інформації для ринку;

- по-друге, принцип керованості, що передбачає наявність чітко врегульованої, прозорої системи керування як на рівні окремого суб'єкта

інфраструктури, так і на рівні системи в цілому (узгодженість дій усіх зазначених суб'єктів.)

- по-третє, принцип забезпечення стабільності, який передбачає застосування заходів проциклічного характеру та спрямованих на зниження фінансових ризиків;

- по-четверте, принцип забезпечення ліквідності. Суб'єкти інфраструктури фондового ринку повинні мати достатньо ліквідних (високоліквідних) активів, що здатні забезпечити виконання угод миттєво, протягом операційного дня (миттєва ліквідність) та протягом визначених укладеними угодами термінів, враховуючи наявний чи потенційний ризик ліквідності;

- по-п'яте, принцип захисту інтересів суб'єктів інфраструктури фондового ринку. Цей принцип включає в себе цілий ряд позицій, які повинні бути відпрацьовані як на законодавчому рівні, так і правилами, що визначаються саморегулювальними організаціями;

- по-шосте, принцип технічної узгодженості, цей принцип стосується діяльності технічних посередників (реєстраторів, кліринг-компаній, кастодіанів, розрахункових компаній);

- по-сьоме, принцип нормативно-правового регулювання, який передбачає наявність законодавчої бази функціонування системи інфраструктури фондового ринку країни, та узгодженості цієї бази із європейськими та світовими нормами.

Таким чином, ринкова інфраструктура забезпечує підтримку оптимального режиму відтворення і збалансованого розвитку окремих ринків. Інфраструктура ринку, як і сам ринок цінних паперів, динамічна система, функції і завдання якої безперервно розширюються і змінюються відповідно до основних тенденцій розвитку світових та національних ринків цінних паперів, змін настроїв і побажань основних суб'єктів ринку – емітентів та інвесторів. Розвинена і розгалужена інфраструктура ринку цінних паперів знижує рівень трансакційних витрат в економічній системі.

### 1.3. Нормативно-правове регулювання діяльності учасників фондового ринку України

Ефективне виконання фондовим ринком своїх функцій, формування та функціонування його інфраструктури вимагає наявності відповідної структури учасників, встановлення загальних правил та норм організації їх діяльності. У кожній країні коло учасників фондового ринку, а також умови їх участі визначаються державою і закріплюються у законодавстві [43]. В літературі зустрічається багато класифікацій суб'єктів фондового ринку (таблиця 1.7).

Таблиця 1.7

#### Огляд підходів щодо класифікації учасників фондового ринку

Автор	Класифікація учасників фондового ринку
1	2
Бороздін П. [ С.16]	продавці і покупці цінних паперів
Колесник В. [, С.60-95]	основні та інфраструктурні
Торкановський В., С.15-16]	головні учасники (державна, муніципалітети, компанії); інституціональні інвестори (комерційні та інвестиційні банки, страхові компанії, пенсійні фонди); індивідуальні інвестори (приватні особи); професіонали (брокери та дилери).
Оскольський В. [ С.42]	головні учасники (емітенти та інвестори), інститути (фондова біржа, депозитарій та кліринговий банк (розрахункова палата)) професійні учасники (посередників: брокерів, дилерів, інвестиційні фонди та компанії, а також банки)
Петруня Ю. [43] С.38-58].	емітенти; інвестори, яких можна класифікувати за статусом (індивідуальні та інституційні), за рівнем професійності (неспеціалізовані, частково спеціалізовані, спеціалізовані), за цілями та строками інвестування (портфельні та стратегічні), за стилем поведінки (консервативні, помірковані та агресивні), за причетністю до безпосередньої роботи в акціонерному товаристві (інсайдери та аутсайдери), за національною належністю (внутрішні та зовнішні); інститути інфраструктури
Калина А., Корнеєв В. [18, С.11-13].	державні органи, що регулюють фондовий ринок; емітенти (державна, місцеві органи влади, юридичні особи всіх форм власності); інвестори (фізичні та юридичні особи);

Продовж. табл. 1.7

1	2
	саморегульовані організації учасників фондового ринку; спеціалізовані організації з обліку, зберігання та розрахунків за цінні папери (депозитарій, кліринговий банк); фінансові посередники (торговці цінними паперами, інвестиційні фонди, банки, фондові біржі, страхові компанії); інфраструктура ринку цінних паперів (семінари і курси професійної освіти, аудиторські і консультаційні фірми, спеціалізована преса тощо)
Лисенков Ю., Римарук А. [С.14].	державні органи, що регулюють фондовий ринок; емітенти (держава, місцеві органи влади, юридичні особи всіх форм власності); інвестори (фізичні та юридичні особи); саморегульовані організації учасників фондового ринку; спеціалізовані організації з обліку, зберігання та розрахунків за цінні папери (депозитарій, кліринговий банк); фінансові посередники (торговці цінними паперами, інвестиційні фонди, банки, фондові біржі, страхові компанії); інфраструктура ринку цінних паперів (депозитарії, клірингові установи, саморегульовані організації, семінари і курси професійної освіти, аудиторські і консультаційні фірми, спеціалізована преса тощо)
Мендрул О., Шевчук І. [ С.15-18]	споживачі, представлені підприємствами і органами влади; постачальники, представлених домогосподарствами, інституціональними інвесторами, підприємствами; торговці, які з'єднують покупців і продавців фондових цінностей, – брокерські та дилерські фірми; суб'єкти, що обслуговують ринок (консалтингові та аудиторські фірми, депозитарії, клірингові установи, реєстратори); органи, що регулюють діяльність учасників ринку — державних та недержавних (фондова біржа, різноманітні професійні організації суб'єктів ринку)

Аналіз класифікаційного поділу учасників ринку цінних паперів, що наводиться в економічній літературі, засвідчує, що серед них наявні підходи, в яких взагалі не приділяється увага суб'єктам інфраструктури та необхідності впорядкування їх складу. Також недостатньо вдалими є і інші класифікації, наведені у таблиці 1.7, оскільки в них змішують та еkleктично поєднують різні ознаки – статусом та рівнем професійності.

Залежно від функцій, а також постійно виконуваних дій, учасники ринку цінних паперів поділяються на дві великі групи: основні (головні) та інфраструктурні (допоміжні) учасники. До складу першої групи належать: а)

емітенти; б) інвестори в цінні папери; в) посередники; г) інститути-регулятори; д) державні органи регулювання. Інфраструктурними учасниками вважаються: а) депозитарії; б) реєстратори; в) агенти з трансферту; г) клірингово-розрахункові установи; д) фонди страхування акцій тощо [31, с. 134].

У той же час, з розвитком фондового ринку та переходом до бездокументарної (електронної) моделі виконання операцій щодо цінних паперів співвідношення функцій учасників ринку буде змінюватися, зокрема, нового значення сьогодні набувають депозитарні установи та організатори торгівлі, інформаційні системи тощо. Залежно від функціонального призначення виокремлюють такі 6 категорій (груп) учасників ринку цінних паперів: а) емітенти; б) інвестори; в) фондові посередники; г) організації, які обслуговують ринок цінних паперів; д) саморегулювні організації; є) державні органи регулювання і контролю. Організації, які обслуговують ринок, у свою чергу, розподіляються три групи: а) інформаційні агентства; б) організації, які забезпечують укладення угод (фондові біржі, не біржові організатори ринку: торговці цінними паперами тощо); в) організації, які забезпечують виконання угод (розрахункові центри, депозитарії, реєстратори).

На нашу думку, найбільш вдалою науково-теоретичною класифікацією є розподіл усіх учасників фондового ринку на такі групи:

- власники цінних паперів (інвестори в цінні папери);
- потенційні інвестори (особи, які підписалися на цінні папери та сплатили передбачений умовами підписки першочерговий внесок);
- емітенти цінних паперів;
- фондові посередники (торговці);
- організації, які обслуговують ринок цінних паперів (виконують всі інші функції, окрім функції купівлі-продажу).

Аналізуючи і узагальнюючи різні точки зору щодо структури учасників фондового ринку, пропонуємо власну класифікацію учасників фондового ринку (рис. 1.4).



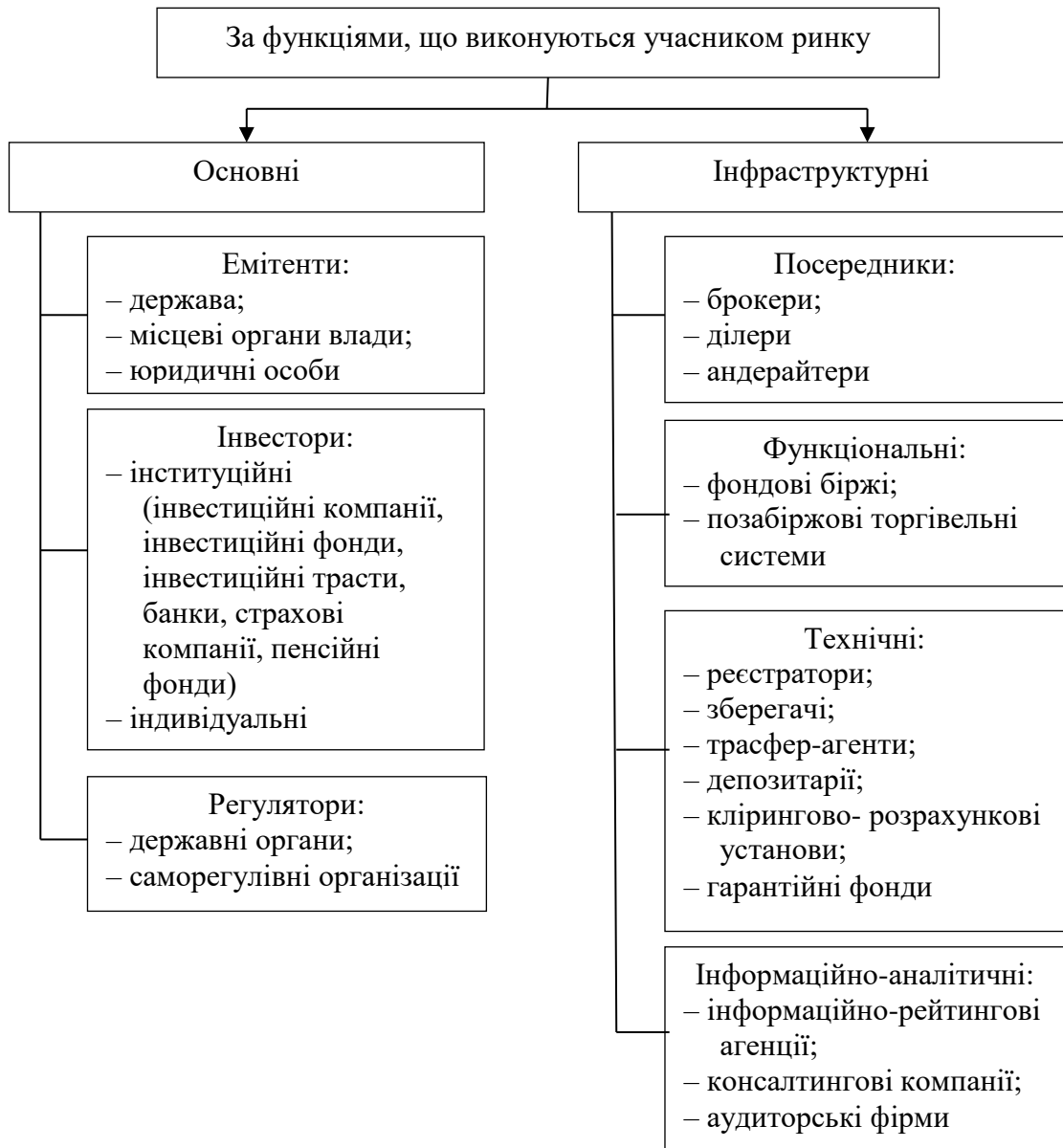


Рис. 1.4. Класифікація учасників фондового ринку з позиції врахування потреб розвитку інфраструктури

Джерело: систематизовано за [26]

На рівні Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [2] закріплено правовий статус таких учасників фондового ринку, як: емітентів, інвесторів, саморегулівних організацій та професійних учасників фондового ринку. Роль та склад учасників фондового ринку залежить від моделі регулювання правовідносин на фондовому ринку, а також від моделі, за якою відбувається розвиток інфраструктури фондового ринку (таблиця 1.8).

**Моделі регулівної інфраструктури, що використовуються у  
світовій практиці [с. 441-442]**

Критерій	Характеристика моделі	Країна
Суб'єкти регулювання	- основна регулююча роль належить державі; - незначна частка повноважень з нагляду, контролю, встановленню обов'язкових правил поведінки передається державою саморегулівним організаціям професійних учасників ринку	Країни континентальної Європи (Німеччина, Франція)
	- регулювання розподілено між державою та саморегулівними організаціями, яким передається максимально можливий обсяг повноважень - значне місце у контролі займають не дорсткі нормативні вказівки, а процес формування домовленостей, індивідуальні узгодження з професійними учасниками ринку; - держава зберігає за собою основні контрольні функції	Великобританія, США
	- визначальну роль на ринку відіграє центральний банк, оскільки основними учасниками ринку є комерційні та інвестиційні кредитні інститути (проміжна модель регулювання фондового ринку)	Бельгія, Данія
Об'єкти регулювання	За функціональною ознакою: регулюється діяльність на фондовому, кредитному та інших ринках	
	За інституційною ознакою: об'єктом регулювання є страхові компанії, пенсійні фонди, банки та ін.	
	змішані: модель, у рамках якої створюється єдиний мегарегулятор фінансового ринку	
Ступінь жорсткості	моделі, засновані на жорстких, чітко прописаних правилах та формальних процедурах, детальному контролю за їх дотриманням	США
	моделі, засновані на широкому використанні стандартів, неформальних домовленостей, традицій, рекомендацій, узгодженого стилю поведінки	Великобританія, Швейцарія

Отже, у світовій практиці існує три моделі фондового ринку в залежності від банківського або небанківського характеру фінансових посередників.

Основу ефективної системи регулювання фондового ринку, як наголошується у документах Міжнародної організації комісій з цінних паперів становлять [45, С.85 -89]:

- захист інвесторів – інвестори повинні бути захищені від дій, що вводять в оману, махінацій або шахрайських дій, включаючи інсайдерську торгівлю, торгівлю з випередженням клієнтів і зловживання активами клієнтів;

- забезпечення справедливості, ефективності і прозорості ринків – регулювання повинно виявляти, не допускати і карати за маніпулювання ринком та інші недобросовісні прийоми торгівлі; сприяти ефективності ринку (розповсюдження суттєвої інформації має бути вчасним та широкомасштабним і відбиватися у процесі ціноутворення); забезпечувати найвищі рівні прозорості (інформація про торгівлю має надаватись громадськості у реальному часі);

- зниження системного ризику – регулятори повинні сприяти і враховувати ефективне поводження з ризиком і забезпечувати те, щоб капітал та інші розумні вимоги були достатні для відповідного ризику, робити можливим поглинання втрат і стримувати надмірний ризик.

Вкрай необхідним є ефективний і точний процес клірингу і розрахунків, що належним чином контролюється і використовує ефективні інструменти поводження з ризиком.

Останнім часом в нормативних документах, що розробляються світовими та європейськими органами фінансового регулювання та нагляду значна увага приділяється саме регулюванню ризику, зокрема основні постулати Базель III – що регулює діяльність у банківській сфері, Solvency II - документу, що регулює платоспроможність та ризиковість на страховому ринку, а також ряді нормативних документів, що регулюють функціонування платіжних систем, вся увага концентрується саме на управлінні ризиками. Зокрема, як зазначено в попередньому пункті в квітні 2012 року Банк міжнародних розрахунків, спільно з Міжнародною організацією комісій по цінним паперам розробили документ «Принципи для інфраструктури фінансового ринку», що містить цілий розділ, присвячений ризикам, що

характерні інфраструктурам фінансового ринку. Комплекс дій НКЦПФР у системі ризиків інфраструктури фондового ринку надана в додатку А.

Якщо проаналізувати даний документ, а також врахувати розробників документу (Банк міжнародних розрахунків та Міжнародну організацію комісій по цінним паперам), то можна зробити висновок, що даний документ в значній мірі узгоджений в частині класифікації ризиків інфраструктури фінансового ринку з документами, що регулюють ризики в банківському секторі, а саме Базель II та Базель III, що свідчить про виконання вимог щодо уніфікації діяльності фінансових посередників та суб'єктів інфраструктури ринку. Такий підхід повинен забезпечити умови зниження системного ризику в межах фінансового ринку в цілому і не лише однієї країни, але в глобальному масштабі.

Відповідно до положень Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок”, НКЦПФР делегує саморегулювній організації повноваження з регулювання фондового ринку в установленому порядку за заявою саморегулювної організації. Зазначений Закон передбачає підвищення ролі саморегулювних організацій у системі регулювання правовідносин на фондовому ринку.

Найбільш комплексною групою учасників фондового ринку є група професійних учасників фондового ринку.

Професійні учасники фондового ринку – це юридичні особи, які провадять на фондовому ринку професійну діяльність, види якої визначені законами України. Професійним учасником може бути особа, створена у формі господарського товариства [3]. Чинним законодавством передбачено, що професійна діяльність на фондовому ринку є окремим, винятком видом діяльності, у зв'язку з чим її поєднання з іншими видами професійної діяльності, за винятком банківської, не допускається [1]. Окремі винятки із цього правила можуть бути встановлені законом.

На фондовому ринку здійснюються такі види професійної діяльності:

а) діяльність з торгівлі цінними паперами;

- б) діяльність з управління активами інституційних інвесторів;
- в) депозитарна діяльність;
- г) діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку [4].

Отже, важливими для цілісності, зростання і розвитку фондових ринків є надійне і ефективне регулювання, а також впевненість, яку воно приносить. Сучасні системи регулювання повинні бути здатними розв'язувати складні завдання, поставлені зростаючим значенням технологій і, особливо, подіями у сфері електронної комерції. Разом з тим регулювання має бути оптимальним, щоб не стати невиправданим тягарем для ринку і не уповільнити його зростання і розвиток. Основними властивості ефективного регулювання, які узгоджуються із стабільним економічним зростанням, на нашу думку повинні бути такі: а) не повинно бути ніяких зайвих перешкод для входження і виходу з ринків і фінансових схем; б) ринки повинні бути відкриті для найширшого кола учасників, які відповідають обумовленим критеріям допуску; в) на всіх, хто бере на себе конкретне фінансове зобов'язання, повинен накладатися однаковий регулятивний тягар.

Отже, нормативно-правове регулювання процесу формування інфраструктури фондового ринку тісно пов'язано з регулюванням діяльності, насамперед, професійних учасників фондового ринку, які прийнято відносити до групи інфраструктурних учасників. При цьому побудова сучасної моделі інфраструктури фондового ринку має враховувати загальносвітові тенденції щодо розвитку фінансового ринку в цілому, серед яких важливим напрямом є посилення ролі саморегулювних організацій. Хоча саморегулювні організації прийнято розглядати як елемент регульованої підсистеми фондового ринку, особливості їх формування дозволяють стверджувати, що вони фактично виступають як елемент структури ринку, що утворюється шляхом наділення інфраструктурних учасників можливістю самостійно координувати свою професійну діяльність.

## РОЗДІЛ 2

### СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ІНФРАСТРУКТУРИ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

#### 2.1. Оцінка сучасного стану функціонування елементів інфраструктури фондового ринку України за 2010-2016 рр.

Інфраструктура фондового ринку України представлена значною кількістю професійних учасників, серед яких найбільш важливою ланкою є організатори торгів – фондові біржі, діяльність яких спрямована на створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації щодо попиту та пропозиції, проведення регулярних торгів фінансовими інструментами та вирішення спорів між членами організатора торгів тощо [1, с. 145].

Згідно з даними Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) в Україні у 2016 році зареєстровано 10 організаторів торгів на фондовому ринку [НКЦПФР]. За результатами торгів на організованому ринку обсяг біржових контрактів із цінними паперами протягом 2016 року становив 236,95 млрд. грн. Порівняно з даними аналогічного періоду 2015 року обсяг біржових контрактів із цінними паперами на організаторах торгівлі зменшився на 17,21% (або на 49,25 млрд. грн.) (січень-грудень 2015 року – 286,21 млрд. грн.).

Найбільший обсяг торгів за фінансовими інструментами на організаторах торгівлі протягом зазначеного періоду зафіксовано з державними облігаціями України – 211,26 млрд. грн. (89,16% від загального обсягу біржових контрактів на організаторах торгівлі у січні-грудні поточного року) [6].

Характеризуючи дані щодо обсягу біржових контрактів із фінансовими інструментами на організаторах торгів за період 2010–2016 років, обсяг біржових контрактів із цінними паперами в Україні зростав у

кризовий період 2013–2014 років та характеризувався спадом у 2015–2016 роках (рис.2.1).

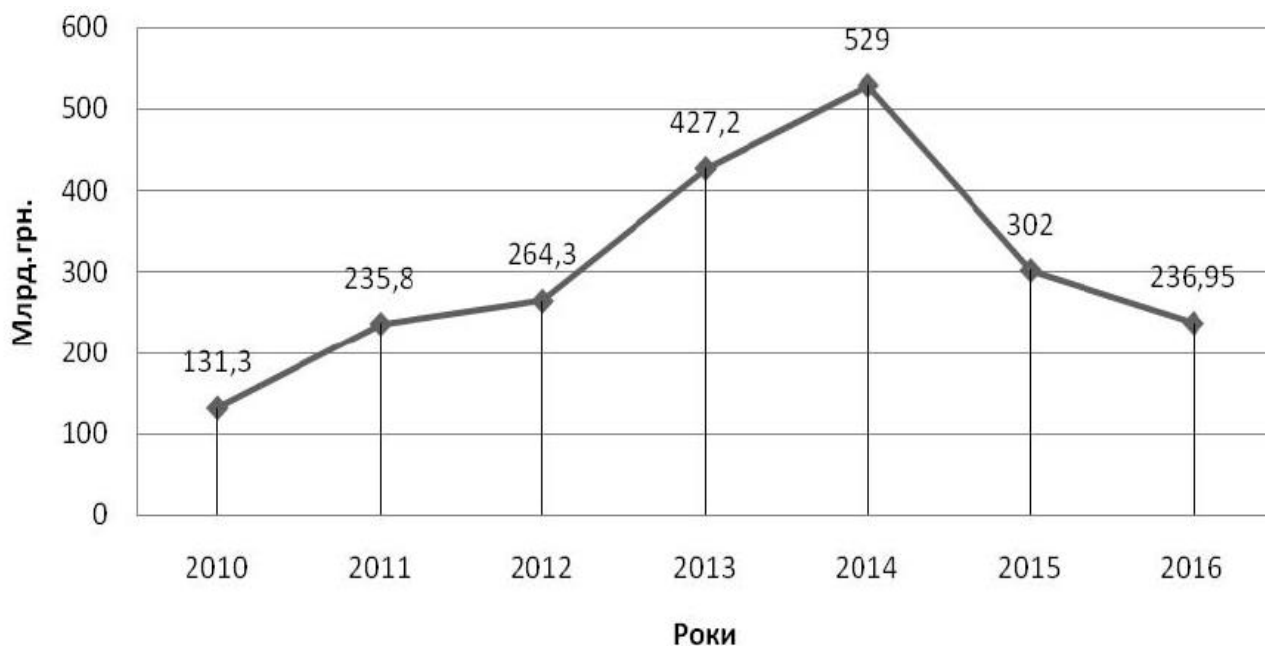


Рис. 2.1 Динаміка обсягу біржових контрактів із цінними паперами на організаторах торгівлі у 2010–2016 роках, млрд. грн.

З наведених даних видно, що фондовий ринок України у 2013–2014 роках перебував у стані стагнації, а у 2015–2016 роках його функціонування було фактично припинено.

За результатами реалізації попередньої Програми розвитку фондового ринку України на 2012–2014 роки було досягнуто таких результатів, як:

а) залучення в середньому щорічно не менш як 100 млрд. грн. у цінні папери, у тому числі як інвестиції – не менш як 75 млрд. грн. (досягнуто, у 2013 році було залучено 142,03 млрд. грн., у тому числі як інвестиції – 141,77 млрд. грн.);

б) збільшення до 300 млрд. грн. капіталізації лістингових компаній (досягнуто, у 2013 році – 311,73 млрд. грн.);

в) збільшення до 400 млрд. грн. у рік обсягів торгів цінними паперами на біржовому ринку (досягнуто, у 2013 році – 463,43 млрд. грн.);

г) збільшення до 20 відсотків частки біржового ринку (досягнуто, в

2013 році – 27,69%);

д) підвищення відношення капіталізації біржового ринку до валового внутрішнього продукту до 40% (не досягнуто, у 2013 році – 21,43%);

є) збільшення до 50 млрд. грн. загальної номінальної вартості облігацій підприємств, що перебувають в обігу на фондовому ринку (не досягнуто, в 2013 році – 42,47 млрд. грн.);

ж) збільшення до 30 млрд. грн. вартості активів інвестиційних та пенсійних фондів (не досягнуто, в 2013 році – 12,23 млрд. грн.) [6].

Згідно з Програмою розвитку фондового ринку України ключовим показником розвитку фондового ринку та фінансової системи країни є частка капіталізації лістингових компаній у ВВП країни. Як свідчать дані, наведені у таблиці 2.1, акціонерний капітал найбільш розвинений у США та Великобританії, тоді як в Україні ця цифра поки що невелика [16].

Таблиця 2.1

**Відношення капіталізації лістингових компаній до ВВП у 2012–  
2015 рр., %**

Район	Назва країни	2012	2013	2014	2015
	США	108,5	108,9	104,3	114,9
БРІК	Бразилія	72	72,1	49,6	54,6
	Росія	70,5	67,5	42,9	43,4
	Індія	86,6	95,9	54,9	68,6
	Китай	100,3	80,3	46,3	44,9
Європа	Франція	75,3	75,6	56,6	69,8
	Німеччина	39,3	43,5	32,9	43,4
	Італія	15	15,6	19,7	23,8
	Великобританія	128,1	137,7	118,7	122,2
	Польща	31,4	40,5	29,9	36,3
СНД	Вірменія	1,6	0,3	0,4	1,3
	Казахстан	50	41	23	11,5
	Україна	12,6	15,9	13,7	19,7

За показником капіталізації лістингових компаній (в доларах США) Україна займала 59 місце зі 109 країн із показником 20,7 млрд. дол.

За показником обсягу торгів за даними Світового банку в 2012 році зі 107 країн Україна займала 61 місце з показником 1,2 млрд. дол. Обсяг торгів



до ВВП становив близько 1%, відповідно, Україна займала 62 місце зі 107 країн.

Станом на 2015 рік Україна мала 198 лістингових компаній, що передбачає 30 місце зі 110 країн [6].

Капіталізація лістингових компаній фондового ринку станом на 30 червня 2015 року становила 499,02 млрд. грн., що більше на 20,04% порівняно з цим показником станом на 30 червня 2014 року (415,72 млрд. грн.). Збільшення капіталізації свідчить про підвищення вартісної оцінки компаній, акції яких перебувають в обігу на фондових біржах [6].

Глобалізація як процес уніфікації національних систем на фондовому ринку має свою специфіку прояву – в інституційному аспекті визначається присутністю іноземних інвесторів на національному фондовому ринку.

За інформацією Державної служби статистики станом на 1 січня 2016 року загальний обсяг прямих іноземних інвестицій, внесених в економіку України, дорівнював \$43 371,4 млн. Такий показник виявився на 5,2% меншим за результат початку 2015 року. У 2015 році іноземними інвесторами в українську економіку було внесено \$3763,7 млн. прямих інвестицій. З країн Європейського Союзу надійшло \$2007,3 млн. (53,3% загального обсягу), з інших країн світу – \$1756,4 млн. (46,7%) [24].

До основних проблемних питань можна віднести надмірну кількість фондових бірж, низький рівень капіталізації, ліквідності ринку, високу фрагментарність біржової та депозитарної структури, обмежену кількість ліквідних та інвестиційно привабливих фінансових інструментів, низький рівень використання похідних цінних паперів, недостовірність інформації.

Фінансовий ринок України, наслідуючи світові тенденції, співпрацює з міжнародними фінансовими ринками, і наслідки цих процесів справляють значний вплив на розвиток українського фондового ринку. Саме тому вирішення більшості наведених проблем є першим кроком на шляху до міжнародного співробітництва у рамках фондових відносин. Способи вирішення проблем наведені у таблиці 2.2 [40; 6].

**Основні заходи щодо інтеграції українського фондового ринку у  
світовий фінансовий ринок**

Проблемні моменти у розвитку фондового ринку України	Заходи щодо вирішення проблем
<p>Неконкурентоспроможність фондового ринку:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– фактична відсутність ринку похідних та іноземних цінних паперів;</li> <li>– відсутність достатньої пропозиції інвестиційно-привабливих інструментів фондового ринку</li> </ul>	<p>Впровадження системи заходів щодо сприяння обігу іноземних цінних паперів на території України.</p> <p>Створення умов для сприяння обігу на території України цінних паперів українських емітентів, емісія яких здійснена відповідно до законодавства іноземної держави та які розміщені за кордоном.</p> <p>Сприяння проведенню вітчизняними учасниками ринку транскордонних операцій з іноземними цінними паперами.</p>
<p>Неефективна політика щодо інвесторів та функціонування ринкової інфраструктури:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– невідповідність критеріїв поділу акціонерних товариств їхній суті;</li> <li>– недосконалість механізму захисту прав власників боргових цінних паперів</li> </ul>	<p>Гармонізація законодавства ЄС у частині системи розкриття інформації публічними акціонерними товариствами.</p> <p>Запровадження механізму запобігання виводу активів емітента у разі дефолту.</p> <p>Диференціювання підходів до регулювання порядку випуску корпоративних облігацій залежно від активності емісійної діяльності компанії; створення правового механізму випуску конвертованих облігацій.</p>
<p>Недостатня інформаційна прозорість фондового ринку:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– через недостатню прозорість інформації;</li> <li>– через недостовірність, несвоечасність та необґрунтованість інформації про учасників ринку</li> </ul>	<p>Розроблення та затвердження єдиного нормативно-правового акту щодо забезпечення ефективного процесу розкриття інформації про діяльність учасників ринку; впровадження стандартів розкриття інформації.</p> <p>Подання інформації емітентами у формі річного, квартального та поточного звітів НКЦПФР.</p>
<p>Невідповідність законодавчої бази щодо регулювання фондового ринку світовим стандартам:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– необхідність дерегуляції законодавства про клірингову діяльність;</li> <li>– необхідність запровадження європейських стандартів пруденційного та консолідованого нагляду;</li> <li>– необхідність покращення міжнародного та національного співробітництва у регулюванні фондового ринку.</li> </ul>	<p>Забезпечення фактичної демонополізації клірингової діяльності зі встановленням однакових вимог до осіб, що здійснюють клірингову діяльність; скасування не виправданих вимог щодо обов'язкового поєднання клірингу з банківською діяльністю.</p> <p>Запровадження в Україні вимог Європейського Союзу щодо достатності капіталу професійних учасників фондового ринку.</p> <p>Посилення взаємодії між НКЦПФР та іншими державними органами з метою своєчасного та відповідного регуляторного впливу на порушників законодавства, а також забезпечення відповідною інформацією регуляторів ринків цінних паперів іноземних держав.</p> <p>Підвищення якості державного регулювання фондового ринку.</p> <p>Покращення міжнародного та національного співробітництва у регулюванні фондового ринку.</p>

Обсяг торгів цінними паперами на чинному фондовому ринку України не перевищує 4–6% всіх угод із цінними паперами.

Сучасний фондовий ринок існує як організована, багатокomпонентна та високотехнологічна система, що забезпечує оптимальні умови для реалізації інвестиційних планів суб'єктів, заснованих на цінних паперах. Отже, інфраструктура фондового ринку покликана з найменшими витратами як часу, так і коштів поєднати інтереси продавця цінних паперів та покупця в процесі обігу фондових інструментів [41, с. 5].

Незважаючи на несприятливу ринкову кон'юнктуру, загалом у 2015 році спостерігалась висока активність біржового сегменту, а також відбулось збільшення обсягів операцій з цінними паперами. А за результатами торгів у 2016 році на організованому ринку обсяг біржових контрактів з цінними паперами становив 236,95 млрд. грн., що порівняно з даними аналогічного періоду 2015 року зменшився на 17,21% (або на 49,25 млрд. грн., у 2015 році він становив 286,21 млрд. грн.) [6]. Про це свідчить показник капіталізації лістингових компаній (станом на 31 грудня 2016 року). Капіталізація лістингових компаній фондового ринку склала 19,64 млрд. грн. (рис. 2.2).

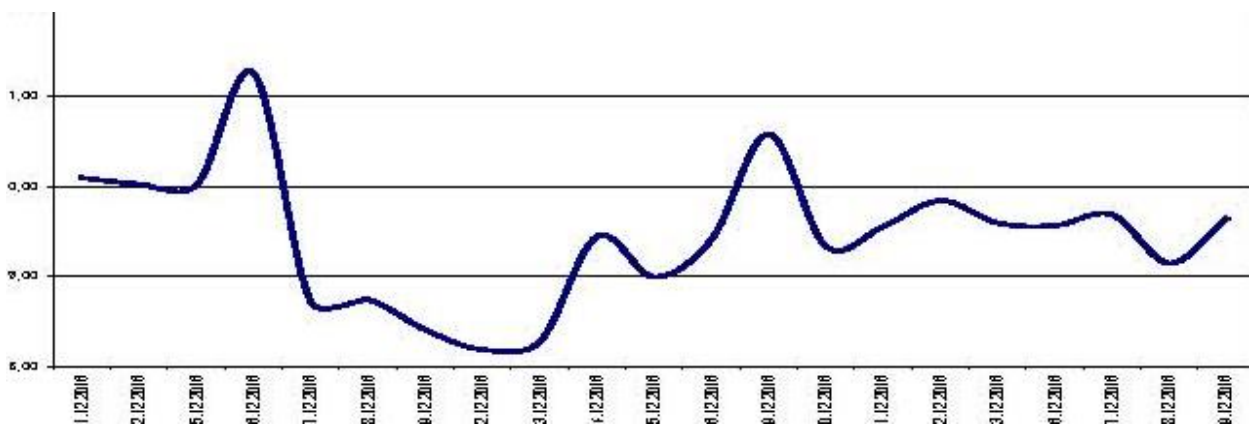


Рис. 2.2. Капіталізація лістингових компаній фондового ринку за грудень 2016 року, млрд. грн. [5]

Відповідно, станом на 31 березня 2017 року капіталізація лістингових компаній фондового ринку склала 11,86 млрд. грн. (рис. 2.3).



Таблиця 2.3

**Динаміка кількості професійних учасників фондового ринку  
України за 2014-2016 рр.**

Професійні учасники	Станом на 31.12.2014	Зміна, %	Станом на 31.12.2015	Зміна, %	Станом на 31.12.2016	Зміна, %
Торговці цінними паперами	462	-16,61	369	20,13	302	-18,16
Депозитарні установи	306	-3,16	255	-16,67	232	-9,02
Компанії з управління активами	345	-1,15	320	-7,25	300	-6,25
Особи, що провадять клірингову діяльність	1	0,00	1	0,00	1	0,00
Фондові біржі	10	0,00	10	0,00	8	-20,00
Усього	1 124	-8,62	955	-15,04	843	-11,73

Джерело: за даними Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку

Водночас професійну діяльність на ринку цінних паперів здійснювало 666 професійних учасників фондового ринку. Їх кількість поступово зменшується, що пов'язано насамперед з ретельнішим підходом Комісії до процедури видачі ліцензій та підвищення вимог регулятора.

Це, на нашу думку, є певною ознакою завершення формування кількісного складу інфраструктури ринку цінних паперів України відповідно до потреб обслуговування потоків інвестиційних ресурсів, опосередкованих такими фінансовими інструментами, що виникають в економіці країни з врахуванням сучасних макроекономічних показників її функціонування. Протягом 2016 року до Державного реєстру фінансових установ включено 103 фінансові установи, які надають фінансові послуги на ринку цінних паперів. Водночас виключено 73 фінансові установи, які надають фінансові послуги на ринку цінних паперів.

Скорочення обсягів ліцензування професійної діяльності на фондовому ринку України, що спостерігалось протягом 2014-2016 рр. відбулося у зв'язку з приведенням діяльності професійних учасників до

вимог Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення вимог до статутного капіталу професійних учасників фондового ринку». Ці зміни в першу чергу посилили фінансові вимоги щодо надійності торговців цінними паперами, чисельність яких у 2016 р. скоротилася на 67 осіб та склала на початок 2017 р. 302 особи.

У розрізі окремих видів професійної діяльності можна відзначити суттєве зменшення кількості: на початок 2017 р. регулятором видано ліцензії на здійснення видів професійної діяльності на ринку цінних паперів, а саме:

- за напрямом брокерської діяльності – 291;
- за напрямом дилерської діяльності – 278;
- за напрямом андеррайтингу – 51;
- за напрямом діяльності з управління цінними паперами – 24;
- за напрямом діяльності з управління іпотечним покриттям – 1.

Упродовж 2016 року анульовано 140 ліцензій на окремі види професійної діяльності на фондовому ринку, зокрема:

- за напрямом брокерської діяльності – 53;
- за напрямом дилерської діяльності – 47;
- за напрямом андеррайтингу – 11;
- за напрямом діяльності з управління цінними паперами – 29.

Невід’ємним атрибутом сучасної ринкової економіки є біржовий ринок. Наприкінці 2016 року на вітчизняному ринку цінних паперів функціонувало 8 фондових бірж:

- Українська біржа;
- Фондова біржа «ПФТС»;
- Фондова біржа «Перспектива»;
- Київська міжнародна фондова біржа;
- Українська фондова біржа;
- Українська міжбанківська валютна біржа;
- Фондова біржа «ІННЕКС»;
- Фондова біржа «Універсальна».

Слід зазначити, що ПрАТ «Придніпровська фондова біржа» рішенням Комісії від 26.02.2016 № 202 переоформлено ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку. Станом на 31.12.2016 232 депозитарні установи мали ліцензії на провадження професійної діяльності на фондовому ринку – депозитарної діяльності (таблиця 2.4).

Таблиця 2.4

**Кількість суб'єктів, яким видано ліцензії на окремі види професійної діяльності на фондовому ринку – депозитарної діяльності та клірингової діяльності**

Вид професійної діяльності	Станом на 31.12.2015	Станом на 31.12.2016
Депозитарна діяльність депозитарної установи	255	232
Діяльність зберігання активів спільного інвестування	62	47
Діяльність зберігання активів пенсійних фондів	18	14
Клірингова діяльність	1	1

Протягом 2016 року Комісією анульовано 50 ліцензій на окремі види професійної діяльності на фондовому ринку – депозитарної діяльності 35 юридичним особам. Діяльність інституційних інвесторів відіграє вагомую роль у функціонуванні фінансового ринку. Станом на 31.12.2016 на українському фондовому ринку діяльність з управління активами здійснювали 300 професійних учасників. Протягом 2016 року Комісією анульовано 16 ліцензій на провадження професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних паперів) – діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльності з управління активами). При цьому кількість корпоративних та пайових інвестиційних фондів станом на кінець року становила 2 223, з них: 468 — це корпоративні інвестиційні фонди, а 1 755 — пайові. Для порівняння, на початку року кількість таких ІСІ сягала 2 131, з них: 411 – корпоративні і 1720 — пайові. Протягом минулого року Комісія отримала 65 повідомлень щодо прийнятого рішення про ліквідацію інституту спільного

інвестування. У 2016 році Комісія продовжила роботу над удосконаленням норм, які регулюють діяльність компаній з управління активами, інститутів спільного інвестування та недержавних пенсійних фондів. На виконання Угоди про асоціацію між Україною та Європейським Союзом, а також Плану заходів з імплементації цієї Угоди, триває робота по імплементації 13 європейських актів, які стосуються діяльності інститутів спільного інвестування (UCITS і Alternative Investment Fund). Комісія має на меті запропонувати нову редакцію Закону України «Про інститути спільного інвестування».

У 2016 році з метою підвищення ефективності нагляду за професійними учасниками фондового ринку для захисту інтересів інвесторів, а також продовжуючи процес поступового впровадження європейських стандартів нагляду, Комісією удосконалювалась система пруденційного нагляду на фондовому ринку. Для торговців цінними паперами з 01.01.2017 передбачено підвищення розміру регулятивного капіталу з 75 до 100 відсотків від мінімального розміру статутного капіталу, встановленого законодавством для зазначеного виду професійної діяльності на фондовому ринку, нормативу адекватності регулятивного капіталу – з 6 до 8 відсотків, переглянуто нормативне значення коефіцієнта фінансового левериджу, його максимальне значення підвищено з 1 до 3. Зазначеним нормативно-правовим актом для депозитарних установ з 01.01.2017 передбачено підвищення нормативного значення коефіцієнта покриття операційного ризику з 0,75 до 1. Також для депозитарних установ, що провадять на фондовому ринку виключно депозитарну діяльність, з 01.01.2017 запроваджується додатковий пруденційний норматив – показник розміру власних коштів.

Щодо діяльності компаній з управління активами кількість таких компаній знизилась протягом року майже на 12%.

Центральний депозитарій цінних паперів – ПАТ «Національний депозитарій України» (далі – ПАТ «НДУ») та особа, яка провадить



клірингову діяльність – Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках (далі – ПАТ «Розрахунковий центр»).

Підготовка фахівців з питань фондового ринку проводиться за типовими програмами навчання фахівців фондового ринку, зокрема:

- з питань торгівлі цінними паперами;
- з депозитарної діяльності;
- з питань організації торгівлі цінними паперами;
- з управління активами інституційних інвесторів;
- з клірингової діяльності;
- з управління іпотечним покриттям.

Загальний обсяг торгів на організованому ринку протягом 2016 року досяг шестирічного мінімуму. Обсяги торгів за всіма фінансовими інструментами, крім опціонних сертифікатів, значно скоротились у порівнянні з останніми роками. Разом з тим, структура торгів на неорганізованому ринку значно не змінилась, у зв'язку з цим падіння обсягу торгів не можна пов'язувати зі зменшенням активності учасників. Справжньою причиною є відсутність вимог до ціноутворення на неорганізованому ринку, порівняно з організованим. Щодо опціонних сертифікатів, об'єми торгів на фоні загальних обсягів залишаються мінімальними, а інструмент використовується виключно для потреб галузі будівництва.

Варто звернути увагу саме на показники біржової торгівлі, адже біржовий ринок вважається найефективнішим і точно відображає зміни в економіці через зміни обсягів торгівлі та курсів цінних паперів.

Аналіз ринку цінних паперів в Україні засвідчує змінну динаміку його розвитку. Це показують значення обсягів торгівлі в період з 2011 по 2016 роки (рис.2.4.).

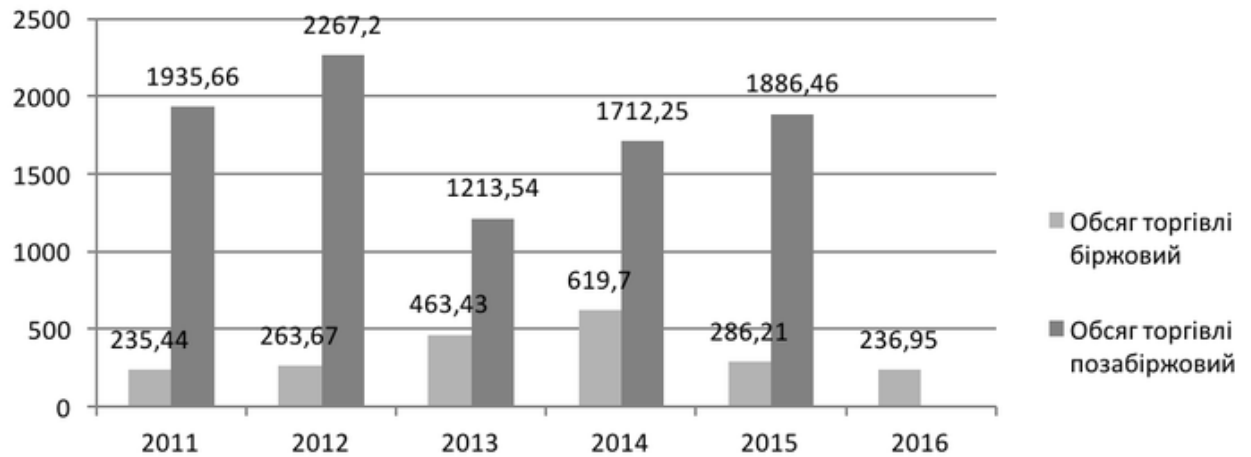


Рис. 2.4. Обсяг торгів на ринку цінних паперів України у 2011-2016 роках, млрд. грн.

\*- за 2016 р. нема даних щодо обсягу позабіржової торгівлі

Джерело: побудовано на основі звітів НКЦПФР за 2011-2016 роки

За кількістю виконаних договорів переважають ф'ючерсні контракти на індекси бірж та акції найбільших підприємств («Центренерго», «Укрнафта», «Райффайзен Банк Аваль», «Мотор Січ». Розглядаючи структуру договорів на організаторах торгівлі в 2016 році, можна виділити чотири основних фінансових інструменти за обсягом торгівлі: державні облігації, облігації підприємств, депозитні сертифікати, акції (таблиця 2.5).

Таблиця 2.5

**Динаміка обсягу торгівлі основними фінансовими інструментами на організаторах торгівлі в період 2011-2016 років, млрд. грн.**

Вид інструменту	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Державні облігації	99,12	178,78	345,87	545,77	250,13	211,26
Депозитні сертифікати	–	–	–	1,00	8,71	11,38
Корпоративні облігації	21,42	26,35	47,51	32,82	13,53	9,43
Акції	68,59	21,54	44,92	24,46	5,22	2,18

Джерело: складено на основі річних звітів НКЦПФР за 2011-2016 роки

Важливим чинником розвитку фондового ринку є рівень безпеки фондового ринку. Використовуючи Методичні рекомендації щодо розрахунку рівня економічної безпеки України, нами було складено таблицю основних показників безпеки : відношення капіталізації ринку акцій до ВВП та дохідність ОВДП – це два із трьох основних індикаторів безпеки фондового ринку (таблиця 2.6).

Таблиця 2.6

### Деякі показники рівня безпеки фондового ринку в Україні

Показники рівня безпеки фондового ринку	Порогові значення	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Відношення обсягу номінальної кпіталізації ринку акцій до ВВП, %	60-90	13,66	19,66	21,43	29,21	3,21	0,82
Дохідність облігацій внутрішньої державної позики, %	3-4	9,17	12,94	13,13	13,44	13,07	9,16

Джерело: складено на основі звітів НКЦПФР за 2011-2016 рік та даних НБУ

За результатами торгів на організаторах торгівлі обсяг біржових контрактів з цінними паперами протягом січня 2016 року становив 14,08 млрд. грн., що менше на 47,25% порівняно з даними аналогічного періоду 2015 року (26,69 млрд. грн.).

Зменшення даних показників пов'язане з набранням чинності нових правил лістингу та делістингу цінних паперів. В 2015 року НКЦПФР затвердила зміни до «Положення про функціонування фондових бірж», якими значно підвищила вимоги до емітентів для перебування в лістингу.

За результатами січня спостерігалася консолідація торгівлі переважно на двох фондових біржах – ПАТ «Перспектива» та ПАТ «Фондова біржа ПФТС» – 97,55% від загальної вартості біржових контрактів. Зокрема, найбільший обсяг торгів на цих фондових майданчиках зафіксовано з депозитарними сертифікатами Національного банку України (6,76 млрд. грн.) та державними облігаціями України (6,58 млрд. грн.).

Загальний обсяг випусків емісійних цінних паперів зареєстрованих Комісією у січні 2016 року становив 11,28 млрд.грн., що більше на 8,30 млрд.грн. порівняно з відповідним періодом 2015 роком (2,98 млрд.грн.). Зокрема, протягом січня цього року регулятором зареєстровано 8 випусків акцій на суму 9,95 млрд. грн., що більше на 8,38 млрд. грн. порівняно з аналогічним періодом 2015 року. Значний за обсягом випуск акцій, який суттєво вплинув на загальний обсяг, зареєстровано ПАТ «Державний експортно-імпорتنний банк України» з метою збільшення статутного капіталу.

Обсяги емісії облігацій в Україні все ще залишаються незначними, однак позитивним є факт значного збільшення обсягів зареєстрованих облігаційних випусків, що свідчить про зростання у компаній інтересу до цього фінансового інструменту та можливості залучення додаткових коштів шляхом випуску облігацій. Так, за даними НКЦПФР, протягом 2016 р. був зареєстрований 251 випуск облігацій підприємств на суму 35,91 млрд. грн., що на 26,42 млн. грн. або у 3,78 рази більше, ніж у 2015 р.

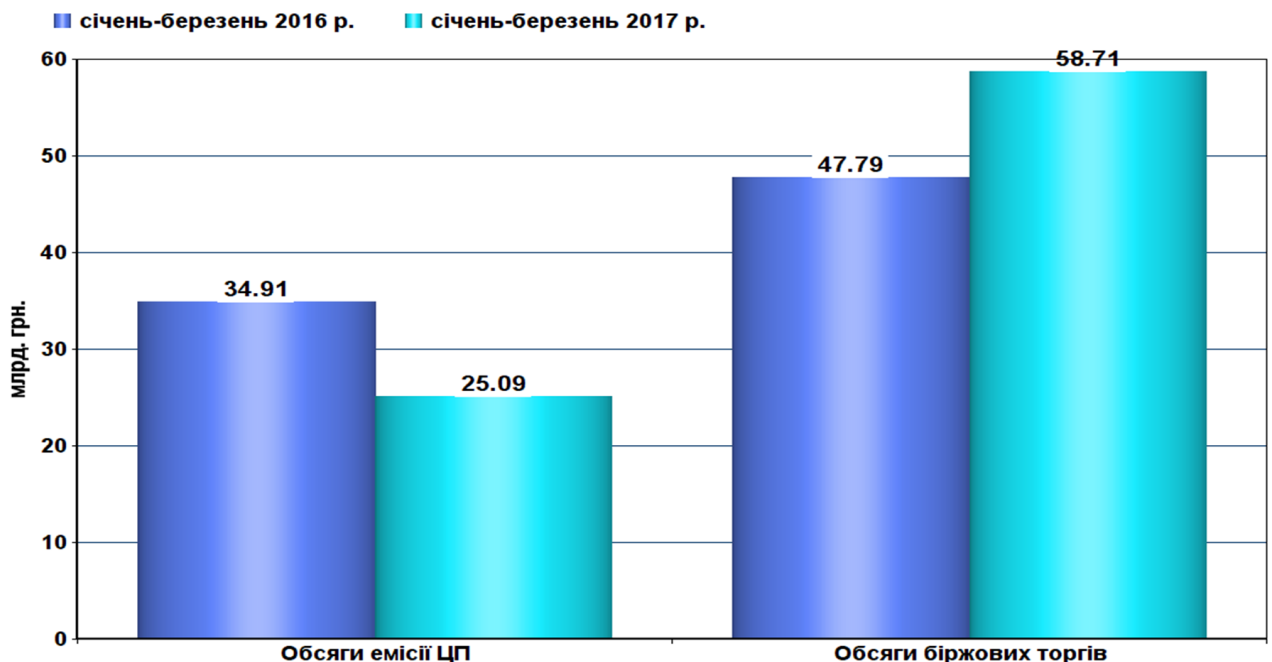


Рис.2.5. Основні показники розвитку фондового ринку України

Загальний обсяг випусків емісійних цінних паперів, зареєстрованих регулятором у січні-березні 2017 року, становив 25,09 млрд.грн., що виявилось на 9,83 млрд. грн. менше порівняно з результатом відповідного періоду 2016 року (34,91 млрд. грн.). Протягом I кварталу поточного року Комісією було зареєстровано 29 випусків акцій на суму 20,66 млрд. грн. Порівняно з аналогічним періодом минулого року обсяг зареєстрованих випусків акцій зменшився на 7,97 млрд. грн.

Значні за обсягом випуски акції, які суттєво вплинули на загальну структуру зареєстрованих випусків протягом зазначеного періоду, було здійснено двома банківським установам (ПАТ «Державний ощадний банк України» та ПАТ «Державний експортно-імпортний банк України») з метою збільшення статутного капіталу.

Крім того, протягом січня-березня 2017 року НКЦПФР зареєструвала 6 випусків облігацій підприємств на суму 339,52 млн. грн. Порівняно з аналогічним періодом 2016 року обсяг зареєстрованих випусків облігацій підприємств зменшився на 1,4 млрд. грн.

Також у звітному періоді Комісією було зареєстровано 2 випуски опціонних сертифікатів на загальну суму 32,45 млн. грн. (протягом відповідного періоду 2016 року регулятором не було зареєстровано жодного випуску цих фінансових інструментів).

Обсяг випусків інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів, зареєстрованих Комісією у I кварталі 2017 року, становив 2,41 млрд. грн., що виявилось на 543,5 млн. грн. менше порівняно з показником аналогічного періоду 2016 року.

У свою чергу, обсяг випусків акцій корпоративних інвестиційних фондів збільшився на 46,42 млн. грн. та становив 1,65 млрд. грн.

Кількість зареєстрованих корпоративних та пайових інвестиційних фондів, станом на 31.03.2017 р., дорівнювала 2254, з них 485 КІФ та 1769 ПФ.

За підсумками січня-березня 2017 року обсяг біржових торгів цінними паперами становив 58,71 млрд.грн. Такий показник виявився на 22,85% (або на 10,92 млрд. грн.) більшим за результат січня-березня 2016 року (47,79 млрд. грн.).

Обсяг біржових контрактів з цінними паперами на первинному ринку дорівнював 0,8%, а на вторинному ринку – 99,2%.

Серед фінансових інструментів найбільший обсяг торгів на фондових біржах (56,9 млрд. грн. або 96,91% від загального обсягу) у I кварталі було зафіксовано з державними облігаціями України. Обсяг торгів корпоративними облігаціями склав 641,02 млн. грн., акціями – 425,07 млн. грн., деривативами – 379,64 млн. грн., опціонними сертифікатами – 360,55 млн. грн., інвестиційними сертифікатами – 5,35 млн. грн.

У розрізі фондових майданчиків обсяги торгів цінними паперами в звітному періоді були такими: ФБ «Перспектива» – 37,23 млрд. грн.; ФБ ПФТС – 20,41 млрд. грн.; «Українська біржа» – 0,81 млрд. грн.; ФБ «Універсальна» – 0,2 млрд. грн.; КМФБ – 5,7 млн. грн., ФБ «ІННЕКС» – 0,7 млн. грн.; УФБ – 0,19 млн. грн. Ключовими трендами української галузі управління активами інституційних інвесторів у 3-му кварталі 2016 року були такі зміни.

Найбільшими інвесторами ІСІ в цілому залишалися українські юридичні особи, чому не завадило подальше скорочення їхньої частки у сукупній ВЧА – із 72.4% до 71.3%. Вони ж залишалися і ключовими інвесторами венчурних ІСІ (72.6%), у відкритих фондах із аналогічним показником лідирували фізичні особи - резиденти (72.7%). За 3-й квартал вітчизняні підприємства скоротили свої вкладення в ІСІ менше ніж на 9 млн. грн. (після -2 141 млн. грн. у 2-му), іноземні – наростили їх ще на 2 412 млн. грн., а громадяни України – на 558 млн. грн. Всього інвестори на 30.09.2016 мали 163 млрд. грн. в усіх ІСІ, нерезиденти – 41 млрд. грн. в усіх ІСІ. Венчурні фонди і далі збільшували сукупні вкладення в акції, хоча їхня частка на кінець кварталу дещо скоротилася (+777 млн. грн., 11.6% в

активах). Водночас, найбільше тут зросли «інші» активи, що, як і раніше, становили  $\frac{3}{4}$  зведеного їх портфеля. Відкриті ІСІ активно наростили грошові кошти, частка яких у секторі досягла майже  $\frac{1}{4}$ , але основною складовою активів тут лишалися акції (39.2%).

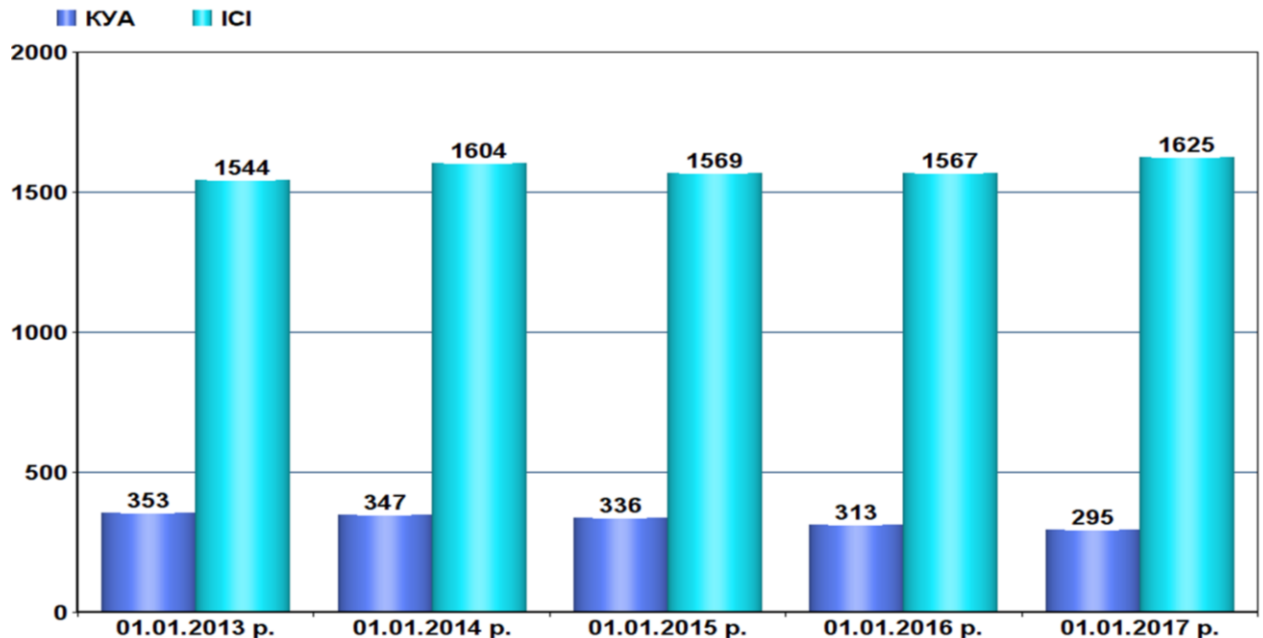


Рис.2.6. Динаміка кількості КУА та ІСІ в Україні

Станом на 30.09.2016 в агрегованому портфелі активів ІСІ цінні папери становили від 21.5% у венчурних та 35.9% в інших закритих ІСІ, до 69.2% – у відкритих та 73.9% – в інтервальних.

Доходність ІСІ за 3-й квартал піднялася ще вище – в усіх секторах, окрім закритих фондів із приватним розміщенням. Найдоходнішими за середнім показником приросту вартості вкладень були знову відкриті фонди (за типами ІСІ), що принесли +6.6%, а серед диверсифікованих та спеціалізованих ІСІ з публічною емісією за класами активів – також знову фонди акцій (+14.1%).

Лідерами за доходністю з початку 2016 року були також відкриті ІСІ (+12.0%), а за класами – фонди облігацій (+10.0%). Річна доходність зберігала лідерство за фондами облігацій (+16.9%), а серед секторів за типами ІСІ найвищий показник мали закриті фонди з публічним розміщенням (+21.4%).

## 2.2. Статистичне оцінювання ролі фондового рику на сучасному етапі економічного розвитку

Процеси взаємозв'язків та взаємозалежності можна вивчати за допомогою відповідних методів та моделей. Кореляційно-регресійний аналіз є одним з основних статистичних методів дослідження залежної випадкової величини  $Y$  від випадкових змінних  $X$ . Цей метод використовується тоді, коли дані спостереження можна вважати випадковими. Показники кореляційного зв'язку, які обчислені за обмеженою сукупністю, виступають оцінками тієї чи іншої статистичної закономірності. При цьому необхідно враховувати, що в будь-якій сукупності зберігається елемент, який не погашається випадковістю. Тому необхідна статистична оцінка ступеня точності і надійності параметрів кореляції і регресії. Під надійністю розуміють ймовірність того, що значення параметру, який ми перевіряємо, не дорівнює 0 і не включає в себе величину протилежних знаків. Оцінка ймовірності параметрів кореляції проводиться по правилам перевірки статистичних гіпотез, які розроблені шляхом порівняння оцінюваної величини з середньою випадковою похибкою оцінки. [48]

За результатами проведеного кореляційно-регресійного аналізу визначення впливу факторів, що характеризують стан сучасного фондового ринку в Україні на показник валової доданої вартості на одну особу (DV) було одержано наступне рівняння регресії:

$$B = 1827,88 + 351,39 * F1 + 173,62 * F2 + 124,45 * F1, \quad (2.1)$$

де:  $B$  - коефіцієнти регресії;

$F1$ - фактор валових інвестицій у підприємства всіх форм власності;

$F2$ - фактор обсягів торгівлі цінними паперами;

$F3$  - інвестиції в стратегічні об'єкти.



Аналізуючи коефіцієнти регресії, треба визначити, що при збільшенні 1-го фактору F1 на 1 тис. грн, валова додана вартість зростає на 351,39 грн.; при збільшенні 2-го фактору F2 на 1 тис. грн, валова додана вартість зростає на 173,62 грн.; і при збільшенні 3-го фактору F3 на 1 тис. грн, валова додана вартість зростає на 124,45 грн.

Таблиця 2.7

**Результати кореляційно-регресійного аналізу впливу факторів фондового ринку на валову додану вартість на одну особу (DV)**

Фактори	ВЕТА-коефіцієнти	Стандартна похибка ВЕТА-коефіцієнтів	Коефіцієнт регресії (B)	Стандартна похибка B	t – критерій	Фактичний рівень істотності (p-level)
F1	0,730727	0,113119	351,3936	54,39695	6,459803	2,11E-06*
F2	0,361039	0,113119	173,6173	54,39695	3,191673	0,004387
F3	0,258792	0,113119	124,4483	54,39695	2,287781	0,032626

Джерело: Розраховано за результатами дослідження

Коефіцієнти регресії (B) є найменовані числа, які визначаються у фактичних одиницях виміру (в натуральному масштабі) і тому непорівнянні один з одним. Для перетворення їх в порівнянні відносні показники, використовується те ж перетворення, що й для одержання коефіцієнта парної кореляції. Одержану величину називають стандартизованим коефіцієнтом регресії чи  $\beta$ -коефіцієнтом (бета-коефіцієнтом):

$$\beta_j = b_j \cdot \sigma_{xj} / \sigma_y, \quad (2.2)$$

де:  $b_j$  – коефіцієнт регресії  $j$ -го фактору;  $\sigma_{xj}$  – квадратичне відхилення факторної ознаки (x)  $j$ -го фактору;  $\sigma_y$  – квадратичне відхилення результативної ознаки (y);  $\beta$ -коефіцієнт при факторі  $x_j$  визначає міру впливу варіації фактора  $x_j$  на варіацію результативної ознаки  $y$  за умови відсутності впливу інших факторів [79, с.117].

Результати аналізу, які представлені в таблиці 2.7 свідчать, що при визначені факторів впливу на додану вартість, перший фактор (валові

інвестиції) пояснює на 73 % варіацію результативної ознаки, другий (обсяги торгівлі) – на 36 %, а третій (інвестиції у стратегічні об'єкти) – на 26 %. З огляду на це, значущою можна вважати залежність валової доданої вартості лише від першого фактору (валових інвестицій). Разом з тим за показником p-level значущий рівень залежності спостерігається за трьома факторами:  $F_1 = 2,11 \text{ E} - 06$ ;  $F_2 = 0,004387$ ;  $F_3 = 0,0032626$ . Ці значення значно менші за критеріальний показник: p-level = 0,05.

Аналізуючи щільність зв'язку у стандартизованому масштабі треба зазначити, що коефіцієнт детермінації  $R = 0,855$ , варіація валової доданої вартості на 85,5% пояснюється коливаннями 3-х факторів, що включені в модель. F-відхилення Фішера [ $F(3,21)=19,050$ ] свідчить про залежність результативної ознаки, хоча б від одного фактору. Фактичне значення F більше за табличне, тому зв'язок між факторами вважається істотним.

$$DV = 1827,9 + 351,39 * F1$$

Correlation:  $r = 73073$

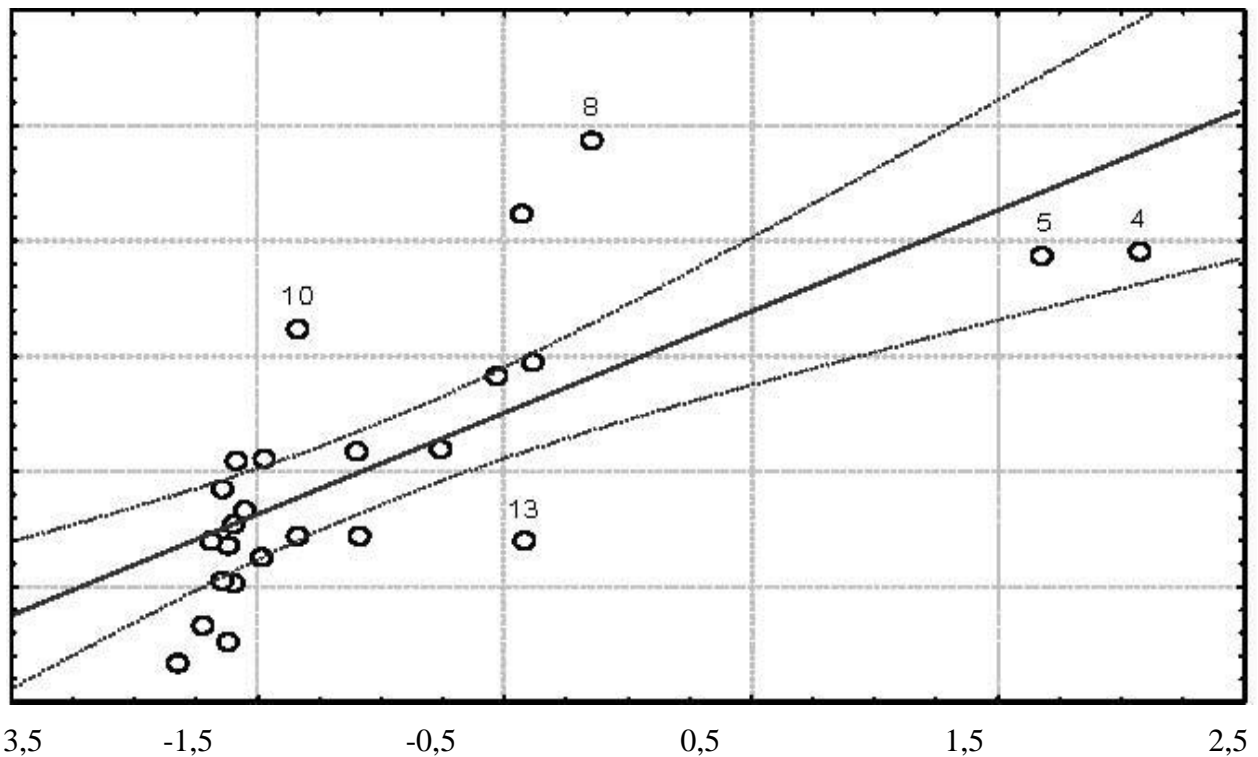


Рис.2.7. Графік кореляційного зв'язку між показниками фондового ринку та валовою доданою вартістю на одну особу

Джерело: Побудовано за результатами дослідження

Аналіз графіка (рис.2.7) підтверджує, що зв'язок між факторами існує, якщо повернути пряму лінії до горизонтального стану, вона перетне криві, що і є свідченням зв'язку.

Дослідження рівня безробіття (RV), який характеризується відношенням кількості зареєстрованих безробітних до середньорічної кількості населення працездатного віку, дозволяє стверджувати, що показники зайнятості та безробіття є одними з головних в міжнародній статистичній практиці. Аналіз впливу стану фондового ринку на рівень безробіття (таблиця 2.8) дозволяє зробити висновок, що за сукупністю інформації зв'язок надійно не встановлено.

Таблиця 2.8

**Результати кореляційно-регресійного аналізу впливу факторів фондового ринку на рівень безробіття (RV)**

Фактори	ВЕТА-коєфіцієнти	Стандартна похибка ВЕТА-коєфіцієнтів	Коефіцієнт регресії (B)	Стандартна похибка B	t – критерій	Фактичний рівень істотності (p-level)
F1	-0,32734	0,204576	-0,5379	0,336166	-1,6001	0,124514
F2	0,048145	0,204576	0,079114	0,336166	0,235342	0,816223
F3	-0,10796	0,204576	-0,1774	0,336166	-0,52772	0,603225

Джерело: Розраховано за результатами дослідження

Проведений кореляційно-регресійний аналіз визначення впливу факторів, що характеризують стан сучасного фондового ринку в Україні на показник рівня безробіття (RV), дозволив одержати наступне рівняння регресії:

$$B = 4,7780 - 0,538 * F1 + 0,079 * F2 - 0,177 * F3, \quad (2.3)$$

де: B - коефіцієнти регресії;

F1- фактор валових інвестицій у підприємства всіх форм власності;

F2- фактор обсягів торгівлі цінними паперами;

F3 - інвестиції в стратегічні об'єкти.

Аналізуючи коефіцієнти регресії (В), треба визначити, що при збільшенні 1-го фактору F1 на 1 тис. грн, рівень безробіття знизиться на 0,54 %; при збільшенні 2-го фактору F2 на 1 тис. грн, рівень безробіття зросте на 0,08 %; і при збільшенні 3-го фактору F3 на 1 тис. грн, рівень безробіття знизиться на 0,18 %;  $\beta$ -коефіцієнти для 3-х факторів, які аналізувались відповідно становлять:  $- 0,327$ ;  $0,048$ ;  $- 0,108$ . Коефіцієнт детермінації =  $0,348$ , тобто лише на 34,8% пояснюється варіація рівня безробіття від першого фактору; p-level також значно перевищує критичну позначку 0,05, що не дає права підтверджувати зв'язок між факторами. В реальних системах зв'язок завжди має статистичний характер, що означає недосяжність абсолютної істини в визначенні зв'язків.

Рівень забрудненості навколишнього середовища (ZV) було визначено за показником викидів шкідливих речовин в атмосферне повітря стаціонарними джерелами забруднення по регіонах. Аналіз регресійної моделі вивчення зв'язку між рівнем забрудненості навколишнього середовища та факторами, що визначають стан фондового ринку України:

$$B = 156,728 + 286,92 * F1 - 23,824 * F2 + 42,529 * F3, \quad (2.4)$$

де: B - коефіцієнти регресії;

F1- фактор валових інвестицій у підприємства всіх форм власності;

F2- фактор обсягів торгівлі цінними паперами;

F3 - інвестиції в стратегічні об'єкти.

Перший фактор (капітальні інвестиції) в найбільшій мірі впливає на результативну ознаку. При збільшенні валових інвестицій на 1 тис.грн., рівень забрудненості зростає на 286,92 т. Це є свідченням того, що інвестиції намагаються вкладати у високорентабельні галузі з метою досягнення швидких результатів (енергетика, хімічна промисловість). Недостатньо забезпечуючи при цьому шкідливі виробництва очисними спорудами, тощо (таблиця 2.9).

Таблиця 2.9

**Результати кореляційно-регресійного аналізу впливу показників фондового ринку на рівень забрудненості регіонів (ZV)**

Фактори	ВЕТА-коєфіцієнти	Стандартна похибка ВЕТА-коєфіцієнтів	Коефіцієнт регресії (B)	Стандартна похибка B	t – критерій	Фактичний рівень істотності (p-level)
F1	0,834095	0,116334	286,9209	40,01763	7,169863	4,55E-07*
F2	-0,06926	0,116334	-23,8237	40,01763	-0,59533	0,557984
F3	0,123634	0,116334	42,52891	40,01763	1,062755	0,299962

За даними таблиці 2.9  $\beta$ -коєфіцієнт для 1-го фактору досить високий 0,83 – це свідчить, що на 83% варіація забруднення навколишнього середовища пояснюється першим фактором (F1 - валові інвестиції). Коефіцієнт детермінації дорівнює 0,846. Порівнюючи його з критичним значенням, можна зробити висновок, що істотність зв'язку підтверджується:  $R_{\phi} > R_{кр}$  (0,846 > 0,283). Це також засвідчує F-відхилення Фішера [F(3,21)=17,630].

Результати проведеного аналізу доводять, що нерозвинений фондовий ринок України не має суттєвого впливу на основні макроекономічні індикатори. Це пояснюється тим, що економічна система сучасної України знаходиться в умовах неорганізованих взаємодій з точки зору єдиного економічного комплексу та зв'язків з зовнішнім світом. Разом з тим, використання математико-статистичного апарату як могутнього сучасного засобу аналізу дозволяє передбачити тенденції розвитку та можливість вибору найбільш оптимальних управлінських рішень. Результати аналізу довели, що найбільш суттєвий вплив має стан фондового ринку на показник валової доданої вартості на одну особу. Крім того, подальший розвиток цього сектору фінансової системи неодмінно повинен орієнтуватися і на соціальні аспекти макроекономічного простору. Оцінка інформаційної ефективності фондового ринку пов'язана з виявленням реальної вартості цінних паперів та прогнозуванням цін на них. Результати аналізу фондового ринку можуть принести вигоду лише в тому випадку, якщо вони базуються на унікальній

інформації. Тому з розвитком фондового ринку акценти дослідження зміщуються до інформаційних якостей інституційного середовища. Вивченням інформаційної прозорості фондового ринку, її впливу на ціноутворення та надприбутки займається теорія ефективного ринку.

Моделювання і оцінка інформаційної ефективності фондового ринку України проводиться у розрізі аналізу слабкої форми ефективності, який полягає у перевірці прогнозу майбутніх дохідностей на основі попередніх даних. Форми ефективності ринку та методи їх перевірки відображені у таблиці 2.10. Оцінка ефективності фондового ринку була здійснена за допомогою методики А. Антоніу і ін. [80].

Таблиця 2.10

### Форми ефективності ринку та методи їх перевірки

	Рівень відображення інформації в ціні	Вид аналізу для надприбутку	Методи виявлення	Моделі оцінки
Слабка форма	Доступна інформація лише про минулі ціни і обсяги торгів	Фундаментальний	Неможливо передбачити майбутні ціни з їх історичної динаміки	1. прогноз часових рядів (тести сезонності, тести автокореляції) 2. CAPM модель
Середня форма	Доступна інформація про минулі ціни і обсяги торгів, інформація про виплату дивідендів, дроблення акцій, макроекономічні зміни)	Аналіз внутрішньої інформації	Перевірка швидкості реакції цін на появу нової інформації.	Перевіряється: 1. можливість здобуття аномального доходу після оголошення події; 2. час реакції ціни після нової інформації
Сильна форма	Доступна інформація про минулі ціни, обсяги торгів, а також публічна і внутрішня інформація	Немає сенсу в аналізі	Перевірка можливості здобуття надприбутку використовуючи внутрішню інформацію.	Перевіряється: 1. діяльність пайових пенсійних фондів; 2. прибутковість осіб, що володіють інсайдерською інформацією.

Обмежена кількість праць про фондові ринки країн центральної та східної Європи зумовлена і особливостями їх становлення:

- висока концентрація власності, оскільки біржі утворювалися у

процесі приватизації; макроекономічна нестабільність;

- недостатній розвиток інституційних інвесторів, активи яких становлять 4 % ВВП у Україні (аналогічний показник для розвинутих країн – 8-12 %) [78];

- недієва система захисту прав акціонерів через високий рівень корупції, слабку законодавчу базу і систему розкриття інформації.

Для моделювання інформаційної ефективності фондового ринку України використано щоденні дохідності фондового індексу PFTS, який є основним індикатором розвитку ринку цінних паперів України.

Щорічні дохідності індексу PFTS, розраховані як різниця натуральних логарифмів останнього періоду від попереднього, починаючи з 2005 року до 2016 року [76].

Частка організованого фондового ринку України становила в 2016 році 13,16% відповідно від обсягу усіх операцій з цінними паперами на ринку цінних паперів України. Близько 98% біржових контрактів зосереджено на трьох фондових біржах: ПрАТ ФБ «ПФТС», ПАТ ФБ «Перспектива» та ПАТ «Українська біржа». "Українська біржа" створена за участю РТС, а частка ММВБ у ПФТС 50%+1акція. ПФТС є кореспондованим членом Світової Федерації Фондових Бірж та членом Міжнародної Асоціації бірж країн СНД [21].

Таблиці 2.11–2.15 представляють основні результати дослідження відповідності дохідностей індексу ПФТС вимогам гіпотези ефективного ринку, розраховані за допомогою рівнянь (2.1) - (2.6).

Як видно з таблиці 2.11, всі коефіцієнти  $a_1$  статистично значущі на 95%-му рівні значущості.

Проте в дохідностях українського індексу виявлена автокореляція випадкових величин. Тому, попередніми висновками є відсутність інформаційної ефективності фондового ринку України.

Таблиця 2.11

**Значення коефіцієнтів класичної моделі ефективного ринку  
протягом 2004 –2016 років для України  $R_t = a_0 + a_1 R_{t-1} + \varepsilon_t$**

Показник	Значення	
$a_0$	0.001057	
T-statistics	0.7162	
$a_1$	-0.491974	
T-statistics	0.0000*	
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test **	Obs*R2	284.5664
	Prob R2	0.0000*

Джерело: розраховано з допомогою програми Eviews.

Додавання чинника нелінійності до моделі в таблиці 2.12 виявляє нелінійний характер дохідності ринку України, оскільки коефіцієнт  $a_2$  - статистично значимий на 95%-му рівні значущості.

Тобто, виявлена невідповідність вимогам гіпотези ефективного ринку.

Таблиця 2.12

**Значення коефіцієнтів нелінійної моделі ефективного ринку  
протягом 2004 –2016 років  $R_t = a_0 + a_1 R_{t-1} + a_2 R_{t-2} + \varepsilon_t$**

Показник	Значення	
$a_0$	0.004419	
T-statistics	0,0058	
$a_1$	-0.491694	
T-statistics	0,0000*	
$a_2$	-0.108607	
T-statistics	0,0000*	
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test **	Obs*R2	1.387505
	Prob R2	0,2388

Джерело: розраховано за допомогою програми Eviews.

Для виявлення впливу низької біржової активності та зміни співвідношення в часі ризику і дохідності застосуємо модель Garch-M для всієї вибірки (Додаток А) відразу (таблиця 2.13).



Таблиця 2.13

**Модель GARCH-in-mean з врахуванням чинника нелінійності  
і низької біржової активності для України**

Показник	Значення	
$a_0$	-4.16E-19	
T-statistics	0,8386	
$a_1$	1.000000	
T-statistics	0,0000*	
$a_2$	7,93E-18	
T-statistics	0,2950	
$\lambda$	0.7816	
Prob.	0,237616	
Heteroskedasticity Test: ARCH**	Obs*R2	0.723585
	Prob R2	0,3457

Джерело: розраховано за допомогою програми Eviews.

Аналіз отриманих результатів показав, що нелінійний характер дохідності в Україні був викликаний низькою біржовою активністю, оскільки після корегування коефіцієнти  $a_2$  стали статистично незначущими. Коефіцієнти  $\lambda$  були незначущими для України, що свідчить про відсутність впливу варіації в часі ризик-премії на характер дохідностей індексу ПФТС.

Для визначення ефективності ринку України в окремі роки протягом 2004-2016 років перевіримо значимість коефіцієнтів регресії нелінійної моделі окремо за кожен з років (таблиця 2.14).

Таблиця 2.14

**Щорічні значення коефіцієнтів нелінійної моделі ефективного  
ринку протягом 2004-2016 років для України**

	$a_0$	$a_1$	$a_2$
1	2	3	4
2005	0.000966	-0.00309	2.203379
	0.5285	0.9691	0.2901
2006	-0.00060	-0.14047	3.807257
	0.6387	0.0227*	0.0219*
2007	0.004236	-0.27077	-0.3999
	0.0050*	0.0002*	0.5409
2008	0.003344	-0.05600	-0.19840
	0.0329*	0.4026	0.7941
2009	0.001389	0.121521	-4.66036
	0.0996	0.0534*	0.1013

## Продовження табл.2.14

1	2	3	4
2010	0.002136	0.249072	2.751290
	0.0668	0.0001*	0.0527
2011	0.034226	-0.49848	-0.11001
	0.1961	0.0000	0.0000*
2012	-0.00162	0.237329	0.230297
	0.4503	0.0002*	0.7653
2013	0.001683	0.486340	-1.65312
	0.1777	0.44500	0.1034
2014	-0.00201	0.154804	-1.34046
	0.0550*	0.0174*	0.6092
2015	-0.00140	0.463538	-1.75730
	0.2202	0.0000*	0.2544
2016	-0.00023	0.492895	-2.18906
	0.8022	0.0000*	0.0951

Джерело: розраховано за допомогою програми Eviews

Застосуємо модель GARCH-in-mean для кожного року, для того щоб визначити ті періоди, в яких нелінійний характер дохідності індексу ПФТС протягом 2000-2012 років був викликаний низькою біржовою активністю та зміною в часі співвідношення ризику і дохідності (таблиця 2.15).

Таблиця 2.15

**Щорічні значення коефіцієнтів моделі GARCH-in-mean для України протягом 2004-2016 років для України**

	$a_0$	$a_1$	$a_2$	$\lambda$
1	2	3	4	5
2005	-0.000903	0.269221	6.979970	-0.12348
	0.9068	0.0011*	0.2335	0.8604
2006	-0.633740	-0.05294	5.139462	-0.07570
	0.0000*	0.9709	0.8891	0.0000
2007	0.524064	0.216581	0.0602	0.064650
	0.1049	0.0602*	0.9588	0.1015
2008	-0.006242	0.330845	-6.70309	0.523017
	0.0094*	0.0003*	0.1216	0.0407
2009	-0.002297	0.399707	-7.13621	0.256921
	0.1672	0.0000*	0.3398	0.3699
2010	0.003344	0.599946	8.648052	-0.58081
	0.0203*	0.0000*	0.0928	0.0141
2011	0.039674	0.508916	-0.15296	-0.13905
	0.9890	0.9470	0.9470	0.9946
2012	-0.005386	0.566331	0.292847	0.076493
	0.0904	0.0000*	0.8978	0.7422

Продовження табл.2.15

1	2	3	4	5
2013	-0.000457	0.633080	-0.36478	0.031471
	0.8150	0.7640	0.8929	0.8857
2014	3.51E-05	0.568963	-4.42482	0.086087
	0.9908	0.0000*	0.1301	0.7816
2015	-0.004246	0.496941	-3.70369	0.237616
	0.1115	0.0000*	0.2591	0.3929
2016	-0.005353	0.685268	-6.47115	0.582764
	0.0366*	0.0000*	0.0895	0.1018

Джерело: розраховано за допомогою програми Eviews.

Використання моделі Garch-in mean дало змогу виявити ефективність українського ринку додатково в 2001 році, нівелювавши вплив низької біржової активності, та в 2004 році усунувши фактор волатильності в часі ризик-премії.

Таким чином, дослідження ефективності фондового ринку України показали, що динаміка дохідностей індексів України нелінійна. Основними факторами нелінійності ринків України є низька біржова активність.

Передумови теорії ефективного ринку на практиці зустрічаються з обмеженнями, які спричиняють відхилення ринку від стану ефективності. Вплив даних обмежень був присутній і на фондовому ринку України.

Таблиця 2.16

### Сезонні аномальні явища на ринку цінних паперів

Аномалія	Сутність	Причини
1	2	3
«Ефект Хеловіну», С. Боуман і Б. Якобсен	Дохідність цінних паперів з листопада до квітня вища, ніж з травня до жовтня	1) низька торгівельна активність протягом літніх місяців зумовлена літніми відпустками
«Ефект дня тижня», Р. Аяї, С. Медіян і М. Перрі	Дохідність цінних паперів в один з днів тижня показують негативні або низькі прибутковості, в порівнянні з іншими днями тижня	1) режим регулювання (інституційні особливості національних фондових ринків, наприклад, витрати на регулювання); 2) переробка інформації (індивідуальні і інституційні інвестори витрачають різний час для оцінки нової інформації); 3) відмінності в структурі надання інформації протягом робочих днів.

Продовження табл.2.16

1	2	3
«Ефект понеділка» - різновид «ефекту дня тижня»	Низька дохідність фінансового активу щопонеділка, в порівнянні з іншими днями тижня	
«Ефект місяця», Хайнен і Путонен	Висока дохідність цінних паперів в певний місяць в порівнянні з іншими місяцями року	1) інвестори купують малодохідні цінні папери в грудні для зменшення податкових зобов'язань, в січні ж продають такі цінні папери; 2) інституційні інвестори для зовнішнього представлення портфелю цінних паперів в кінці року, в грудні замінюють ризикові акції більш ліквідними, а у січні навпаки.
«Ефект січня» - різновид «ефекту місяця року»	Висока дохідність цінних паперів в січні в порівнянні з іншими місяцями року	
«Ефект початку місяця» Лаконішок, Сміт	Отримання інвесторами прибутку в певні дні місяця, зокрема в перші 3 торговельні дні місяця та останній торговельний день попереднього місяця	1) підвищення попиту індивідуальних інвесторів, внаслідок отримання доходу в кінці місяця; 2) реалізація інвестиційних стратегій з початку місяця; 3) щомісячний випуск макроекономічних показників на початку місяця

Джерело: складено на основі [77]

Інституційний розвиток ринку цінних паперів характеризується розвитком його інфраструктури та рівнем лібералізації економіки країни.

Для оцінки розвитку інфраструктури фондового ринку країни необхідно здійснити аналіз її відповідності таким параметрам: макроекономічна політика і розкриття інформації (наявність асиметрії інформації, прозорість монетарної політики, прозорість фіскальної політики); інституційна і ринкова інфраструктура (міжнародні стандарти фінансової звітності, стандарти корпоративного управління, боротьба з відмиванням грошей); фінансове регулювання і нагляд (виконання принципів Базельського комітету, принципів Міжнародної організації комісій з цінних паперів).

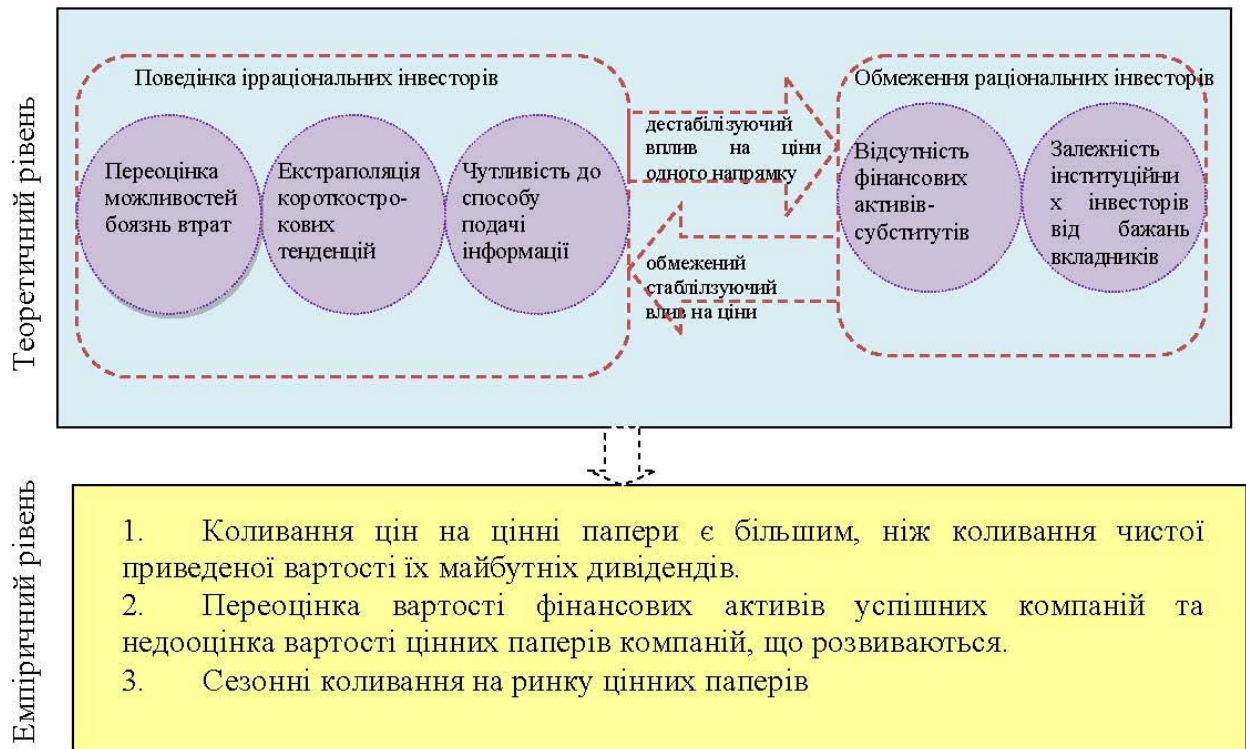


Рис. 2.8 Обмеження гіпотези ефективного ринку [71]

На рис.2.8. подано узагальнений вигляд основних обмежень гіпотези інформаційної ефективності ринку та їх проявів на теоретичному та емпіричному рівні. Аналіз розвитку інфраструктури за даними параметрами здійснює Фонд Міжнародних Стандартів. Україна у 2012 році отримала «середню» оцінку і посідає 49 місце з 81 країн.

Основним показником розвитку ринку цінних паперів України є індекс ПФТС. В «індексну корзину» ПФТС входять найбільш ліквідні акції 20 емітентів, за якими укладається найбільша кількість угод на Фондовій біржі ПФТС [10]. Перелік акцій для оцінки індексу формується Індексним комітетом Фондової біржі ПФТС. В цілому, оскільки індекс ПФТС акумулює в собі вартість найбільш ліквідних акцій вітчизняних компаній, він виконує роль індикатора цінової ситуації на українській біржі. Окрім індикативної та спекулятивної функцій, біржові індекси виконують ще діагностичну функцію: їх динаміка відображає стан та зміни в розвитку національної економіки в цілому, та її окремих складових [74]. Ефект січня досліджувався на прикладі фондовій біржі ПФТС (рис.2.9.).

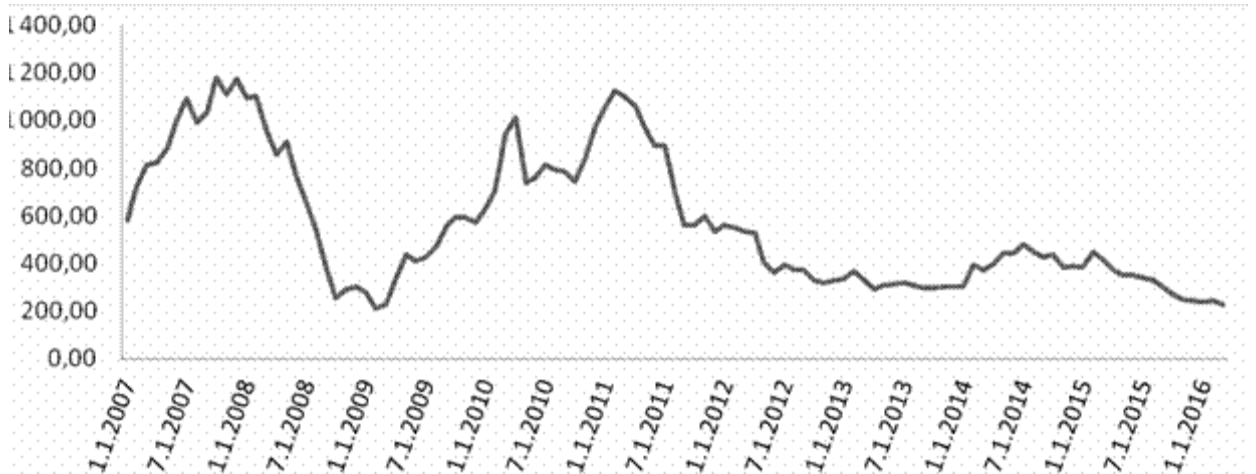


Рис. 2.9. Ефект січня для акцій українських компаній, які входять до складу індексу PFTS протягом 2007-2016 років. Динаміка індексу ПФТС

Джерело: складено на основі [10]

Протягом 2010-2013 років дохідність акцій у січні кожного року була вища, ніж у інші місяці. Поступове нарощування обсягів торгів на фондовому ринку пояснюється насамперед загальним трендом розвитку економіки України, позитивними зрушеннями в бік глобалізації та капіталізації, а також з запровадженням Інтернет-трейдингу, що дало змогу значно збільшити участь фізичних осіб у торгах на ринку цінних паперів. Крім того, на початку 2011 р. НКЦПФР запровадила додаткові способи подачі адміністративних даних та інформації професійними учасниками.

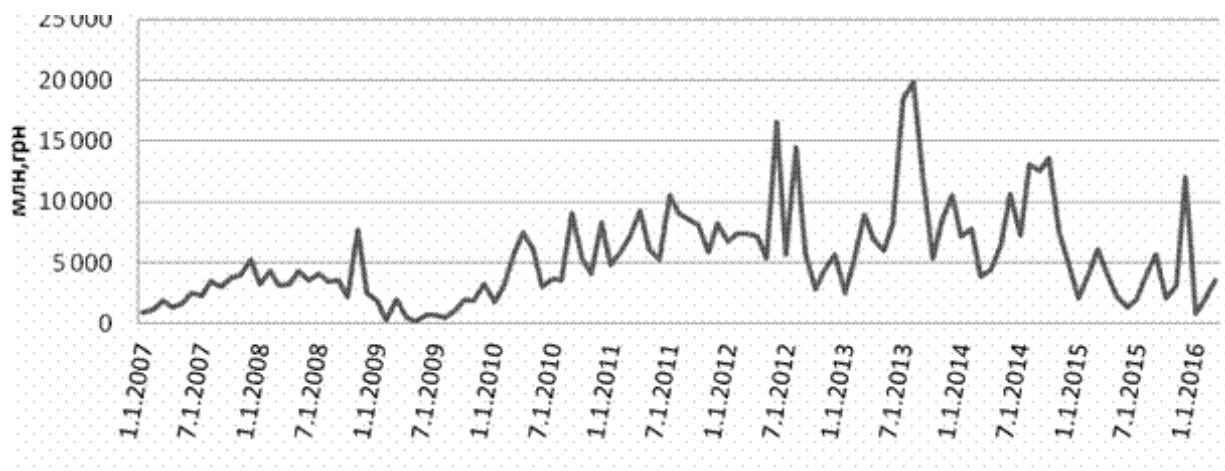


Рис. 2.10. Обсяги торгів на фондовій біржі ПФТС з 2007 по 2016 рік

Джерело: складено на основі [10]

Загалом, як видно з рис.2.09-2.10, динаміка обсягів торгів на фондових біржах України є достатньо волатильною та чутливою до ряду факторів. Так, у 2009 р. значним стрибком вниз зреагував фондовий ринок на глобальну фінансову кризу. Пізніше, у 2013 р., основною причиною падіння було впровадження з 1 січня 2013 р. акцизного податку на продаж корпоративних цінних паперів у розмірі 1,5%, проте це не говорить про реальне скорочення обсягу торгів. Дійсно, макроекономічна стабільність є ключовим фактором для розвитку ринку цінних паперів, так як при стабільній економічній ситуації для інвесторів є більше стимулів для їх діяльності на фондовому ринку. Більш того існує залежність між прибутковістю підприємств та впровадженням змін до монетарних політик національних банків через зміну валютного режиму та коригування ключової відсотком ставки [72, с. 17].

Серед факторів можна виділити такі, що дозволяють учасникам ринку приймати зважені інвестиційні рішення. Одними з ключових є макроекономічні показники, що можуть суттєво впливати на кон'юнктуру ринку та ціни цінних паперів. Проте існує ряд суперечностей, які ускладнюють розуміння взаємозалежностей та напрямів впливу між показниками фондових бірж та показниками, що характеризують економіку загалом. В процесі дослідження проаналізовано зв'язки між відповідними змінними та здійснена спроба дати відповіді на питання, чи варто приймати інвестиційні рішення, ґрунтуючись на динаміці макроекономічних показників, та чи дійсно розвинений фондовий ринок є передумовою економічного зростання в Україні.

З метою виявлення та порівняння взаємозв'язків між макроекономічними показниками та показниками фондового ринку України, з застосуванням пакету Eviews було розроблено вектор-авторегресійну (VAR) модель на основі місячних даних з 2007 по 2015 рік [15, 16]. VAR моделі належать до класу моделей багатьох змінних (multivariate models), що дають змогу описати взаємний вплив економічних та фінансових показників. Загалом моделі даного типу дозволяють досліджувати одразу декілька

часових рядів, а також включають лагові значення залежних змінних у праву частину кожного окремого рівняння системи. Так як такий тип моделей належить до атеоретичних, то відтворення динаміки часових базується на так званій довгостроковій пам'яті ряду даних [78, с.87].

В загальному вигляді, якщо досліджується  $m$  змінних, кожна з яких спостерігалася протягом  $n$  періодів, то приведена векторна авторегресійна модель  $P$ -го порядку ( $VAR(p)$ ) описується системою рівнянь:

$$y_{it} = c_i + a_{i1}^{(1)} y_{1,t-1} + a_{i2}^{(1)} y_{2,t-1} + \dots + a_{im}^{(1)} y_{m,t-1} + \dots + a_{i1}^{(2)} y_{1,t-2} + a_{i2}^{(2)} y_{2,t-2} + \dots + a_{im}^{(2)} y_{m,t-2} + a_{i1}^{(p)} y_{1,t-p} + a_{i2}^{(p)} y_{2,t-p} + \dots + a_{im}^{(p)} y_{m,t-p} + \varepsilon_{it}, \quad \bar{i} = \overline{1, m}; \quad (2.5)$$

де  $i$  – номер змінної;

$a$  – коефіцієнти моделі;

$\varepsilon$  – векторні процеси «білого шуму».

Для аналізу та побудови економетричної моделі міжсегментних взаємозв'язків було обрано ряд показників, які відображають динаміку кон'юнктури окремих сегментів фінансового ринку та деякі макроекономічні змінні. Відповідні показники, їх опис та умовні позначення, використані в даному дослідженні, представлені в таблиці 2.17.

Таблиця 2.17

### Показники, використані для побудови VAR-моделі

Показник	Характеристика	Тип шкали вимірювання
1	2	3
Валовий внутрішній продукт (gdp)	Сукупна ринкова вартість усього обсягу виробництва кінцевих товарів та послуг в економіці за один рік. Під кінцевими товарами та послугами розуміють товари та послуги, які купуються для кінцевого споживання	Абсолютна
Індекс споживчих цін (срі)	Показник, який характеризує зміни у часі загального рівня цін на товари та послуги, які купує населення для невикористаного (власного) споживання.	Абсолютна
Процентна ставка за депозит (dir)	Процентні ставки за новими депозитами, залученими на рахунки нефінансових корпорацій та домашніх господарств	Абсолютна



## Продовження табл.2.17

1	2	3
Офіційний курс гривні до долара США (er)	Курс національної грошової одиниці гривні, офіційно встановлений Національним банком України щодо долара США. Встановлюється за курсом, який визначається, як середньозважений курс продавців і покупців, що склався поточного робочого дня	Абсолютна
Індекс фондово-го ринку ПФТС (pfts)	Головний показник розвитку ринку цінних паперів України, що розраховується на базі цін найбільш ліквідних акцій ПФТС	Абсолютна
Обсяги торгів (turnvr)	Обсяги торгів на фондовому ринку по проведеним операціям на біржі ПФТС	Абсолютна

Для побудови моделі насамперед було перевірено всі часові ряди на стаціонарність, адже векторні авторегресійні моделі можна застосовувати тільки до стаціонарних рядів.

Таблиця 2.18

**Результати перевірки даних на стаціонарність за тестом Дікі-Фулера**

Method					Statistic		Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat					29.769		0.0000
** Probabilities are computed assuming asymptotic normality Intermediate ADF test results							
Series	-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
D(CPI,2)	-12.237	0.0000	-2.177	0.597	0	12	105
D(DIR,2)	-9.7129	0.0000	-2.158	0.613	2	12	103
D(ER,2)	-9.7129	0.0000	-2.082	0.678	9	12	96
D(GDP1,2)	-23.622	0.0000	-2.081	0.680	10	12	95
D(PFТС,2)	-9.2806	0.0001	-2.158	0.625	3	12	102
D(TURNVR,2)	-9.2855	0.0000	-2.135	0.629	4	12	101
Average	-11.828	0.0000	-2.132	0.637			

В нашому випадку часовий ряд GDP був нестаціонарним в рівнях та містив у собі чітко виражений тренд і сезонність, тому даний часовий ряд було перетворено на чистий стаціонарний процес оператором других різниць.

Наступним етапом побудови VAR(p)-моделі є визначення порядку  $p$ . Зазвичай, використовують Акайк– або Шварц-критерії, які пропонують «емпірично ефективну» кількість лагів у VAR(p)-моделі. На цьому етапі враховуємо також те, що краще додати більшу кількість лагів (в межах 10% від

кількості спостережень), аніж зменшити їх необхідну кількість. В останньому випадку в моделі можливе зміщення оцінок, викликане помилкою специфікації, в той час, як у першому випадку можлива лише втрата деякої ефективності оцінених коефіцієнтів. З таблиці 2.19 випливає що, 8-ий лаг є останнім лагом, при якому досягаються найкращі значення Акайк-критерію та інших інформокритеріїв, що вказує на максимальну кількість включення лагів в модель.

Таблиця 2.19

**Визначення максимальної кількості лагів VAR-моделі на основі інформаційних критеріїв**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	C	HQ
0	-4109.616	NA	2.25e+28	82.31232	82.46863	82.37558
1	-3527.064	1083.547	4.04e+23	71.38128	72.47546*	71.82412*
2	-3484.705	73.70504	3.58e+23	71.25410	73.28613	
3	-3436.477	78.12868	2.86e+23	71.00955	73.97944	72.21152
4	-3402.553	50.88650	3.09e+23	71.05106	74.95882	72.63260
5	-3377.697	34.30138	4.11e+23	71.27394	76.11956	73.23505
6	-3332.980	56.34283	3.80e+23	71.09961		73.44029
7	-3273.892	67.36123	2.75e+23	70.63783	77.35917	73.35808
8	-3220.406	54.55520*	2.35e+23*	70.28812*	77.94732	73.38794

За результатами проведення тесту на виключення лагів, Lag Exclusion Wald Test, проаналізовано значення p-value для кожного часового ряду при лагах від 1 до 8, за якими визначено, що 5 і 6 лаги варто виключити з моделі, адже деякі часові ряди стають статистично не значимими.

Провівши тест Вальда на екзогенність, було виявлено, що найкращою специфікацією моделі, є та, де показники DIR, ER, PFTS є екзогенними. Проте, показники специфікації моделі, де часовий ряд pfts залишається ендогенним, є також статистично значимими та такими, що дозволяють нам повною мірою дослідити питання, що поставлені перед авторами статті. Таким чином, обрано оптимальну специфікацію VAR-моделі з 1, 2, 3, 4, 7, та 8-м лагами ендогенних змінних як кінцеву. Корені характеристичного рівняння VAR-моделі лежать в межах одиничного кола, що свідчить про стаціонарність досліджуваного процесу. Аналіз оцінених коефіцієнтів у VAR-моделях, особливо для виявлення короткострокових ефектів, часто не

має великого значення, оскільки важливим є відокремити частковий миттєвий ефект від зміни певного фактору в моделі. Тому для кращого розуміння динамічних властивостей моделі кориснішим є аналіз імпульсних функцій відгуків (IRF). Вона показує динаміку зміни всіх ендогенних змінних у відповідь на зміну в одне середньоквадратичне відхилення однієї.

Відповідно до графічного відображення імпульсних функцій відгуків для PFTS (Додаток Б, рис.Б1), можна помітити, що зміна в показнику GDP в одне середньоквадратичне відхилення викликає спочатку негативні зміни індексу ПФТС, але згодом матиме і позитивні ефекти. Очевидно, що ефект не є ясним, адже згодом ефект хвилеподібно набуватиме негативних та позитивних значень по чергово. З часом флуктуації зменшуються і наближаються до нуля. З іншого боку, шок у змінній ВВП здійснює доволі не тривалий та не надто сильний вплив. В підсумку, система є стабільною, оскільки відгук згасає та асимптотично наближається до нуля, і система з часом досягає певного стійкого стану.

Побудувавши функцію відгуків для показника TURNOVR, з Додатка Б, рис. Б2 випливає, що шок в GDP спричинює позитивний ефект, проте майже незначні коливання в наступних періодах, починаючи з 7. Потрібно відмітити, що ВВП хоч і є загально прийнятим показником, що характеризує економічне зростання в країні, має не надто вагомий вплив для прийняття інвестиційних рішень. ВВП не відображає майбутній потенціал, що є визначальним для інвесторів.

Відповідно до Додатка Б, рис.Б3, можна помітити, що зміна в показнику TURNOVR в одне середньоквадратичне відхилення викликає спочатку стрімке зростання GDP, але після 5 періоду ВВП починає спадати. Загалом ефект є нетривалим. Щодо реакції на збурення в показнику CPI, то флуктуації є значною мірою різкими, очевидно, що ефект не є ясним, так як він хвилеподібно набуває негативних та позитивних значень по чергово. Щодо реакції GDP на імпульс з боку PFTS, можна помітити, що збурення в одне середньоквадратичне відхилення спричинює активні флуктуації. Проте, в

цьому випадку практично всі флуктуації показника відображають позитивний вплив. Також можна помітити, що як і у випадку із індексом споживчих цін, флуктуації зменшуються і наближаються до нуля із зростанням часу та, водночас, шок здійснює не тривалий вплив на показник GDP, адже затухання флуктуацій триває протягом короткого періоду часу, що підтверджує лише короткостроковий зв'язок. В результаті, система може бути визнана стабільною, оскільки відгук згасає та асимптотично наближається до нуля, і система з часом досягає певного стійкого стану.

Декомпозиція дисперсії (Додаток Б, рис. Б4) відображає відносну важливість факторів у впливі на динаміку зміни (дисперсію) конкретної змінної системи. Даний показник є відносним індикатором.

На початку періоду зміни у темпах зростання GDP практично повністю пояснюють самі себе, точніше віртуально пояснюють самі себе (*virtually self-explanatory*). Проте з часом зміни у PFTS, TURNVR починають відігравати більш значущу роль, на рівні 15-20%. При аналізі декомпозиції дисперсії CPI можна помітити, що спочатку цей показник також пояснює значну частку власної дисперсії. З часом вплив GDP стає значно більшим, досягаючи 60%. З декомпозиції дисперсії TURNVR випливає, що показник на 80-90% пояснює себе до 5 періоду, а з часом все більшого впливу на нього має ВВП, приблизно 35%. На графіку декомпозиції дисперсії PFTS, проміжок часу, протягом якого цей показник майже повністю пояснює сам себе є довшим, аніж для інших змінних. Проте з 25-30 періодів значної ролі набувають показники GDP (біля 25%) та, CPI (біля 20%).

Отже, показники DIR, ER, що є інструментами монетарної політики, виявились екзогенними, що підтверджують гіпотезу стосовно відсутності реакції не ефективних фондових ринків на сигнали грошово-кредитної політики. Також показник індексу ПФТС виявився екзогенним, що можна трактувати як більшу залежність даного показника від інших факторів таких як, наприклад, фінансові результати компаній, діловий клімат в країні і т.д. Проте, провівши аналіз функцій відгуку та декомпозиції дисперсій часових

рядів, є позитивна залежність між ВВП та показниками фондової біржі, що підтверджує гіпотезу про роль ринку капіталів для економічного зростання, в свою чергу зростання показника ВВП може бути позитивним сигналом для інвестицій в цінні папери.

Чимало наукових досліджень свідчать про зв'язок фондового ринку та макроекономічних показників країни, що дає змогу визначати можливі напрями регулювання задля підвищення ефективності фондового ринку. Проте існує також багато нюансів, які потрібно враховувати для визначення найбільш сприятливих умов для функціонування фінансових ринків, особливо для країн, що розвиваються, і для України, зокрема.

Варто зазначити, що суттєвий негативний вплив на розвиток фондового ринку відіграє нестабільна політична ситуація в країні. З огляду на це, природним є факт пониженої інвестиційної привабливості як країни, так і підприємств. Як наслідок, макроекономічні показники часто не мають прямого впливу на фондовий ринок. З перезавантаженням влади Україна взяла на себе ряд зобов'язань, що в подальшому мають стати основою для сприятливого ділового клімату, прозорості судочинства, зменшення бюрократизації, що є важливими детермінантами розвитку [78, с.125].

Однією з передумов для розвитку ринку цінних паперів в країнах, що розвиваються, є політична стабільність, верховенство права та рівень демократії в країні, а також захист прав інвесторів [11, с. 25-26]. З огляду на це, необхідними в Україні є кроки щодо забезпечення прав акціонерів та захисту їх інвестиційних активів. Крім задекларованих цілей, потрібні термінові реальні дії, адже інституційно фондовий ринок України, хоч і характеризується великою кількістю бірж та брокерів, є мало ефективним. Історична причина даних парадоксів полягає в відносно закритій фінансовій системі, яка дуже часто є інструментом олігархічного державного управління. Частими є явища перерозподілу інтересів, а не реальних інвестиційних рішень за рахунок непрозорої структури функціонування ринку, що в свою чергу призводить до викривлення економічних ефектів.

### 2.3. Сучасні моделі побудови обліково-розрахункової інфраструктури ринку цінних паперів

Аналіз світового досвіду у побудові сучасних обліково-розрахункових систем з виділенням національних та міжнародних моделей викликають найбільший науковий інтерес. Здійснити їх аналіз, на підставі якого запропонувати ефективну модель обліково-розрахункової системи, що відповідає сучасним вимогам – наше завдання.

Під обліково-розрахунковою інфраструктурою слід розуміти клірингову та депозитарно-розрахункову системи. Таке розділення зумовлено аналізом сучасних моделей (на прикладі передових економік) побудови даної інфраструктури ринку цінних паперів. Нижченаведений аналіз по кожній моделі обліково-розрахункової систем дає нам можливість дійти загального висновку та відобразити схематично модель, яка увібрала в себе всі спільні ознаки із чотирьох нижче описаних, і є найбільш придатною для розвитку сучасного ринку цінних паперів.

Згідно Доповіді Групи 30 (від 1989р.) виділяють такі системи клірингу як: двосторонній залік; багатосторонній залік та безперервне залікове виконання. Вибір методу клірингу залежить від обсягу угод і рівня розвитку самого ринку. Поширеним є використання багатостороннього клірингу, який може бути двох видів: неттінг (netting) (визначення чистої позиції клієнта по угодам) та новейшн (novation) (переведення ризику контрагенту на центрального контрагента). Згідно п.6 частини 1 Рекомендацій Групи 30 «Про глобальний кліринг та розрахунки» від 23 січня 2003 – потрібно розширювати діяльність центральних контрагентів (Central Counterparty, CCP) [25]. Під центральним контрагентом слід розуміти – юридичну особу, яка постає між контрагентам угоди з цінних паперів, перетворюючись на покупця для кожного продавця і на продавця для кожного покупця, тобто, виступає стороною угоди в момент її укладання. Даний процес називається

новаціє і передбачає переведення ризику контрагенту на ССР. З метою страхування ризиків ССР утримує гарантійний фонд, що складений із грошових застав учасників торгів. ССР кліринг базується на торговому менеджменті, позиційному менеджменті, питаннях щодо забезпечення та управління ризиками, управлінні рухом цінних паперів та грошових коштів. Він існує в двох формах:

— ССР як центральний контрагент між продавцем та покупцем. Як правило, такий ССР створюється фондовою біржею і функціонує на її базі. Заявка кожного учасника, подана в торгівельну систему біржі, вважається офертою центральному контрагенту, який акцептує її тільки тоді, коли в черзі заявок є зустрічна заявка з такою ж або кращою ціною. Таким чином, центральним контрагентом укладаються дві угоди одночасно – з кожним з учасників, що подали зустрічні заявки. Ця інфраструктурна організація не вимагає від учасників торгів та їх клієнтів ніяких додаткових тарифів, а допомагає їй збільшувати обсяги торгів і підвищувати ліквідність. Інформацію про контрагента по операціях учасники торгів отримують зі звітів біржі, тільки тепер, за угодами, здійсненими в режимі безперервного аукціону зустрічних заявок, це завжди одна й та ж особа – центральний контрагент. Всі розрахунки угод відбуваються через рахунок центрального контрагента, жоден учасник торгів не має інформації про кінцевого інвестора, за рахунок якого вона подавалася (тобто, зберігається анонімність угоди). Це гарантує всім учасникам ринку рівний доступ до інформації: обсяг доступної інформації однаковий і для тих, хто здійснив операцію, і для тих, хто просто спостерігає за ринком. Цей принцип критично важливий для забезпечення справедливого ринкового ціноутворення);

— ССР як помічник (посередник) у торговій операції між продавцем та покупцем. ССР в цьому випадку здійснює неттінг по операціям з цінними паперами, що зменшує кількість торгових транзакцій і пов'язані витрати).

Використання біржами такого механізму як центральний контрагент (ССР) відображено в таблиці 2.20.

Таблиця 2.20

**Фондові біржі, що використовують механізм центрального контрагента (CCP) [2, с.50]**

Країна	Провідні фондові біржі	Центральний контрагент (CCP)
США	NYSE Euronext, AMEX, NASDAQ	NSCC
Великобританія	London Stock Exchange (LSE)	London Clearing House (LCH)
Швейцарія	Swiss Exchange (SWX)	SIX X-Clear AG, LCH.Clearnet SA
Бельгія	Euronext Brussels	LCH.Clearnet SA
Франція	Euronext Paris	LCH.Clearnet SA
Люксембург	Luxembourg Stock Exchange (BdL)	LCH.Clearnet SA
Нідерланди	Euronext Amsterdam	LCH.Clearnet SA
Португалія	Euronext Lisbon	LCH.Clearnet SA
Німеччина	Deutsche Boerse, Börsen AG, Boerse Berlin, Equiduct Trading, Boerse Düsseldorf, Boerse Stuttgart, Hamburger Boerse	Eurex Clearing AG
Ірландія	Irish Stock Exchange (ISE)	Eurex Clearing AG
Австрія	Wiener Boerse AG (VSE)	CCP.A
Італія	Borsa Italiana	Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A.
Норвегія	Oslo Børs	Oslo Clearing ASA
Швеція	OMX Nordic Exchange, Stockholm AB	SIX X-Clear and EuroCCP
Ізраїль	Tel Aviv Stock Exchange (TASE)	Tel Aviv Stock Exchange (TASE)
Австралія	Australian securities Exchange (ASX), Bendigo Stock Exchange (BSX), NSX National Stock Exchange of Australia	Australian Clearing House Limited (ACH)
Японія	Tokyo Stock Exchange, Osaka Securities Exchange, JASDAQ Securities Exchange, Fukuoka Stock Exchange, Nagoya Stock Exchange, Sapporo Securities Exchange	JSCC, JDCC
Південна Корея	Korea Exchange (KRX)	Korea Exchange (KRX)
Тайвань	Taiwan Stock Exchange (TWSE)	TWSE
Індія	Національна фондова біржа (NSE)	NSCCL

Як бачимо з таблиці 2.20, всі передові фондові площадки використовують у своїй торгівлі цінними паперами механізм центрального контрагенту, який існує незалежно від установ, що зберігають цінні папери (або електронні записи про власників цінних паперів та їх транзакції з ними).

Послуги CSD є традиційними реальними післяторговими послугами, що охоплюють здійснення кінцевих розрахунків, юридично оформленого



переходу права власності та зберігання цінних паперів. За визначенням С.О. Москвіна, основне призначення депозитарної (облікової) системи ринку цінних паперів проявляється у її двох функціях: підтвердження прав кредиторів, закріплених цінними паперами та підтвердження прав власності і інших майнових прав на цінні папери як майно [30, с.95]. З нашої точки зору, сучасна депозитарна система призначена для централізованої іммобілізації та надійного зберігання цінних паперів і прав власності на них, централізованого ведення реєстрів власників іменних цінних паперів, проведенню кінцевих розрахунків у цінних паперах, створення можливості кредитування визначеними цінними паперами, їх застави та надання пов'язаних послуг, зокрема: корпоративних (сприяння у організації з проведення річних акціонерних зборів, надання послуг пов'язаних із консолідацією/ дробленням/ додатковою емісією/ конвертацією тощо цінних паперів, грошові виплати по дивідендам/відсоткам, утримання податкових зборів та пільг) та адміністративних (відкриття та ведення рахунків, кодифікація цінних паперів, встановлення кореспондентських відносин з іншими CSD/ICSD/GC, встановлення типових форм взаємодії з розрахунковим банком чи банками тощо). Крім того, централізація обліково-розрахункової системи також передбачає залучення передових технологій обробки, зберігання, обміну та охорони даних.

Світова практика показує, що моделі взаємодії між CSD і CCP діляться на два основних види:

— CSD, на базі яких створюється Кліринговий центральний контрагент (CCP) і відповідно відбувається концентрація ризиків (кредитного, ринкового тощо) саме в цій ланці фондової інфраструктури (наприклад: Канада, Перу, Хорватія, Угорщина, Маврикій, Китай (Шанхай, Шеньжень, Гонконг), Сінгапур, Таїланд тощо). Тому, тут важливо визначитись, хто буде платити при виникненні кризових явищ: держава чи бізнес;

— CSD, що надають класичні післяторгові послуги (post-trade

services), тобто, кліринг по операціям з цінними паперами (через створення CCP) проводиться на базі фондової біржі або незалежної клірингової організації, потім інформація подається до CSD, яка завершує торгову операцію проведенням кінцевих розрахунків у цінних паперах (відбувається перехід прав власності на цінні папери) і, грошових розрахунків через відповідний банк/банки. За такої системи ризику залишаються на самих учасниках торгів, а клірингова діяльність центрального контрагенту залишається незалежною від депозитарної (кастодіальної) діяльності (наприклад: США (де Депозитарно-трастова і клірингова корпорація – DTCC складається з 10 дочірніх компаній, а саме: Депозитарно-трастової компанії (DTC), Національної клірингової корпорації по цінними паперам (NSCC, вона хоч і є дочірньою компанією DTCC, але є незалежною від депозитарію DTC), Клірингової корпорації по інструментам з фіксованим доходом (FICC), Автоматизованого репозитарію та системи обслуговування позабіржового ринку кредитних деривативів (DTCC Deriv/SERV LLC, що складається з The Warehouse Trust Company LLC, Derivatives Repository Ltd., MarkitSERV), Глобального інформаційного центру (DTCC Solutions LLC).

Інформаційного центру по борговим інструментам (DTCC Loan/SERV LLC), Європейського центрального контрагента (EuroCCP) та Дата центру (Avox Ltd.); Великобританія, Швейцарія, Німеччина, Італія, Бельгія, Нідерланди, Франція, Ірландія, Люксембург, Португалія, Швеція, Норвегія, Бразилія (BM & BOVESPA), Мексика, Ізраїль, Австралія, Японія (JSCC), Філіппіни, Південна Корея, Тайвань, Індія тощо).

Депозитарна інфраструктура фондового ринку при реалізації своєї діяльності взаємодіє (або інтегрована) з грошовою розрахунковою системою, що, як правило, створюється на базі Центрального банку країни або його дочірньої компанії та системою зв'язків із іншими комерційними банками-партнерами CSD. Дані першої доповіді (від 2001р.) групи А. Джіованніні показують складність транскордонного розрахунково-клірингового процесу. Кліринг та розрахунки з операціями з акціями значно складніші, ніж за

деривативами та єврооблігаціями. При транзакціях з акціями за даними вищезазначеної доповіді Групи на міжнародному рівні кількість посередників становить 11 установ, тоді як на державному рівні – 5. Для проведення однієї міжнародної транзакції з акціями необхідно виконати як мінімум 14 розпоряджень (наказів) між сторонами (накази про купівлю, щодо руху цінних паперів та грошових коштів) і таку ж кількість підтверджувальних листів; а також обміні операції з валютою [44, с.15]. Отже, складність розрахунково-клірингового процесу напряду залежить від кількості учасників (посередників) торгової операції.

Існує ряд країн, що не використовують в своїй обліково-розрахунковій системі механізму центрального контрагенту (Болгарія, Чехія, Естонія, Латвія, Литва, Ісландія, Словаччина, Словенія, Румунія, Польща, Греція, Данія, Іспанія, Фінляндія, Чилі, Колумбія, Уругвай, Венесуела, Коста-Ріка, Єгипет, Марокко, Казахстан, Туреччина, Бангладеш, Малайзія, нова Зеландія, Пакистан, Нігерія, Південна Африка, Замбія) [34]. В таких країнах розрахунково-клірингові послуги повністю виконуються центральними депозитаріями або іншими локальними агентами (якщо, в країні декілька депозитаріїв, наприклад: Росія, Бразилія тощо або відсутній CSD, наприклад: Чехія).

На нашу думку, доцільно розглянути наступні чотири моделі обліково-розрахункових систем, що мають свої особливості побудови, відмінні від інших, зокрема:

— Американська модель. Депозитарно-довірча та клірингова корпорація (DTCC) є однією з найбільших в світі депозитарних установ (на її рахунках зберігається більше, ніж 3,6 млн емісій цінних паперів як емітентів США, так і з інших 121-ї країни, на суму 39,5 трлн дол. В 2011р. корпорація DTCC провела розрахунки за транзакціями на суму 1,669 квадрильйона дол. США [5]. Зі штаб-штаб квартирою в Нью-Йорку, корпорація DTCC реалізує свої функції через 10 своїх дочірніх компаній, що були зазначені вище. Головним призначенням DTCC є іммобілізація цінних паперів в єдиному

місці (централізовано) та можливості для учасників здійснення багатостороннього «неттінгу» (за допомогою спеціально створених центральних контрагентів) за торговими операціями з цінними паперами. Централізоване зберігання цінних паперів дозволяє учасникам DTCC постачати/отримувати акції через електронну мережу DTC, хоч насправді акції ніколи не покидають сховищ депозитарію (у разі їх документарної форми. А у випадку – бездокументарної форми цінних паперів, вони зберігаються в спеціальних електронних дата-центрах DTC). DTC є номінальним утримувачем (під іменем CEDE & Co., тобто Central Depository) цінних паперів. В свою чергу, брокери, що мають рахунки в цій системі, також виступають номінальними утримувачами цінних паперів. Реальний їх власник – конкретний інвестор. Дивіденди за акціями та відсотки по облігаціям, що зберігаються на рахунках у даному депозитарії, сплачуються на рахунок DTC у розрахунковому банку, який перенаправляє ці грошові кошти на рахунки брокерів, а вони – власникам відповідних цінних паперів. DTC також створив електронну систему через яку можна виставляти акції для тендерної пропозиції. По операціям з позики цінних паперів, DTC веде окремо облік по акціям, які були надані в борг і які були одержані в борг. Коли сплачуються дивіденди по цінному паперу, що перебуває в «короткій» позиці, DTC виплатить кошти позичальнику цінних паперів і забере дивідендні кошти у боржника. Така практика дозволяє уникнути конфліктних ситуацій між позичальником та боржником. Одним із важливих нововведень було створення CNS (Continuous Net Settlement – Безперервне залікове виконання) при NSCC. NSCC – центральний контрагент, що здійснює кліринг, попередні розрахунки, ризик менеджмент і виступає гарантом виконання визначених біржових угод на ринку (зокрема угод з: акціями, корпоративними та муніципальними борговими цінними паперами, американськими депозитарними розписками, цінними паперами фондів та інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів). NSCC є проміжною ланку між фондовими біржами (NYSE, NASDAQ, AMEX,

регіональні фондові біржі, електронні та комунікаційні мережі (ECNs) [6]) та DTC. NSCC також здійснює неттінг по позиціям у цінних паперах та грошових коштах, потім цю інформацію направляє до DTC. Брокери, які ведуть електронну торгівлю з іншими брокерами, направляють всі свої торгові заявки до CNS для звірки та проведення неттінгу. Багатосторонній «неттінг» дозволяє кожному брокеру змішувати всі свої заявки на купівлю/продаж та одержувати чисті позиції по акціям і грошам. В таких умовах, брокер отримує оброблену інформацію по відкритій позиції клієнта (як за грошовими коштами, так і цінними паперами). Якщо брокер-дилер не в змозі виконати своє зобов'язання перед CNS, CNS здійснює оплату з брокера-дилера на суму ринкової вартості невиконаних зобов'язань в день проведення розрахунку і навпаки. Для зручності процесу, CNS здійснює розрахунки в межах DTC. FICC (Fixed income clearing corporation) – центральний кліринговий контрагент для цінних паперів з фіксованим доходом, що був утворений в 2003р. шляхом злиття Клірингової корпорації по державним цінними паперам (Government Securities Clearing Corp.) та Клірингової корпорації по іпотечним цінним паперам (Mortgage-Backed Securities Clearing Corp.). FICC здійснює звірку, кліринг, ризик менеджмент та неттінг для державних боргових цінних паперів (казначейські зобов'язання, облігації, ноти, безкупонні цінні папери, цінні папери урядових агенцій та цінні папери прив'язанні до рівня інфляції – inflation indexed securities) США, включаючи угоди РЕПО. Отже, FICC, як дочірня компанія DTCC, виступає центральним контрагентом по угодам з державними цінними паперами США.

Федеральні резервні банки США (всього їх 12) здійснюють випуск боргових урядових цінних паперів, виплату відсотків та їх зворотній викуп (погашення) [7].

DTCC розширила спектр своїх послуг, що охоплює позабіржовий ринок деривативів, цінних паперів взаємних фондів, страхових та пенсійних продуктів, запустила в 2001р. сервіс Omgeo – передрозрахункова електронна

система «підтверджень» по торговим операціям (глобальна спільна компанія між DTCC і Thomson Reuters);

— Німецька модель. Депозитарно-клірингова система Німеччини, на відмінну від попереднього прикладу, знаходиться у повній власності Франкфуртської фондової біржі (Deutsche Börse), тобто, центральний депозитарій (CSD) Німеччини, Центральний контрагент (Eurex Clearing AG) є дочірніми компаніями Франкфуртської фондової біржі. Група Deutsche Börse надає весь спектр послуг, необхідний в біржовій індустрії: торгівля акціями і похідними інструментами, здійснює зберігання цінних паперів, кліринг, розрахунки за цінними паперами і грошовими коштами, розповсюджує ринкову інформацію і обслуговує електронні торгові системи. Група Deutsche Börse є комерційною установою в організаційно-правовій формі акціонерного товариства. Електронна торгова платформа Xetra, що обслуговує фондовий спот-ринок, має свою мережу в 19 країнах, а торгова платформа Eurex (для ринку деривативів, а також через свою дочірню компанію The International securities exchange є оператором для торгівлі опціонами та акціями в США) – має мережу в 21 країні світу. Депозитарно-розрахункова система Німеччини є дочірньою компанією Групи Deutsche Börse, що має назву Clearstream (місцезнаходження в Люксембурзі). Clearstream – це центральний депозитарій (CSD) для цінних паперів Німеччини та Люксембургу (LuxCSD), крім цього, Clearstream є також міжнародним центральним депозитарієм (ICSD), який надає весь спектр після торгових послуг. Клієнтська база Clearstream становить понад 2,5 тис. фінансових установ з більш як 110 країн світу. Однією із задач Групи, є посилення своєї присутності в емергентних економіках та на далекому сході. Прикладом цієї експансії можуть бути: створення дочірньої компанії Clearstream Operations Prague в Празі (Чехія) для надання торгових та розрахунково-клірингових послуг, а також підключення цієї країни до загальної мережі Clearstream International S.A.; також компанії в Японії (Clearstream Banking Japan Ltd.), операційний центр в Сінгапурі та

представництво в Гонконзі. Отже, Група Deutsche Börse складається із торгових платформ Xetra, Eurex (обслуговують торговий процес), центрального контрагенту Eurex Clearing (проведення клірингу, ризик менеджменту, обмін підтверджувальними інструкціями) та депозитарно-розрахункової системи Clearstream (зберігання цінних паперів, поставка цінних паперів проти платежу, надання пов'язаних послуги (корпоративні та фінансові) [46].

— Британська модель. Система CREST – є центральним депозитарієм (CSD) для Великобританії, Ірландії, Джерсі (острів під юрисдикцією Британії), Гернсі (острів під юрисдикцією Британії) та острову Мен. CREST є членом групи Euroclear (з 2002 року). Система CREST веде облік лише для бездокументарних цінних паперів (в електронній формі), не зберігає цінні папери на рахунках в інших CSD чи кореспондентських банках. Система CREST не знімає додаткової плати за зберігання домашніх цінних паперів. Особливістю депозитарної системи Великобританії (UK) є те, що фізичні особи можуть безпосередньо відкривати рахунки на своє ім'я в центральному депозитарії CREST (схоже можна спостерігати і в депозитарних системах Австралії (CHESS) та Швеції (VPC)). Згідно частини 35 (Part 35 -The Registrar of companies) Закону Об'єднаного Королівства Великобританії та Північної Ірландії «Про компанії» від 1985р. (нова редакція від 2006р.) [9, с. 514], реєстратори компаній (registrars) ведуть всю законодавчо встановлену інформацію про компанії. Система CREST є офіційним реєстратором власників цінних паперів UK і Ірландії (зокрема: акцій, урядових облігацій, гілтів та деяких інструментів грошового ринку), коли змінюються власники, CREST повідомляє про це відповідних Registrars, а також надає інформацію про власників акцій самим компаніям (наприклад, для виплати дивідендів чи інших корпоративних дій). Тому, власник рахунку в цінних паперах набуває прав власності на куплені (чи одержані іншим шляхом) цінні папери після того, як система CREST внесе відповідні зміни до реєстру власників цінних паперів та переведе дані цінні папери на його рахунок. Наприклад, в Ірландії

для внесення запису до реєстру власників, CREST відправляє електронне повідомлення, вказаному емітентом ірландському Registrar для оновлення його інформації про дану компанію. Систему CREST ще називають системою прямого володіння (direct holding system). Рух цінних паперів та грошових коштів в системі CREST можливий лише після ретельної перевірки справжності дематеріалізованої інструкції (PADI). Лише член (чи інша його уповноважена особа, CREST sponsor) системи CREST за допомогою спеціального комунікативного обладнання може здійснювати рух своїх грошових коштів та цінних паперів. Коли розрахунки проводяться в фунтах стерлінгах чи Євро, грошові кошти рухаються через рахунки, що відкриті в Банку Англії чи Центральному Банку Ірландії відповідно. Розрахунки в доларах США здійснюються розрахунковими комерційними банками. Ще однією особливістю системи CREST є те, що її учасники можуть обирати різні розрахункові банки в залежності від кредитного плеча (якщо розрахунки проводяться в дол. США). Варто зазначити, що центральним контрагентом для фондових бірж та OTC (позабіржових) ринків виступає Лондонський кліринговий дім (LCH, London Clearing House), який з 2003 року злився з французьким Clearnet SA., в результаті утворилася LCH.Clearnet group limited. Остання має свої дочірні компанії в Нью-Йорку (LCH.Clearnet LLC), Лондоні (LCH.Clearnet Limited), Парижі (LCH.Clearnet SA.) і Люксембурзі. LCH.Clearnet здійснює кліринг по різним класам активів, зокрема: класичні цінні папери, фондові деривативи, товари, енергія, фрахт, валютні деривативи, відсоткові свопи, кредитно-дефолтні свопи та деноміновані в євро і фунтах стерлінгах облігації, угоди РЕПО. Також, даний CCP організує систему ризик менеджменту, що відповідає законодавчим та ринковим вимогам. [10] LCH.Clearnet є провідним незалежним міжнародним центральним контрагентом (CCP), що надає CCP послуги для Лондонської фондової біржі (LSE), NYSE Euronext.LIFFE, Лондонської біржі металів (LME), EDX Лондон, SIX Swiss Exchange, Nodal Exchange, здійснює кліринг за угодами РЕПО і своп угодами та обслуговує інші альтернативні торгіві



системи (MTFs, Multilateral Trading Facilities) [59];

— Модель інтегрованих пост-трейдингових послуг (на прикладі Euroclear group). Спочатку система Euroclear була створена для обслуговування ринку єврооблігацій в 1968р. На сьогодні Група Euroclear надає пост-трейдингові послуги не лише по єврооблігаціям, а й по акціям, облігаціям, деривативам та цінним паперам фондів. Euroclear – це міжнародний провайдер пост-трейдингових послуг в організаційно-правовій формі Plc (public limited company). Власниками та керівництвом Euroclear виступають її клієнти. Частка останніх становить 86,9%, решта 13,1% належить SICOVAM Holding SA (Франція). Структура Групи Euroclear складається з Банку Euroclear (що слугує як ICSD); системи взаємопов'язаних національних центральних депозитаріїв (CSDs), що охоплюють такі країни як: Бельгія, Фінляндія, Франція, Нідерланди, Швеція, Великобританія та Ірландія; та системи Xtrakter – забезпечує ринок інформацією, здійснює операційний ризик менеджмент, квітування зустрічних заявок і надає послуги пов'язані із нормативно необхідною звітністю глобальному ринку цінних паперів. З метою гармонізувати відносини між CSD різних країн Європи і утворити єдину платформу розрахунків (Euroclear Settlement of Euronext-zone Securities, ESES) в 2009р. було вперше запущено ESES, що охопила три ринки (Бельгію, Францію, Нідерланди). Учасники цих трьох ринків мають єдину систему доступу та розрахунків по цінним паперам (акціям, облігаціям та інших внутрішніх фінансових інструментів). Це в свою чергу зменшує кількість посередників і відповідно вартість транзакцій [12]. Банк Euroclear має представницькі офіси в Пекіні, Сінгапурі та Токіо, що дозволяє надавати послуги щодо зберігання цінних паперів, здійснення розрахунків, управління забезпеченням на далекому сході. У табл.2.20 охарактеризовано ключові сучасні моделі побудови обліково-розрахункових систем ринку цінних паперів. Аналіз цих 4 моделей дає нам чітку картину особливостей та підходів до організації моделей взаємодії національних центральних депозитаріїв та центральних контрагентів у світовому розрізі.

## **2.4. Обґрунтування напрямів розвитку інфраструктури фондового ринку України з врахуванням міжнародної практики та впливу світової фінансової системи**

Основною тенденцією розвитку сучасного фондового ринку є посилення інтеграційних процесів та щільна взаємодія країн у соціально-економічній сфері, що супроводжується взаємопроникненням різних економік під впливом інтенсивного розвитку комунікацій, наявності загальносвітових проблем і інших факторів глобалізації. Глобалізація як загальний процес формування спільного світового інтегрованого соціально-економічного та фінансово-інформаційного простору, призводить до зміни місця, ролі та функцій окремих складових фінансової системи національних економік, зокрема, фондових ринків.

З урахуванням динамічної активізації сучасних процесів глобалізації світових ринків цінних паперів важливим напрямом становлення фондових ринків із слабкорозвинутою інфраструктурою, до кола яких належить фондовий ринок України, на нашу думку, може бути консолідація національної фондової інфраструктури з іноземними.

Проте практичні питання ефективного провадження такого інтеграційного процесу на фондовому ринку України, розробки комплексу заходів щодо формування дієвих механізмів взаємодії елементів інфраструктури в єдиній системі міжнародних мегаутворень, якими є консолідовані фондові ринки, ще залишаються недостатньо дослідженими.

Глобалізація фінансових ринків полягає в посиленні їхньої ролі в процесі руху фінансових ресурсів між країнами, що супроводжується зростанням міжнародної мережі фінансових організацій та виникненням якісних змін в їхній структурі управління та філософії менеджменту [11].

Як свідчить світова практика та вітчизняний досвід, ігнорування проблем тої чи іншої групи учасників фондового ринку здатне провокувати

численні конфлікти, знижуючи ефективність фондового ринку, зменшуючи його вплив на інвестиційні процеси в економіці. В. Овчинников [39], розглядаючи поняття інфраструктури фондового ринку, зауважують на винятковій ролі її як глобального інструменту захисту прав інвесторів від криз, пов'язаних із ризиком зниженням цін на фінансові інструменти, що зумовлює необхідність функціонального поєднання в її складі прямої чи опосередкованої присутності всіх учасників інвестиційного процесу. При цьому елементи інфраструктури покликані забезпечувати максимальну ефективність та своєчасність виконання угод на ринку. Ефективна інфраструктура – це запорука зниження трансакційних витрат, зростання інвестиційної привабливості фінансових інструментів, оптимізація менеджменту професійних учасників ринку.

Таким чином, подальший розвиток інвестування в економіці України, завершення ринкових реформ неможливі без створення ефективно працюючого фондового ринку як конкурентоспроможного механізму залучення інтелектуального, інформаційного та фінансового ресурсів для стимулювання економічного зростання в країні та досягнення високих стандартів життя населення. Підтвердженням цього є досвід розвинутих країн, в яких фондові ринки забезпечують майже 70 – 75 % потреб у фінансовому ресурсі, тоді як банки – лише близько 25 % [23]. Зауважимо, що проведений аналіз, результати якого були викладені в попередніх розділах роботи, вказує на те, що в Україні фондові ринки досі залишаються низькоефективними, що спричинено, зокрема, недостатнім розвитком інфраструктури ринку як базового оптимізаційного механізму забезпечення ефективного його функціонування, непрозорістю проведення торгів цінними паперами на організованих ринках та незначними обсягами фондових операцій у порівнянні з інвестиційними потребами країни, фінансовим потенціалом ринків-конкурентів.

Сучасні глобальні ринки капіталів характеризуються розмаїттям фінансових інструментів та значною кількістю учасників з особливими,

часом зовсім протилежними інтересами. Зростання кількості та обсягів угод посилює вимоги щодо швидкості та точності проведення операцій, що об'єктивно призводить до трансформації внутрішньої будови інфраструктури фондового ринку, виділення її в самостійну підгалузь. В умовах сучасних глобалізаційних процесів подальший розвиток фондових ринків виявляється, насамперед, у регіоналізації світового фінансового простору на основі створення єдиних регіональних мереж та виділення певних умовних фінансових центрів концентрування проведення операцій з ЦП.

Формування цілісної та ефективної інфраструктури фондового ринку України було значно ускладнено відсутністю єдиної концепції розвитку, неузгодженістю в управлінні з боку державних установ, недосконалістю нормативно-правового регулювання. Це призвело до того, що елементи інфраструктури розвивалися нерівномірно, а сформована на поточний момент модель інфраструктури національного фондового ринку відрізняється значною децентралізацією, низьким рівнем внутрішньої інтегрованості. Отже, значно ускладнюються можливості щодо ефективної інтеграції інфраструктури національного фондового ринку України до складу вже існуючих фондових мегаутворень. У відповідній геозоні відокремлюються три умовних фондових центри з певними регіонами – сферами впливу, в межах яких може відбуватися процес міжнародного об'єднання інфраструктур фондових ринків за участю України – NASDAQ OMX, Wiener Börse та ММВБ. Холдинг NASDAQ OMX є фондовим центром найбільшого фінансового регіону на території колишнього СРСР та країн Скандинавії. Як видно з таблиці 2.21, регіональний ринок Європи, Африки та Близького Сходу має меншу капіталізацію (12942 млрд. дол. США на кінець 2015 р.), ніж інші регіональні ринки, що виокремлюються за часовою ознакою. Крім того, загальна динаміка обсягів торгів на даному регіональному сегменті світового фондового ринку є порівняно гіршою: в цілому за останні три роки в регіоні спостерігається зниження капіталізації на 9,0%, в той час як інші регіональні ринки демонструють її зростання.

Таблиця 2.21

**Регіональна та загальна капіталізація глобальних груп  
ринків цінних паперів у 2013-2015 рр.**

Регіон	Млрд. дол. США за рік			Темп зростання, %		
	2013	2014	2015	2014	2015	2015 до 2013
Америка	18 923	22 173	19789	17,2	-10,8	4,6
Азійсько-Тихоокеанський	14 594	17 435	14670	19,5	-15,9	0,5
Європа, Африка, Близький Схід	14 225	15 277	12942	7,4	-15,3	-9,0
В цілому	47 753	54 884	47401	14,9	-13,6	-0,7

Джерело: побудовано за даними World Federation Of Exchanges [54]

Як видно з таблиці 2.22, він демонструє стабільно високі показники щорічної капіталізації (в середньому 3658 млрд. дол. США у 2009-2011 рр.) та найкращу динаміку обсягів операцій з цінними паперами серед найбільших національних фондових центрів світу (зростання на 18,7% протягом 2013-2015 рр).

Враховуючи істотну фінансову ємність та міцність такого міжнародного фондового мегаутворення, паритетне приєднання низько ефективної інфраструктури фондового ринку України до нього, на нашу думку, є недостатньо перспективним.

Таблиця 2.22

**Капіталізація найбільших національних фондових центрів у 2013-2015рр**

Фондовий центр	Млрд. дол. США за рік			Темп зростання, %		
	2013	2014	2015	2014	2015	2015 до 2013
NYSE Euronext (US)	11838	13394	11796	13,1	-11,9	-0,4
NASDAQ OMX (US)	3239	3889	3845	20,1	-1,1	18,7
Tokyo Stock Exchange Group	3306	3828	3325	15,8	-13,1	0,6
London Stock Exchange Group	3454	3613	3266	4,6	-9,6	-5,4
NYSE Euronext (Europe)	2869	2930	2447	2,1	-16,5	-14,7
Shanghai Stock Exchange	2705	2716	2357	0,4	-13,2	-12,9
Hong Kong Exchanges	2305	2711	2258	17,6	-16,7	-2,0
TMX Group	1677	2170	1912	29,4	-11,9	14,0
BM&FBOVESPA	1337	1546	1229	15,6	-20,5	-8,1

Джерело: побудовано за даними World Federation Of Exchanges [54]

Реалізація євроінтеграційних завдань України може бути досягнута за рахунок інтенсифікації процесів співробітництва окремих об'єктів інфраструктури національного фондового ринку з відповідними організаціями, що інтегруються навколо Wiener Börse (Венської фондової біржі), яка вже контролює фондові біржі Чехії, Словенії, Угорщини та інших країн Центральної та Східної Європи. Проте слід зазначити, що даний фондовий центр не характеризується високою ефективністю, оскільки за підсумками 2015 р. Wiener Börse увійшла до кола бірж, на яких спостерігалось зниження капіталізації за рік більш, ніж на 30% [54].

Більш вірогідний варіант реалізації глобалізаційних процесів на фондовому ринку України передбачає поступове інтегрування його інфраструктури в межах новоутвореного фондового регіону, центром якого є ММВБ. Стратегією розвитку фінансового ринку Росії на період до 2020 р. передбачено створення у Москві міжнародного фінансового центру – вертикально та горизонтально інтегрованого конгломерату на базі консолідації російської, української та казахської біржової та розрахункової інфраструктур з розширенням його впливу на фондові ринки країн СНД та ЄврАзЕС. Базовою передумовою для ефективної взаємодії цих країн у фінансовій сфері є подібність умов функціонування та загальний недостатньо високий рівень розвитку фондових ринків.

В даний час рівень розвитку фондових ринків в країнах колишнього СРСР, що є потенційними учасниками процесу об'єднання інфраструктур національних фондових ринків, істотно різниться (таблиця 2.23). Але, це не суперечить, на нашу думку, ефективній консолідації ринкових інфраструктур, оскільки в таких умовах країни, що мають кращі результати у розвитку фондового ринку та його інфраструктури (Росія та Казахстан) можуть виступити у якості джерела трансферу інноваційних фінансових технологій, сприяючи розвитку фондових ринків інших країн в межах даного інфраструктурного мегаутворення. Крім низького рівня розвитку, істотними передумовами, що сприяють ефективній інтеграції інфраструктур фондових

ринків країн даної групи є також низка спільних проблем, що вимагають поєднання зусиль щодо їх вирішення, таких як відтік фінансової активності закордон, необхідність формування ринку фінансових деривативів, високий рівень концентрації ринку, головний обсяг ліквідності на якому забезпечує лише обмежена кількість «голубих фішек».

Таблиця 2.23

### Обсяг торгів на фондових біржах країн СНД у 2015 р., млн. дол. США

Країна (національна фондова біржа)	Акції та інвестиційні паї	Корпоративні облігації	Регіональні облігації	Державні цінні папери	Всього
Росія (ММВБ и РТС)	1105331,2	818936,5	292 115,0	1 000 564,0	3216946,7
Казахстан(КASE)	1 902,7	1 395,6	217,5	4 930,2	8446,0
Беларусь(БВФБ)	92,91	1 123,6	671,3	5 921,5	7809,1
Узбекистан (РФБ«Тошкент»)	39,3	н/т	н/т	н/д	39,3
Кыргызстан(КФБ)	9,8	0,9	0,0	н/т	10,7
Україна (ПФТС)	552,4	282,5	17,8	6 863,0	7715,7

Джерело: побудовано за даними [10]

Так, станом на 31.12.2015 р. на 5% компаній припадало 90,8 % обсягу торгів та 64,3% ринкової капіталізації, а на ПФТС – 56,7% та 60,9% відповідно. Стійкий розвиток фінансового ринку триває в Республіці Казахстан, Російській Федерації. Показники капіталізації ринку акцій (таблиця 2.24) вказують на те, що для них є характерним істотне заниження капіталізації підприємств, а, відповідно, й фондового ринку та національної економіки в цілому. Це дозволяє суттєво і швидко збагачуватись окремим вітчизняним та закордонним інвесторам на шкоду національним інтересам [23, 15]. Як видно з таблиці 2.24, у 2014 р. найвищий рівень капіталізації ринку акцій, що знаходяться в обігу на організованому ринку, спостерігався в країнах СНД, які є найбільш інтегрованими до міжнародної фінансової системи (Російська Федерація, Казахстан) та які швидше відреагували на відновлення глобального економічного зростання в процесі подолання наслідків фінансової кризи попередніх років.

Таблиця 2.24

**Капіталізація ринку акцій країн СНД у 2014-2015 рр.**

Країна	Капіталізація ринку акцій			
	млн. дол. США		у % до ВВП	
	2014 р.	2015 р.	2014 р.	2015 р.
Азербайджанська Республіка	–	553,1	–	1,3
Республіка Армєнія	141,0	144,0	1,5	1,5
Республіка Беларусь	1500,0	3700	3,2	6,8
Республіка Казахстан	68500,0	81680,0	53,24	62,4
Киргизська Республіка	1328,0	–	29,8	–
Республіка Молдова	362	419,6	–	7,1
Російська Федерація	760000,0	645300,0	59,0	46,0
Республіка Таджикистан	430,0	636,0	8,4	3,4
Україна	17 153,0	32 149,4	1,2	1,4

Джерело: побудовано за даними [10]

При цьому протягом 2015 р. внутрішня капіталізація ринку акцій Російської Федерації в залежності від валюти розрахунків зросла на 25 – 26 % та за порядком величин зрівнялася з показниками докризових 2006-2007 рр. Проте у порівнянні з ВВП капіталізація залишилася низькою та становила у 2015 р. 46 %, що на 13 % нижче рівня попереднього року та значно відстає від результатів 2007-2008 рр., коли вона практично дорівнювала ВВП країни. Таке зростання було зумовлено не лише позитивною динамікою ринку акцій, а й допущенням до біржових торгів нового великого емітента – «ТНК-ВР».

Зростання капіталізації також продемонстрував ринок казахстану. Станом на початок 2017 р. обсяг торгів на АО «Казахстанська фондова біржа» (KASE) за усіма секторами ринку склав 14 636,8 млрд. тенге, що еквівалентно 99 233,13 млн. дол. США) та зріс відносно попереднього року на 9,1 %. Загальна капіталізація KASE для ринку недержавних цінних паперів становила 12 048 402 млн. тенге або 62,4 % ВВП.

Серед інших країн-учасниць СНД можна також відзначити зростання у 2011 р. ринку корпоративних цінних паперів Азербайджанської республіки, що відбувалося випереджаючими темпами порівняно з динамікою зростання національної економіки та фінансового сектору. При цьому визначальним фактором цього стало провадження заходів щодо розвитку інфраструктури



фондового ринку країни, оскільки в цілому у 2015 р. 95,5 % угод з акціями було в Азербайджанській Республіці було здійснено на організованому ринку, що на 4,5 п.п. більше, ніж аналогічний показник попереднього року.

На фінансових ринках України, Республіки Армения, Киргизької Республіки, Республіки Молдова та Республіки Таджикистан капіталізація національних ринків акцій в цілому зросла, а у Республіці Беларусь спостерігалось зростання капіталізації більше, ніж у 2 рази.

Відносно невисоке значення співвідношення рівня капіталізації і обсягу торгів до ВВП (від 30 до 60 %) обумовлює значний потенціал подальшого розвитку фінансових ринків держав – учасників СНД за умови підвищення їх конкурентоспроможності в порівнянні з ринками розвинених.

Зіставлення обсягів та кількості зареєстрованих регулятором фондового ринку випусків цінних паперів у розрізі країн-учасниць СНД надано в таблиці 2.25. Найбільше зростання за кількістю цінних паперів спостерігається на фондовому ринку України (майже у 7 разів порівняно з показником 2014 р.). Одночасно на фінансових ринках деяких країн – учасниць СНД, а саме Арменії, Казахстану та Молдови, навпаки, існує тенденція до скорочення цього показника.

Таблиця 2.25

**Обсяг та кількість зареєстрованих регуляторами фондових ринків країн СНД випусків цінних паперів у 2014-2015 рр.**

Країна	Кількість випусків		Обсяг фактично розміщених цінних паперів за ціною розміщення, млн. дол. США	
	2014 р..	2015 р.	2014 р.	2015 р.
Азербайджанська Республіка	282	330	1310	1410
Республіка Армения	21	19	94,9	105,500
Республіка Беларусь	4579	4973	17100	24300
Республіка Казахстан	2773	2712	35480	45820
Киргизська Республіка	96	–	171	–
Республіка Молдова	133	84	52,300	70,541
Російська Федерація	511	543	85806,020	59228,37
Республіка Таджикистан	55	51	430	636
Україна	795	5407	21017	11029

Джерело: побудовано за даними [10]

Проте зростання кількості випусків в Україні у 2015 р. не супроводжувалося нарощенням залучених з їх допомогою інвестицій, оскільки фондовий ринок країни демонстрував одне з найбільших серед країн СНД знижень обсягу фактично розміщених цінних паперів в оцінках за ціною розміщення – до 50 % рівня попереднього року. На 30 – 40 % зріс обсяг фактично розміщених цінних паперів в оцінках за ціною розміщення в Республіці Беларусь, Республіці Казахстан и Республіці Молдова, що вказує на вищу ефективність національних фондових ринків цих країн у 2015 р.

Найвищий показник співвідношення обсягів торгів на первинному та вторинному ринках фінансових інструментів до ВВП країни серед жержав СНД має Російська Федерація, що пов'язано з інтенсивним розвитком сегменту похідних цінних паперів на національному фондовому ринку цієї країни. В більшості країнах – учасницях СНД ринок похідних фінансових інструментів практично є нерозвинутим, що зумовлюється відсутністю відповідного нормативно-правового регулювання та платоспроможного попиту на зазначені фінансові інструменти та їх пропозиції, за формування яких відповідає, насамперед, відповідна інфраструктура фондового ринку. Незважаючи на вдосконалення законодавства країн у сфері фінансових інструментів, включаючи похідні, обсяги торгівлі ними істотно відстають від аналогічних показників розвинених країн. Оцінка кількісних параметрів суб'єктного складу інфраструктури фондових ринків країн з врахуванням наявної статистичної бази може бути проведена на основі зіставлення кількості інституційних інвесторів, вартості їх активів та загальної кількості професійних учасників національних фондових ринків.

Порівняння даних щодо кількості інституційних інвесторів та вартості їх активів (таблиця 2.26) дозволяє зробити висновок, що ринки країн СНД мають різні тенденції щодо впливу кількісного складу інституційних інвесторів на якісний показник їх діяльності, що свідчить про різні інтеграційні можливості відповідних національних ринків в процесі глобалізації.

**Кількість інституційних інвесторів та розмір їх активів на  
фондових ринках країн СНД у 2014-2015 рр.**

Країна	Коефіцієнт еластичності вартості активів до зміни кількості інвесторів	Кількість інституційних інвесторів		Розмір активів, тис. дол. США	
		2014 р.	2015 р.	2014 р.	2015 р.
Республіка Армения	12,40394	69	70	3795814	4478177
Республіка Беларусь	4,655328	74	72	24400000	21330000
Республіка Казахстан	-0,67068	462	418	95970000	102100000
Киргизська Республіка	–	9	–	981	–
Російська Федерація	1,632211	1876	2186	51441100	65315540
Республіка Таджикистан	0,33889	18	2	44 364	31 000
Україна	,079663	1274	1362	10691823	13704755

Джерело: побудовано за даними [10]

Так, якщо на фондовому ринку Казахстану вияляється висока ефективність інституційних інвесторів і скорочення їх кількості протягом 2015 р. майже на 10 % супроводжується зростанням вартості активів таких інвесторів на 6,4 % порівняно з 2014 р., то для Республіки Беларусь скорочення лише на 2 % кількості інвесторів призвело до зниженням обсягів їх активів на 12,4 %. Фондовий ринок Російської Федерації демонстрував у 2015 р. позитивну залежність між кількісними та якісними показниками діяльності інституційних інвесторів, оскільки зростання їх кількості супроводжувалося ростом вартості активів, а темпи нарощення вартості активів інституційних інвесторів у 1,63 рази перевищували темпи зростання їх кількісного складу. Збільшення розмірі інвестиційних активів інституційних інвесторів розглядається нами як чинник збільшення інвестицій в національній економіці та забезпечення зростання національних фондових ринків.

Зауважимо, що аналогічна позитивна динаміка була притаманною і фондовому ринку України, при цьому еластичність реагування зміни вартості активів на зміну кількості інституційних інвесторів становила 4,08: при зростанні кількості на 1% вартість активів збільшувалася на 4,08 %. Кращий показник реагування ринку на зміну кількості суб'єктів відповідного сегменту інфраструктури фондового ринку спостерігалися лише в Республіці Армения (коефіцієнт еластичності – співвідношення між темпом приросту кількості та темпом приросту вартості активів у 2015 р. склав 4,66).

В цілому на тлі відносної стабілізації кількості учасників фінансових ринків і інституційних інвесторів розвивається тенденція зростання приватних інвестицій у фінансовий ринок і вихід на нього фізичних осіб.

Що стосується загальної кількості професійних учасників національних фондових ринків країн СНД, то спостерігається спільна тенденція до її скорочення, що вказує на намагання національних регуляторів впорядкувати діяльність учасників ринку, оптимізувати їх кількісний стан з метою покращення ефективності функціонування інфраструктури ринку. Скорочення кількості професійних учасників ринку цінних паперів є наслідком підвищення вимог до власного капіталу та посилення наглядової політики національних регуляторів.

У сфері державного регулювання контролю і нагляду на фінансових ринках держав – учасників СНД простежується тенденція до мегарегулювання, тобто до об'єднання нагляду у сфері банківської, страхової і інвестиційної діяльності.

Таким чином, узагальнюючи результати аналізу щодо стану фінансових ринків країн-учасниць СНД, можна зазначити, що в цілому спостерігається низький рівень їх розвитку, про що свідчить невисокі показники співвідношення рівня капіталізації та обсягів торгів до ВВП, що означає наявність значного потенціалу для подальшого розвитку національних ринків за умови створення умов для забезпечення їх конкурентоспроможності порівняно з іноземними ринками розвинутих країн.

В цілому, тенденції розвитку фінансових ринків країн – учасників СНД в 2015 році свідчать про уповільнення зростання і одночасно стабілізацію основних макроекономічних індикаторів цих ринків. При цьому для ринків цінних паперів відкриваються перспективи зростання активності за рахунок вдосконалення інфраструктури ринку; зниження адміністративних бар'єрів і спрощення процедур реєстрації випусків цінних паперів, забезпечення прозорості операцій і поведінки учасників, створення рівноправних умов.

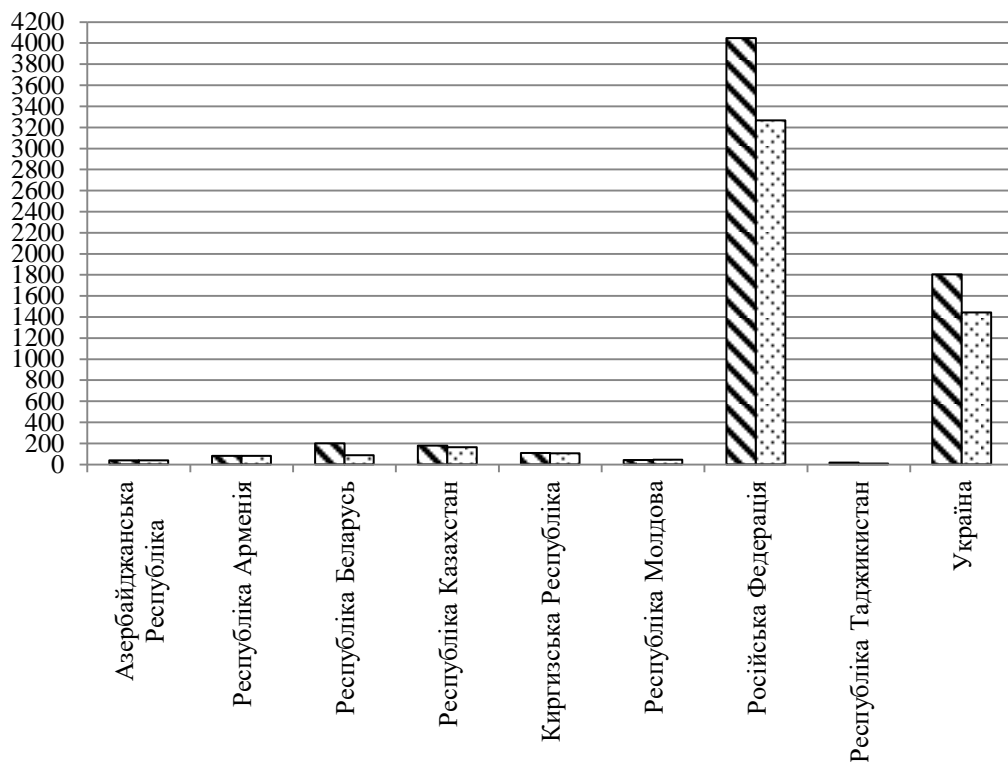


Рис. 2.12. Динаміка кількості організацій, що здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку у розрізі країн –учасниць СНД у 2014-15 рр.

Джерело: побудовано за даними [10]

Сучасний стан та тенденції розвитку фондового ринку Україні ілюструють процес поступової інтеграції України у міжнародну фінансову систему та потребують практичних рекомендацій щодо підвищення ефективності функціонування вітчизняного ринку цінних паперів на міжнародній арені, підвищення його конкурентоспроможності, в тому числі за рахунок вдосконалення та оптимізації інфраструктури ринку.

## РОЗДІЛ 3

### УДОСКОНАЛЕННЯ ІНФРАСТРУКТУРИ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ В КОНТЕКСТІ СТРАТЕГІЧНИХ НАПРЯМІВ РОЗВИТКУ СВІТОВОЇ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

#### **3.1. Визначення концептуальних засад та моделі розвитку інфраструктури фондового ринку України**

Досягнення стійкого економічного зростання, що є одним з базових стратегічних завдань розвитку національних економік, об'єктивно вимагає наявності адекватної фінансової системи, здатної ефективно трансформувати тимчасово вільні кошти організацій та населення в інвестиції. Важливим сегментом фінансового ринку сучасних ринкових економік, що покликаний сприяти оптимальному та ефективному розподілу фінансових ресурсів між позичальниками, кредиторами та інвесторами, є фондовий ринок.

Підвищення вимог інвесторів до точності та своєчасності здійснення розрахунків, захисту прав власності при проведенні операцій з цінними паперами в умовах постійного розширення обсягів інвестування, спектру послуг, що надаються фінансовими посередниками, ускладнення технологій забезпечення процесів купівлі-продажу, обороту та зберігання цінних паперів, зумовлює посилення наукового інтересу до дослідження питань формування дієвої інфраструктури фондового ринку.

При цьому необхідно враховувати економіка України об'єктивно потребує нарощення ємності національного фондового ринку за рахунок притоку іноземного інвестиційного капіталу, що можливе лише за умови зниження трансакційних витрат, підвищення конкурентоспроможності біржових структур, активізації взаємодії всіх елементів інфраструктури, в тому числі консолідації її торгівельних та розрахункових складових.

Уряди провідних країн Європи приділяють значну увагу виробленню стратегії розбудови конкурентоспроможних моделей розвитку

інфраструктури фондових ринків в умовах глобалізації. Саме за рахунок таких дій обсяги вторинних за своєю суттю та економічною природою світових фінансових ринків відчутно перевищують ринки реальних товарів і послуг, поступово формуючи своєрідну автономну підсистему у структурі світової економіки. Для оцінки європейських ринків цінних паперів та опрацювання рекомендацій щодо їх інтеграції Радою Міністрів ЄС з питань економіки та фінансів у липні 2000 р. було створено Комітет Радників із регулювання ринків цінних паперів [21].

В Україні поки що відсутня належна увага з боку державних органів та наукових кол до розробки й реалізації Стратегії розвитку фондового ринку України, його конкурентоспроможної моделі та програми дій стосовно інтеграції до світових фондових ринків.

З точки зору геополітики та геоekonomіки, Україна належить до одного з геополітичних центрів Європи і здатна інтегрувати намагання держав Балто-Чорноморської смуги, Східної Європи, Кавказу та Середньої Азії до співпраці. Реалізація цього вибору передбачає, серед іншого, розбудову високоефективного фондового ринку, інтегрованого з фондовими ринками вищеназваних країн, інших держав ЄС і регіональних об'єднань на Американському та Азійському континентах.

У країнах Європейського Союзу при створенні інтегрованого ринку цінних паперів були визначені такі пріоритети: введення для держав-членів єдиного поняття ринку та однакових умов ліцензування; прийняття Міжнародних стандартів бухгалтерського обліку; вдосконалення вимог щодо включення до лістингу; запровадження єдиного проспекту емісій та обов'язкової системи їх реєстрації; введення нових правил інвестування для інвестиційних і пенсійних фондів.

З метою реалізації названих пріоритетів Комітет Радників із регулювання ринків цінних паперів обґрунтував необхідність проведення регуляторної реформи, яка передбачала застосування чотирьохрівневого підходу та створення двох комітетів для сприяння роботі Європейської

Комісії – Європейського Комітету з цінних паперів (ESC) і Комітету європейських регуляторів з цінних паперів (CESR). Вони були сформовані у 2001 р. як дорадчі органи, діяльність яких у наступні роки дозволила удосконалити європейську нормативно-правову базу з питань регулювання діяльності професійних учасників фондових ринків та прискоренню процесу інтеграційного розвитку ринку фінансових послуг на цій основі.

Для оптимальної інтеграції фондового ринку України на базі її національних інтересів до міжнародних фондових ринків, і насамперед країн ЄС та СНД, необхідно на першому етапі розробити довгострокову конкурентоспроможну модель та стратегію розвитку фондового ринку. На нашу думку, діяльність фондового ринку України на основі централізованої моделі та інформаційно-технічного забезпечення, що відповідає європейським стандартам, дасть змогу прискорити процес органічної адаптації українського ринку цінних паперів до міжнародних вимог, створити умови діяльності, наближені до західних, що, безсумнівно, стане привабливим фактором для іноземних і вітчизняних інвесторів.

Розробка такої моделі має передбачати попереднє вивчення, систематизацію та оцінку рівня впливу факторів, що визначають розвиток національних фондових ринків в умовах їх інтеграції та консолідації. Загальна система таких факторів, побудована на основі узагальнення поглядів різних авторів, подана у таблиці 3.1.

На другому етапі доцільно приступити до розробки та реалізації спільно з представниками Європейського Комітету з цінних паперів (ESC) та Комітету європейських регуляторів із цінних паперів (CESR) Плану дій щодо інтеграції фондового ринку України до фондових ринків країн ЄС. Зокрема він має передбачати запровадження світового досвіду інформаційного та контрольного супроводження діяльності фондового ринку, раціонального розподілу регулятивних функцій між державними органами і недержавними організаціями.



Для вдосконалення інфраструктури фондового ринку України виходячи з міжнародних стандартів, слід привести номінальну капіталізацію ринку акцій України до 80 % ВВП (нині близько 30 %), ринкову капіталізацію до 60 % (нині близько 20 %), обсяг угод на організованих ринках до 30 % ВВП (нині кілька відсотків).

Таблиця 3.1

**Система факторів, що впливають на розвиток національних фондових ринків в умовах їх інтеграції та консолідації**

Фактори, що стимулюють інтеграцію та консолідацію фондових ринків	Фактори, що стримують інтеграцію та консолідацію фондових ринків
Наявність вільного руху капіталу між країнами	Політичні (спроби захисту національних ринків або товарів на користь місцевих постачальників)
Лібералізація та дерегулювання фінансових ринків	Культурні (різні підходи до корпоративного управління, конкурентної політики, поширення інформації)
Посилення конкуренції за доступ до капіталу і пошук нових можливостей	Правові (розбіжності в законодавчих системах, процедурах банкрутства, ефективності судових процесів)
Розвиток інформаційних технологій та фінансові інновації	Економічні (зростання фіктивного капіталу, відмінності в механізмах утримання податків, встановленні зборів, ставках оподаткування для акцій порівняно з державними облігаціями)

Джерело: складено за [47]

Окрім того, на нашу думку, для вирішення основних проблем розвитку фондового ринку України доцільно здійснити ряд заходів стосовно:

- забезпечення прозорості ринку цінних паперів, що відкриває для всіх його учасників рівний доступ до значних обсягів достовірної інформації про цінні папери та їх емітентів;
- формування цілісного ринку, що вимагає функціонування національної фондової біржі як єдиного місця котирування цінних паперів, єдиного центрального депозитарію і єдиного клірингового банку;
- ефективного державного нормативно-правового регулювання цілісної системи обігу цінних паперів.

При цьому важливо на нормативно-правовому рівні передбачити здійснення дооцінки всього майна компаній з урахуванням його реальної вартості (фактичного обсягу і ринкової ціни), що дозволить вивести підприємства на новий рівень котирування їх акцій.

Для підвищення капіталізації національного фондового ринку необхідно освоєння нових видів цінних паперів, деривативів, корпоративних і муніципальних облігацій, створення дієвої системи захисту інвесторів, забезпечення прав міноритарних акціонерів, збільшення реального доходу звичайних інвесторів від цінних паперів, покращення показника ризик-дохід, зростання обсягів залученого венчурного капіталу, посилення конкуренції, створення недискримінаційних умов входження на ринок та участі в торгах для іноземних акціонерів.

Фондовий ринок України повинен розвиватися шляхом концентрації та централізації торгівлі українськими корпоративними цінними паперами й усіма іншими фондовими інструментами. До того ж обсяги організованої торгівлі мають істотно перевищувати неорганізований та позабіржовий обіг цінних паперів. Для цього необхідно налагодити функціонування міжбіржових і міжсистемних мереж фондової торгівлі, які створюються на добровільних засадах організаторами торгівлі цінними паперами, виходячи з економічної доцільності та конкурентоспроможності запроваджених інновацій і технологій.

Неорганізований позабіржовий фондовий ринок повинен розвиватися на основі розширення можливостей використання Інтернету для проведення операцій із цінними паперами, обслуговування їх первинного і в разі потреби – вторинного обігу.

Ефективна робота депозитаріїв та зберігачів сьогодні неможлива без оперативного створення і динамічного розвитку депозитарної інфраструктури, яка б працювала в автоматизованому режимі. Характер завдань та обсяги інформаційних потоків наразі потребують розробки

спеціалізованого програмного забезпечення, яке б відповідало вимогам українського фондового ринку.

З врахуванням змін, що відбулись на законодавчому рівні України в частині прийняття Закону України «Про депозитарну систему України» в липні 2012 року, а також вимоги, щодо вступу його в дію через рік в 2013 році, протягом цього терміну повинна суттєво змінитись система не лише учасників депозитарної системи, а і суб'єкти інфраструктури фондового ринку в цілому.

Очевидно, що в новому законодавстві розширений та уточнений перелік учасників, а саме відсутні такі суб'єкти як реєстратори та зберігачі, функції яких передано до повноважень депозитарних установ, замість Національного депозитарію, буде функціонувати Центральний депозитарій. Цілком новим учасником депозитарної системи є розрахунковий центр.

Розрахунковий центр повинен бути створений публічне акціонерне товариство, та набуває статусу Розрахункового центру з дня реєстрації Правил Розрахункового центру в Національному банку України. .

Акціонерами Розрахункового центру можуть бути Національний банк України, професійні учасники фондового ринку, а також міжнародні депозитарно-клірингові установи. Статутний капітал Розрахункового центру має становити не менш як 100 мільйонів гривень, при цьому частка Національного банку України повинна становити не менш як 25 відсотків плюс одна акція.

Виключною компетенцією Розрахункового центру є проведення грошових розрахунків за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, вчинених на фондовій біржі та поза фондовою біржею, якщо проводяться розрахунки за принципом "поставка цінних паперів проти оплати".

Розрахунковий центр відкриває та веде грошові рахунки учасників фондового ринку.

Розрахунковий центр забезпечує виплату доходу за цінними паперами, номінальної вартості при погашенні цінних паперів та при здійсненні емітентом інших корпоративних операцій, у тому числі за тими цінними паперами, що розміщені та обертаються за межами України. Національний банк України може підтримати ліквідність Розрахункового центру у порядку, визначеному НБУ. Розрахунковий центр для забезпечення здійснення розрахунків повинен отримати ліцензію на здійснення окремих банківських операцій та генеральну валютну ліцензію НБУ.

Зміни відбулись також і у визначенні державних регуляторів, що відповідають за функціонування та регулювання депозитарної системи, а саме до Національної комісії по цінним паперам та фондового ринку долучився НБУ, в обов'язки якого входить регулювання діяльності розрахункового центру.

В сучасних умовах одним з напрямів розвитку інфраструктури фондового ринку України згідно з її національними інтересами є інтеграція фондових та валютних ринків СНД шляхом об'єднання електронних торгових систем зазначених країн. Відповідна координація спільної діяльності по формуванню і розвитку ефективної системи фінансового ринку держав – учасників СНД є базовими функціональними завданнями спеціалізованого органу регуляторної інфраструктури фондових ринків – Ради керівників державних органів по регулюванню ринків.

На нашу думку, основними напрямками розвитку інфраструктури фондових ринків держав – учасників СНД з метою формування інтегрованого торгового простору на ринку цінних паперів повинні стати:

– забезпечення взаємного допуску професійних учасників ринку, включаючи взаємне визнання національними регуляторами ринків цінних паперів держав – учасників СНД ліцензій, до торгів на біржах держав – учасників СНД і впровадження віддаленого доступу інвесторів до торгів на біржах цих країн;

- забезпечення допуску цінних паперів до обігу на біржах держав – учасників СНД;
- стандартизація технологій клірингу, управління ризиками, продуктової лінійки;
- створення інтегрованого депозитарного простору (усунення в національних законодавствах перешкод і обмежень на відкриття рахунків депо іноземних номінальних утримувачів);
- визнання концепції іноземного номінального утримувача в системі депозитарного обліку прав власності на іноземні цінні папери;
- продовження реалізації заходів, спрямованих на створення міжнародних (регіональних) фінансових центрів в державах СНД;
- створення інтегрованого інфопростору фінансових ринків;
- гармонізація національного законодавства на базі міжнародних рекомендацій по регулюванню, контролю і нагляду на фінансовому ринку.

На нашу думку, об'єднання біржової та депозитарної інфраструктур фондового ринку України з наступним їх злиттям із фондовим конгломератом, що створюється у фондовому регіоні, центром якого є ММВБ, надасть можливість забезпечити вищий рівень прозорості фінансово-економічних процесів на організованому та неорганізованому ринках цінних паперів за рахунок відмови від розмежування торгівельної та облікової функцій. Разом з тим існує думка [22], що практика об'єднання торгівельних та розрахунково-клірингових інфраструктур у країнах пострадянського простору не може бути повноцінно реалізована через високий рівень політичних ризиків, корумпованості, використанням інсайдерської інформації та неефективним формуванням ринкових цін.

Отже, посилення взаємодії інфраструктурних організацій на фондовому ринку може сприяти поглибленню участі національних економік в різних моделях регіональної економічної інтеграції, формуванню транскордонної фінансової інфраструктури, більш ефективному провадженню процесу трансформації заощаджень у інвестиції, розширенню

фінансової ємності національних фондових ринків за рахунок переливу капіталів. При цьому в наслідок розширення ринків очікуваним є зниження емісійних витрат, а також зниження інвестиційних ризиків шляхом поглиблення диверсифікації фінансових портфелів.

Діяльність фондового ринку України на основі централізованої моделі та інформаційно-технічного забезпечення, що відповідає європейським стандартам, дасть змогу прискорити процес органічної адаптації українського ринку цінних паперів до міжнародних вимог, створити умови діяльності, наближені до західних.

Отже, сучасна довгострокова конкурентна модель розвитку інфраструктури фондового ринку України має концептально поєднувати такі механізми її реалізації, як: вдосконалення нормативної бази, покращення відносин між реєстраторами та депозитаріями і зберігачами; встановлення умов податкового стимулювання розвитку інфраструктури фондового ринку, розширення кола прямих учасників фондового ринку і небанківських фінансових установ, освоєння нових видів цінних паперів, деривативів, корпоративних і муніципальних облігацій, впровадження новітніх технологій, – навколо провідної ідеї створення інтегрованого торговельного простору в межах стратегічних мезотериторіальних утворень.

### **3.2. Стратегічні та тактичні критерії та умови досягнення оптимальності розвитку фондового ринку України**

Функціонування фондового ринку являє собою систему економічних відносин, при яких обмін фінансовими активами здійснюється, як правило, не безпосередньо між власниками цінних паперів та інвесторами, а через посередників – торговців цінними паперами, сукупність яких формує базис ринкової інфраструктури. Враховуючи, що первинно поняття

«інфраструктура» використовується для визначення «системних утворень, що охоплюють зв'язки між господарюючими агентами та переміщення всіх видів ресурсів між ними» [52], пошук умов оптимальності інфраструктури фондового ринку доцільно здійснювати в площині визначення оптимальної кількості професійних учасників ринку – торговців цінними паперами та кількості рівнів інфраструктури, тобто посередницьких зв'язків за критерієм максимальної її ефективності.

При цьому під ефективністю інфраструктури нами розуміється співвідношення економії на трансакційних витратах, що виникає в торгівельній системі фондового ринку в наслідок посередницької діяльності торговців цінними паперами, та доходами цих посередників, що виступають в якості витрат формування та використання інфраструктурних послуг.

Для визначення такої ефективності та обчислення показників ефективності інфраструктури фондового ринку скористаємося моделюванням процесу формування ринкової інфраструктури, базові математичні положення якого без врахування специфіки ринку цінних паперів були викладені в роботах В. Чернова та Ю. Ейсснера.

Ними, зокрема, рекомендується здійснювати побудову математичної інформаційної моделі інфраструктури виходячи з таких передумов:

- ресурсом в системі посередницької торгівельної інфраструктури фондового ринку є інформація щодо обсягів та вартості попиту і пропозиції цінних паперів;

- специфікованим засобом передачі такої інформації є угода, при цьому в процесі моделювання передбачається стандартний розмір запиту при укладанні угоди, що дозволяє встановити фіксований розмір витрат на отримання інформації від посередника учасником ринку у розрахунку на одну угоду. Припустимо, що витрати на контакт однакові по всіх парах власник цінних паперів-інвестор дорівнюють умовній одиниці (для обрахунку відносного показника ефективності інфраструктури важливими є

обсяги доходів та витрат та застосування однакових одиниць їх виміру), тобто  $q = 1$ ;

- запас ресурсу в ланках інфраструктури не накопичується;
- усі елементи моделі переслідують свої цілі за критерієм максимізації власного прибутку (або мінімізації своїх витрат);

- при встановленні контактів відсутня система апріорних пріоритетів.

Кожен елемент системи вибирає дії через посередника лише в тому випадку, якщо прибуток даного елемента при цьому виявляється вищим, ніж при діях без посередника;

- ланки інфраструктури (торговці цінними паперами), що належать одному рівню інфраструктури, є однорідними і можуть дублювати один одного;

- черговий рівень інфраструктури виникає за умови, що витрати на угоди при його введенні не перевищують витрат на контакти без нього;

- кожен елемент має можливість безпосередньо контактувати з усіма елементами сусідніх рівнів інфраструктури; контакти, опосередковані та неопосередковані, встановлюються між всіма рівнями;

- кожен елемент з безлічі постачальників – власників цінних паперів (M) має можливість встановлювати контакт з кожним елементом з безлічі споживачів ринкової продукції – інвесторів (N), і навпаки.

Співробітництво розглядається як необхідна умова контактів і переговорів між власниками цінних паперів та інвесторами з приводу торгівельної угоди купівлі-продажу цінних паперів і є універсальними економічними відносинами в економічній системі фондового ринку, тоді як конкуренція має підпорядкований такому співробітництву другорядний характер. Створювана інформаційна модель інфраструктури фондового ринку – це модель посередницької діяльності, в якій співпраця і конкуренція є природним видом взаємин між учасниками, що функціонують в даній системі. Для процесу моделювання скористаємося такими умовними позначеннями, поданими у таблиці 3.2.



Таблиця 3.2

**Прийняті умовні позначення**

Умовне позначення	Зміст
$M$	множина постачальників цінних паперів на фондовий ринок з метою їх продажу
$m$	кількість постачальників цінних паперів на фондовий ринок з метою їх продажу (кількість особових рахунків власників іменних цінних паперів у реєстрах)
$N$	множина інвесторів – покупців цінних паперів на фондовому ринку
$n$	кількість інвесторів – покупців цінних паперів на фондовому ринку (загальна кількість інституційних інвесторів)
$i$	номер рівня в інфраструктурі фондового ринку
$W_i$	множина елементів $i$ -го рівня інфраструктури
$w_i$	кількість елементів $i$ -го рівня інфраструктури (кількість професійних торговців цінними паперами, що працюють на $i$ -ому рівні інфраструктури)
$q$	витрати на отримання інформації від посередника (торговця цінними паперами) учасником ринку у розрахунку на одну угоду

Джерело: складено за [47]

Тобто, елемент інфраструктури, який співробітничав, але не конкурує, зменшує витрати на контакт і зв'язки, якщо він співпрацює мінімум з двома власниками цінних паперів (постачальниками товару на фондовий ринок) і двома інвесторами (споживачами товару на фондовому ринку). Два елементи інфраструктури перебувають у стані конкуренції, якщо вони мають спільний канал зв'язку з постачальниками та споживачами.

Встановлені вище передумови моделювання інформаційної моделі інфраструктури фондового ринку обумовлюють, що витрати на отримання інформації щодо угоди з купівлі-продажу цінних паперів в системі фондового ринку, яка функціонує в умовах відсутності відповідної торговельної інфраструктури (прямий обмін без участі посередників) є сумою витрат на контакти і зв'язки та загального прибутку посередників, від послуг яких відмовилися учасники торговельної операції. Загальні витрати на встановлення контактів між покупцями та продавцями цінних паперів на фондовому ринку можуть бути визначені за формулою:

$$C_{m,n} = q \times K = q[m \times n], \quad (3.1)$$

де  $q$  – витрати на отримання інформації від посередника (торговця цінними паперами) учасником ринку у розрахунку на одну угоду;

$K$  – максимальна загальна кількість контактів, що може потенційно утворитися між продавцями та покупцями цінних паперів, яка дорівнює добутку кількості власників цінних паперів ( $m$ ) та інвесторів ( $n$ ).

Економія на трансакційних витратах в системі фондового ринку, що виникає за умови участі одного посередника, становитиме:

$$C_{m,1,n} = m + n \quad (3.2)$$

Максимальний прибуток, що може бути отриманий торгівельними посередниками в результаті їх діяльності на фондовому ринку, визначатиметься різницею між загальними витратами на встановлення контактів між покупцями та продавцями цінних паперів на фондовому ринку та максимальною економією трансакційних витрат:

$$P_{m,1,n} = (m \times n) - (m + n) \quad (3.3)$$

З формули (3.3) можна зробити висновок, що виникнення торгівельної інфраструктури на фондовому ринку є доцільним лише, якщо кількість як потенційних продавців, так і потенційних покупців цінних паперів є більше двох. Саме в цих умовах прибуток посередника-торговця цінними паперами буде невід'ємною величиною. Збільшення кількості посередників при однорівневій організації ринкової інфраструктури буде зумовлювати при інших незмінних умовах рівномірний розподіл максимального загального прибутку посередників між ними. Тобто при цьому прибуток кожного торговця цінними паперами ставитиме величину:

$$P_{m,w_1,n} = \frac{(m \times n)}{w_1} - (m + n) \geq 0 \quad (3.4)$$

Нерівність (3.4) передбачає, що процес введення нових торговельних посередників до складу інфраструктури фондового ринку буде відбуватися до тих пір, поки їх діяльність залишатиметься прибутковою.

З цієї нерівності походить, що гранична максимальна кількість посередників на кожному рівні інфраструктури може бути визначена за формулою:

$$w_i = \frac{(m \times n)}{m+n} \quad (3.5)$$

Розрахунок рівня ефективності інфраструктури фондового ринку при однорівневій організації інфраструктури пропонується проводити за формулою:

$$E_{m,w_1,n} = \frac{m+n}{P_{m,w_1,n}} \quad (3.6)$$

Проведемо оцінку ефективності функціонування фондового ринку України за умови відсутності посередницьких зв'язків між торговцями цінними паперами, тобто для однорівневої організації торговельної інфраструктури (таблиця 3.3). Як видно з поданих в таблиці 3.3 результатів розрахунків, в Україні фактична кількість торговців цінними паперами майже в 2 рази перевищує граничну максимальну їх кількість, що є доцільною при використанні однорівневої організації інфраструктури ринку (коли між продавцем і покупцем цінних паперів існує один посередник). Необхідне скорочення кількості торговців на ринку цінних паперів за умови обрання стратегії концентрації для подальшого розвитку інфраструктури становило відповідно 393 осіб у 2015 р. та 364 особи у 2016 р.

Таблиця 3.3

**Оцінка ефективності функціонування фондового ринку України за умови однорівневої торгівельної інфраструктури у 2015-2016 рр.**

Показник	2015 рік	2016 рік
Кількість особових рахунків власників іменних цінних паперів у реєстрах, осіб	8369301	4 385 871
Кількість інституційних інвесторів (інвестиційні фонди та недержавні пенсійні фонди), осіб	371	370
Кількість торговців цінними паперами, осіб	763	733
Загальні витрати на виконання угод, млн. грн.	3 105,011	1 622,772
Економія на витрат при однорівневій інфраструктурі ринку, млн. грош. одн.	8,370	4,386
Прибуток посередників при однорівневій інфраструктурі, млн. грош. одн.	3 096,641	1 618,386
Максимальна кількість посередників при однорівневій організації торгівлі, осіб	370	369
Необхідне скорочення кількості посередників в процесі концентрації фондового ринку, осіб	393	364
Рівень ефективності інфраструктури при однорівневій організації, %	0,270	0,271

Джерело: власні розрахунки

При цьому рівень ефективності інфраструктури при однорівневій організації інфраструктури фондового ринку України протягом 2015-2016 рр. залишався відносно стабільним і становив 0,27 %, тобто на 1 грошову одиницю прибутків торговців, які в загальній сумі являють собою умовний еквівалент витрат на формування та утримання інфраструктури, припадало лише 0,27 коп. ефекту у вигляді економії трансакційних витрат.

Той факт, що загальна кількість торговців на фондовому ринку України значно перевищує граничну величину для однорівневої моделі формування інфраструктури ринку вказує на те, що в Україні використовуються торгівельні схеми, які передбачають посередницькі зв'язки між посередниками. Така модель відповідає стратегії розвитку фондового ринку на конкурентних засадах і зумовлює збільшення кількості торговців, порівняно з однорівневою організацією. Кожен додатковий рівень інфраструктури формується на описаних вище загальних умовах щодо прибутковості діяльності всіх торговців. Максимально допустима кількість

рівнів інфраструктури досягається при рівності кількості продавців та покупців і складає четверту частину від їх загальної кількості [53].

При цьому посередники, які працюють на зв'язках між посередниками і власниками цінних паперів – постачальниками товарів на фондовий ринок отримуватимуть прибуток у розмірі:

$$P_{m,w_2,n} = (m \times w_2) - (m + w_2) \quad (3.7)$$

Загальна максимальна кількість торговців на одному рівні, що забезпечує беззбитковість діяльності для кожного з них, дорівнює:

$$w_2 = \frac{(m \times w_1)}{m + w_1} \quad (3.8)$$

Аналогічно визначатиметься прибуток і гранична кількість посередників, які працюють на зв'язках між посередниками і інвесторами – покупцями товарів на фондовому ринку:

$$P_{m,w_3,n} = \left( n \times \frac{(n \times w_1)}{n + w_1} \right) - (n + w_3) \quad (3.9)$$

У свою чергу розрахунок рівня ефективності інфраструктури фондового ринку при дворівневій організації інфраструктури може бути проведений за формулою:

$$E_{m,w_{23},n} = \frac{2m + 2n + w_2 + w_3}{P_{m,w_1,n} + P_{m,w_2,n} + P_{m,w_3,n}} \quad (3.10)$$

Результати оцінювання ефективності інфраструктури фондового ринку України за умови дворівневої організації інфраструктури подано в таблиці 3.4.

Таблиця 3.4

**Оцінка ефективності функціонування фондового ринку України за умови дворівневої торгівельної інфраструктури у 2015-2016 рр.**

Показник	2015 рік	2016 рік
Кількість особових рахунків власників іменних цінних паперів у реєстрах, осіб	8369301	4 385871
Кількість інституційних інвесторів (інвестиційні фонди та недержавні пенсійні фонди), осіб	371	370
Кількість торговців цінними паперами, осіб	763	733
Максимальна кількість посередників, що працюють на контактах між емітентами та посередниками першого рівня	369	368
Прибуток посередника, що працює між емітентом та посередником першого рівня, млн. грн.	3184,518	1603,035
Максимальна кількість посередників, що працюють на контактах між інвесторами та посередниками першого рівня	185	184
Прибуток посередників, що працюють між інвесторами та посередниками першого рівня, млн. грн.	0,068	0,068
Загальна максимальна кількість посередників при дворівневих зв'язках	924	921
Максимально допустимий приріст кількості торговців при стратегії формування ринку на засадах конкуренції	161	188
Сукупний ефект від скорочення витрат при дворівневій організації інфраструктури ринку, млн. грош. одн.	16,740	8,773
Сукупний прибуток посередників при дворівневій інфраструктурі, млн. од	6281,227	3221,489
Рівень ефективності інфраструктури при дворівневій організації, %	0,267	0,272

Джерело: власні розрахунки

Результати наведених розрахунків вказують на те, що фактична модель формування торгівельної інфраструктури фондового ринку України є дворівневою. Показовим є те, що збільшення кількості торговців цінними паперами у дворівневій організації призводить до зростання економії трансакційних витрат в системі інфраструктури фондового ринку, порівняно з однорівневою організацією. Для показників 2016 р. цей ефект зріс з 4,4 млн. грошових одиниць до 8,8, тобто пропорційно збільшенню кількості рівнів інфраструктури. Разом з тим, порівнюючи ефективність інфраструктури фондового ринку України у 2015 та 2016 рр. можна зробити висновок, що у 2010 р. вона була менш ефективною, хоча в цілому рівень такої ефективності

залишається відносно стабільним. Результати оптимізації кількісного складу торгівельної інфраструктури ФРУ надано на рис. 3.1.

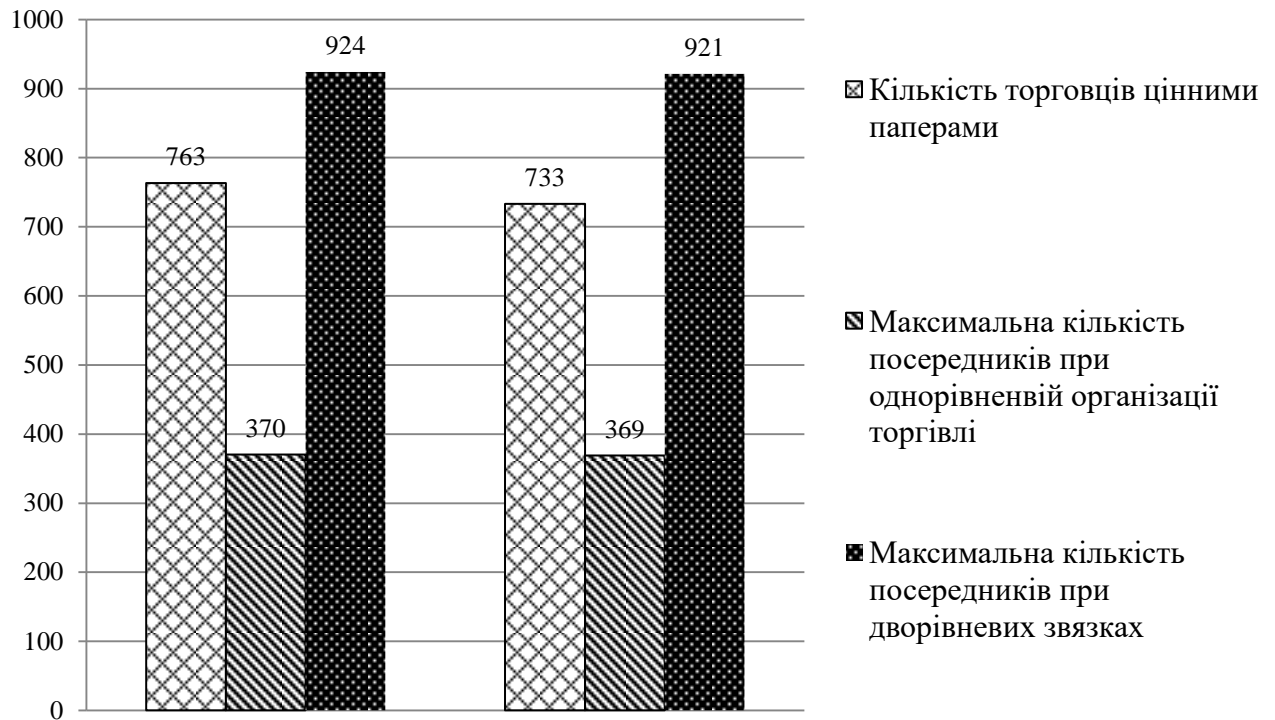


Рис. 3.1. Порівняння граничних оптимальних показників кількісного складу професійних тоговців на ринку цінних паперів України з фактичною кількістю у 2015-2016 рр.

Джерело: побудовано за розрахунками

Запропонований науково-методичний підхід щодо визначення граничної максимальної кількості торговців цінними паперами при різних варіантах організації інфраструктури фондового ринку дозволяє регулятору ринку встановлювати обґрунтовані обмеження щодо кількості професійних учасників ринку з врахуванням вимог оптимальності функціонування інфраструктури за критерієм максимізації рівня ефективності інфраструктури. Вказані оптимальні кількісні критерії щодо складу торгівельної інфраструктури фондового ринку можуть бути використанні при формуванні стратегічних та тактичних планових показників розвитку ринку цінних паперів.

### **3.3. Удосконалення інфраструктури фондового ринку в процесі розвитку соціально-відповідального інвестування**

Базовою концепцією сучасного суспільного розвитку, що накладає певні вимоги на всі напрями життєдіяльності суспільства, включаючи й фінансову сферу, є концепція стійкого розвитку, яка полягає у забезпеченні гармонійного розвитку суспільства, при якому економічне зростання поєднується із забезпеченням соціальної захищеності і мінімізацією негативної дії на довкілля. Досягнення стійкого розвитку об'єктивно вимагає наявності фінансових механізмів, здатних ефективно спрямувати інвестиційний капітал на фінансування соціально значимих інвестиційних проектів, пов'язаних із подоланням бідності, забезпеченням високих соціальних стандартів життя, розв'язанням глобальних екологічних проблем сучасності.

У фінансовій сфері реалізація даної концепції призвела до виникнення у 70-х рр. XX ст. нового напрямку реалізації інвестиційної діяльності – соціально відповідального інвестування (Sustainable and Responsible Investment, SRI), яке спрямоване не лише на отримання доходів від вкладення капіталу, але і на створення позитивних соціальних змін, зниження негативної дії на довкілля і відповідність релігійним або етичним переконанням. В першу чергу, цей напрям інвестування представлений в розвинених країнах, але поступово знаходить застосування в країнах, що розвиваються, перетворюючись на окремий сегмент ринку цінних паперів зі своїми учасниками і інфраструктурою.

Проблематика поширення SRI та формування ефективних механізмів підтримки та забезпечення поширення інвестування, що відповідає принципам стійкого розвитку на національних та глобальному фінансових ринках, є відносно новим напрямом сучасних наукових досліджень, який почав формуватися з 80-х рр. XX ст. При цьому більшість наявних на цей час



досліджень спрямована переважно на висвітлення окремих питань актуалізації ролі, значення та перспективних напрямів розвитку SRI, а не на формування науково-обґрунтованих теоретико-прикладних засад та механізмів їх реалізації. Значну частину таких досліджень складають публікації зарубіжних інформаційно-аналітичних компаній і некомерційних організацій, що спеціалізуються на провадженні та популяризації SRI, а саме: Форуму соціального інвестування (The Forum for Sustainable and Responsible Investment, US SIF) [59], Європейського форуму стійкого інвестування (The European Sustainable Investment Forum, Eurosif) [60], Асоціації стійкого і відповідального інвестування в Азії (The Association for Sustainable & Responsible Investment in Asia, ASRIA [57], та ін.

Для вітчизняної наукової школи тема соціально відповідального інвестування є новою і практично невивченою, що, на нашу думку, пов'язано як із новизною концепцій стійкого розвитку і корпоративної соціальної відповідальності для світової наукової думки в цілому і для українського суспільства зокрема, так із нетривалою історією розвитку ринку цінних паперів України, що знаходиться лише на первинних етапах свого формування та становлення.

Відсутність ґрунтовних наукових досліджень щодо змісту соціально відповідального інвестування та його місця в системі соціального інвестування в цілому породжує хибне ототожнення відповідних понять.

Під соціальним інвестуванням більшістю авторів розуміється вкладення засобів в об'єкти соціального середовища, тобто послідовні цілеспрямовані дії з ефективного рішення важливих для більшості людей соціально-значущих проблем. Вони можуть бути спрямовані в будь-який проект, що реалізовується в соціальному середовищі за рахунок інвестованих засобів, та повинні забезпечити певний позитивний ефект як інвесторові, так і соціуму у вигляді сприяння посиленню соціальної орієнтації суспільно-економічної системи в цілому, досягнення екологічної безпеки,

стимулювання економічного зростання, забезпечення гарантованого рівня життя.

Типовим для такого підходу є визначення соціально відповідального інвестування (Socially responsible investing, SRI) як інвестиційного процесу, в якому через добровільний і свідомий вибір критеріїв і методів інвестування проявляється відповідальність інвестора за наслідки його інвестицій для суспільства, довкілля і їх стійкого розвитку, а також його особисті погляди і переконання відносно соціально значущих питань і соціокультурних цінностей [47].

Ринок SRI є одним із найдинамічніших сегментів сучасного ринку цінних паперів, що демонструє стійкі темпи зростання навіть в умовах глобальної економічної кризи. Так, за оцінками US SIF[58], на кінець 2010 р. обсяг світових активів, що відносяться до SRI, склав близько 10,9 трлн. дол. США, що на 50 % більше, ніж у кінці 2007 р. При цьому значно вищі темпи нарощення SRI демонструють країни ЄС, в яких їх обсяг з 2007 по 2010 р. зріс з 2,7 трил. до 5 трил. євро [58].

Як економічне явище SRI охоплює різні фінансово-економічні процеси і в загальному випадку може бути структуроване за напрямками реалізації та суб'єктною ознакою на:

- інвестиції суб'єктів господарювання, що здійснюються на принципах корпоративної соціальної відповідальності;
- державні інвестиції в соціальну сферу;
- інституціональні соціальні інвестиції, що охоплюють соціально-відповідальне інвестування, яке здійснюється соціально-відповідальними фондами, та діяльність фондів із надання посередницьких фінансових послуг у сфері соціального інвестування. Враховуючи особливості фінансової технології реалізації інвестиційного процесу практика SRI дозволила виділити певні типи інвестицій, реалізація яких здійснюється на специфічному сегменті ринку цінних паперів, який організований на принципах соціальної відповідальності та стійкого розвитку (таблиця 3.5).

Таблиця 3.5

**Характеристика типів соціально відповідальних інвестицій**

Поняття	Опис	Особливості
Impact Investing	Кошти вкладаються в компанію, підприємство або фонд, діяльність якого може мати позитивний ефект на екологію і соціальне середовище, і, крім того, принести інвестиційний дохід.	Кошти інвесторів зазвичай розміщуються в компаніях, що беруть участь у мікрофінансуванні, фінансовому забезпеченні інфраструктурних проектів у галузі енергетики, охорони здоров'я, водного господарства, будівництві доступного житла, шкіл. При цьому формування інвестиційного портфеля таких компаній передбачає відсіювання проектів, що не задовольняють відповідним критеріям приналежності до пріоритетних напрямів інвестування, визначених стратегічними цілями розвитку суспільства
Mission – based investing	Інвестиції з урахуванням визначеної некомерційної місії	Інвестором визначається провідна ціль (соціальна місія) і чіткий комплекс критеріїв відбору проектів для інвестування
Triple bottom line investing	Вкладення капіталу з урахуванням трьох чинників – економічного, екологічного і соціального	Перелік чинників, за якими обирається об'єкт інвестування, обмежується лише економічним, екологічним та соціальним напрямками. Інші фактори, наприклад, характер корпоративного управління, політичні чинники, не враховуються
Double bottom line investing	Вкладення капіталу з урахуванням двох чинників – економічного і соціального	При виборі проектів увага звертається лише на чинники економічного та соціального спрямування
Sustainable investing	Інвестування з урахуванням соціальних, моральних і етичних, економічних та інших чинників	Головним завданням інвесторів є не виключення окремих "неправильних" компаній зі свого інвестиційного портфеля, а інтенсивний пошук лідерів стійкого розвитку за допомогою методів позитивного відсіювання, так званого позитивного скорингу (Positive screening)
Ethical investing	Вкладення капіталу в проекти, що сприяють збереженню та пропаганді національних традицій	При визначенні стратегії інвестування ключову роль, окрім отримання доходу, відіграють етичні чинники
Eco investing (Green investing)	Вкладення засобів в активи компаній, виробництво продукції яких не завдає шкоди екології або в нові технології, що сприяють поліпшенню ситуації	Відбір проектів відбувається лише на підставі факторів екологічності

Джерело: складено на основі [47]

Отже, сутність SRI проявляється в їх подвійній природі як інструменту одночасного задоволення потреб громадського і корпоративного секторів, що вимагає врахування в оцінках їх ефективності як комерційного ефекту для інвесторів (фінансової та нефінансової природи – зниження ризиків, скорочення операційних витрат, зростання доходів, формування позитивного іміджу та репутації), так і позитивного ефекту для суспільства.

Таблиця 3.6

### Особливості ринку SRI в країнах з різними моделями фінансової системи

Особливості ринку SRI в країнах		
з фінансовою системою, заснованою на ринку цінних паперів (США, Великобританії)	з фінансовою системою, заснованою на банках (країни ЄС)	з фондовими ринками, що формуються (країни Азії, країни Східної Європи)
<p>-висока частка активів, що відносяться до SRI (10-20 % від активів, що знаходяться в управлінні);</p> <p>-домінування інституціональних інвесторів (більше 90% активів, що відносяться до SRI);</p> <p>-диверсифікована - тура фінансових інструментів;</p> <p>-розвинена регулятивна і інформаційно-аналітична інфраструктура ринку,</p> <p>-значний рівень прозорості ринку;</p> <p>-широке застосування методу дії, окрім методу відбору;</p> <p>-поширеність негативних етичних критеріїв для населення і позитивних соціальних і екологічних критеріїв – для інституціональних інвесторів.</p>	<p>-частка активів, що відносяться до SRI, складає 1–5% від активів в управлінні і швидко росте;</p> <p>-продуктова структура менш різноманітна, ніж в США і Великобританії;</p> <p>-роль інституціональних інвесторів нижча, ніж в англосакських країнах, але поступово зростає (на них припадає від 50-80% активів, що відносяться до SRI);</p> <p>-інфраструктура розвинена у меншій мірі, ніж у англосакських країнах;</p> <p>-основним є метод відбору;</p> <p>-населення активно використовує етичні негативні критерії, а також соціальні і екологічні критерії (захист довкілля, права людини/трудове законодавство, якість продукції/послуг та ін.).</p>	<p>-SRI в основному обмежено активами інвестиційних фондів (менше 1-2%) і роздрібним сегментом;</p> <p>-характерна низька інформованість інвесторів про SRI, нерозвинена інфраструктура;</p> <p>-позитивними тенденціями є наявність організацій, що спеціалізуються в області КСО, стійкого розвитку, корпоративного управління, а також поява фондових індексів SRI;</p> <p>-населення віддає перевагу негативним критеріям, пов'язаним з актуальними для країни соціальними і екологічними проблемами (традиційні для розвинених країн етичні критерії розвинені в значній меншій мірі і використовуються в основному ісламськими фондами);</p> <p>-основні методи – метод відбору і інвестування в співтовариства.</p>

Джерело: складено за даними [46, 59, 61, 62]

Загальносвітові тенденції до виокремлення у складі фондових ринків окремого сегменту, покликаного обслуговувати обіг інвестиційного капіталу соціальної та екологічної спрямованості, а також об'єктивна потреба у врахуванні та відображенні соціально відповідальної активності емітентів цінних паперів у їх ринковій вартості, потребують наукового дослідження та розробки нових механізмів побудови та взаємодії елементів інфраструктури фондового ринку з врахуванням вимог стійкого розвитку. Це зумовлює необхідність визначення напрямів та розробки пропозицій щодо трансформації інфраструктури фондового ринку в контексті посилення соціальної відповідальності інвестування.

Проведені дослідження дозволяють стверджувати, що особливості провадження SRI в різних країнах світу, насамперед, визначаються національною моделлю фінансової системи (таблиця 3.6), а саме місце та роллю в її функціонуванні ринку цінних паперів, а також соціокультурними і релігійними чинниками і особливостями економічної поведінки населення.

SRI отримало найбільший розвиток в країнах з фінансовою системою, заснованою на ринку цінних паперів (США, Великобританії). Це пов'язано з тим, що ринок SRI за своїм походженням є сегментом ринку цінних паперів, що відбивається в складі елементів інфраструктури такого ринку, механізмах взаємодії його учасників, продуктивній структурі та інформаційно-аналітичному забезпеченні його функціонування.

Відповідні впливи специфіки функціонування такого сегменту ринку цінних паперів на інфраструктуру ринку відображено на рис. 3.2.

Як видно з рис. 3.2, формування на ринку цінних паперів сегменту ринку SRI призводить до виникнення відповідної спеціалізованої інфраструктури ринку SRI, що формується, насамперед, в частині регулятивних та торгівельних суб'єктів, які разом з орієнтованими на соціальну відповідальність суб'єктами інформаційно-аналітичної інфраструктури створюють сприятливі умови для ефективної реалізації інтересів учасників ринку SRI.

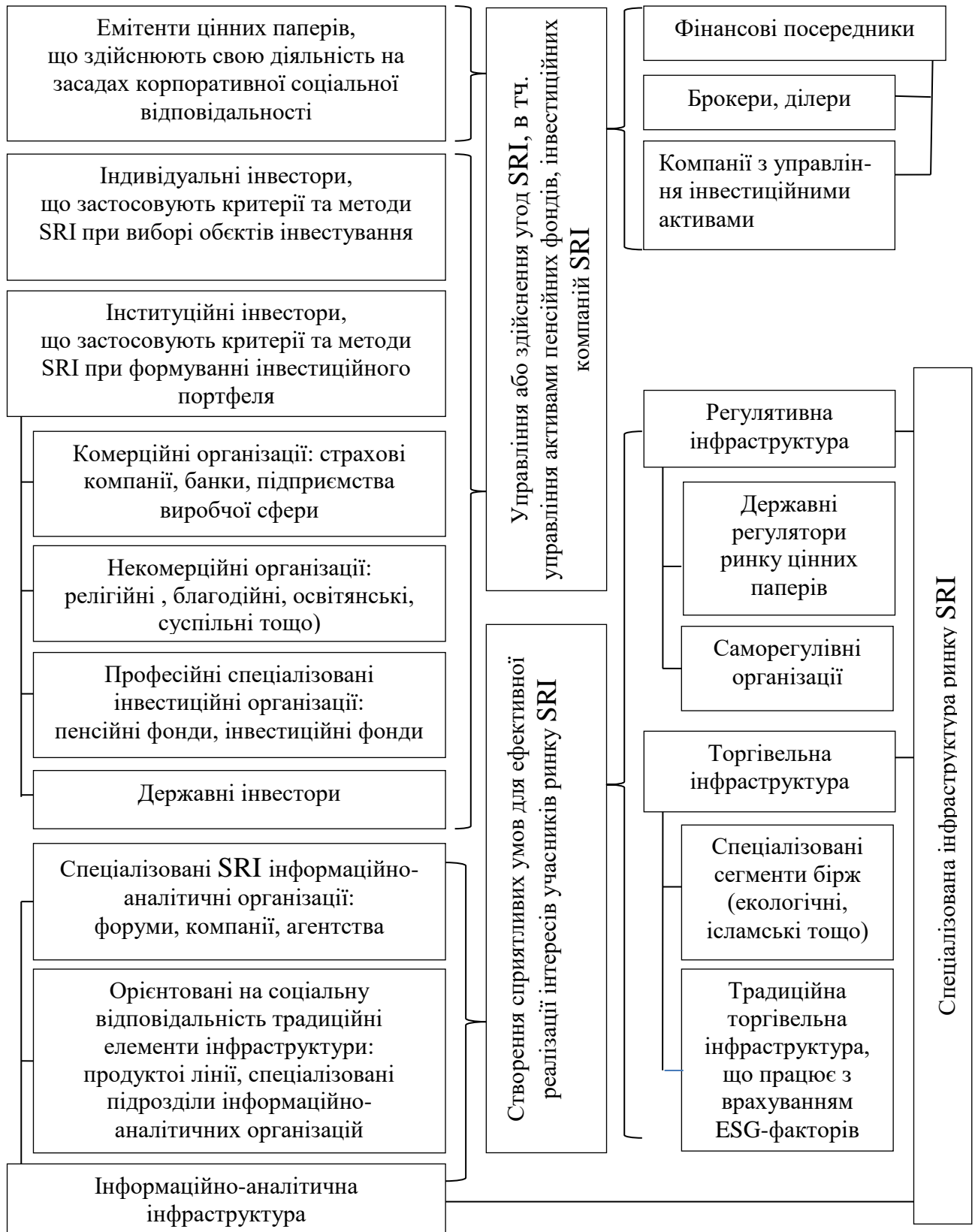


Рис. 3.2. Учасники і інфраструктура ринку SRI як сегменту ринку цінних паперів

Функції з управління або здійснення угод SRI реалізуються звичайними суб'єктами інфраструктури фондового ринку – емітентами, інвесторами та фінансовими посередниками, які в своїй діяльності використовують принципи, критерії та методи соціально-відповідального інвестування. Отже, специфіка інфраструктури ринку SRI проявляється, насамперед, у формуванні спеціалізованої ринкової інфраструктури, яка враховує відповідні зміни у складі та якісних характеристиках емітентів і посередників під дією жорстких соціально орієнтованих вимог інвесторів.

До учасників ринку SRI відносяться як фізичні і юридичні особи, що інвестують власні кошти, так і посередники – професійні учасники фондового ринку, що враховують соціальні, етичні, екологічні чинники корпоративного управління емітентів при ухваленні інвестиційних рішень.

Інституціональний і роздрібний сегменти ринку SRI значно розрізняються між собою по кількісних і якісних параметрах: домінуючим за обсягами активів є інституціональний сегмент, активи якого у США і країнах ЄС складають близько 8,87 трлн. дол. США [61]. Проте за останні 2 роки виявляється тенденція до зростання частки роздрібних інвесторів, особливо інвесторів з високим рівнем доходу в структурі SRI країн ЄС. Основні види інституційних інвесторів на ринку SRI, діяльність яких передбачається світовою практикою, подано в табл. 3.7. Найбільш популярною формою здійснення SRI фізичними особами є пайові інвестиційні фонди.

У рамках SRI ключовою є добровільність участі в інвестуванні, тому важливий перехід від адміністративного підходу до підходу стимулюючому. В зв'язку з цим актуальним є саморегулювання, засноване на добровільному виконанні учасниками ринками вимог і рекомендацій міжнародних і інших організацій по розкриттю нефінансової інформації про свою діяльність. Особливістю інфраструктури ринку SRI є формування мережі спеціалізованих інформаційно-аналітичних організацій і агентств (наприклад, EIRIS, ETHIBEL, KLD Research & Analytics та ін.).

Таблиця 3.7

## Склад інституційного сегменту SRI ринку цінних паперів

Суб'єкт ринку	Характеристика
Соціально-відповідальні фонди/ компанії, що управляють, інвестиційні банки	Соціально-відповідальні взаємні фонди (фонди, що працюють з великим числом вкладників, інвестиції яких, як правило, розподілені серед великої кількості різних підприємств). Індивідуально керовані рахунки (Separately managed account), де склад портфеля коригується з урахуванням інтересів конкретного інвестора і його очікувань від SRI
Ендаумент фонди	Цільові фонди, призначені для використання в некомерційних цілях, як правило, для фінансування некомерційних організацій освіти, медицини, культури тощо. Вони наповнюються переважно за рахунок добродійних пожертвувань. Фонд може інвестувати свої кошти з метою отримання доходу, проте зобов'язаний направляти увесь отриманий дохід на користь тих організацій, для підтримки яких він був створений.
Державні і приватні пенсійні фонди	Не є в чистому вигляді інвестиційними компаніями, але за специфікою діяльності працюють саме на ринку SRI. У багатьох країнах (США, Великобританія, Франція, Австралія та ін.) були введені вимоги щодо обов'язковості участі пенсійних фондів у SRI та розкриттю інформації про обсяги та умови такої участі
Страхові компанії	Якщо вони за своєю специфікою працюють на ринку SRI та враховують ESG-чинники в своїй діяльності
Фінансові інститути розвитку місцевих співтовариств (Community Development Financial Institution - CDFI)	Поширений у США вид приватних фінансових інститутів, що спеціалізуються на видачі персональних і корпоративних кредитів в місцевих співтовариствах. Разом з приватними і інституціональними інвестиціями, подібні установи отримують субсидії з Казначейства США. У США працюють декілька сотень подібних організацій, серед яких центри мікрофінансування, банки розвитку місцевих співтовариств (community development banks), місцеві кредитні установи (community development loan funds), фонди підтримки малих підприємств (microenterprise funds) і венчурні фонди (venture funds). У даному випадку інвестиції спрямовуються безпосередньо в організації, а не на фінансовий ринок, що дозволяє досягти більшого соціального ефекту, оскільки усуваються посередники між фінансовим інститутом та об'єктом інвестування.
Соціально-відповідальні банки	Пропонують інвесторам фінансові продукти і послуги із застосуванням методів SRI (банківські ощадні рахунки, соціально і екологічно-відповідальні іпотечні кредити і ін.).

Джерело: складено за [47]

SRI на ринку цінних паперів властиві такі ознаки, що визначають його специфіку порівняно з іншими видами інвестування:



- інвестиції спрямовані на досягнення фінансових цілей інвестора, але при цьому також орієнтовані на чинення позитивної дії на суспільство, довкілля, соціальний розвиток;

- у основу SRI закладено критерії соціальної відповідальності, за допомогою яких здійснюється відбір об'єктів інвестування і проявляється відповідальність інвестора за наслідки його інвестицій, а саме соціальні, екологічні, етичні і критерії, пов'язані з корпоративним управлінням;

- для досягнення бажаних результатів і цілей SRI використовуються методи – відбору (screening) і дії (shareholder advocacy);

- формується специфічна інфраструктура ринку SRI, яка реалізує функції інформаційно-аналітичного забезпечення процесу інвестування та надає можливість ефективно диференціювати об'єкти інвестування за озкою їх відповідності критеріям соціальної відповідальності.

У першу чергу, SRI як окремий напрям інвестування представлений на фондових ринках розвинених країн, але поступово він знаходить застосування в країнах, що розвиваються. В Україні SRI практично не представлено, хоча може стати важливим інструментом для вирішення існуючих соціальних, економічних і екологічних проблем. Розвиток SRI в Україні та відповідна трансформація ринкової інфраструктури сприятиме залученню на вітчизняний ринок цінних паперів довгострокових іноземних інвесторів, підвищенню якості корпоративного управління і інформаційної відкритості українських компаній, розвитку практик корпоративної соціальної відповідальності і, як наслідок, підвищенню якості життя населення і поліпшенню екологічної обстановки. У рамках SRI ключовою є добровільність участі в інвестуванні, тому важливий перехід від адміністративного підходу до підходу стимулюючому. В зв'язку з цим актуальним є саморегулювання, засноване на добровільному виконанні учасниками ринками вимог і рекомендацій міжнародних і інших організацій по розкриттю нефінансової інформації про свою діяльність.

## РОЗДІЛ 4

### ОХОРОНА ПРАЦІ ТА БЕЗПЕКА В НАДЗВИЧАЙНИХ СИТУАЦІЯХ

При написанні диплому на тему: «Інфраструктура фондового ринку: сучасні тенденції у світі і в Україні» об'єктом дослідження з питання охорони праці та безпеки в надзвичайних ситуаціях було певне робоче місце в офісі відповідної фондової установи. Для повного виконання трудових обов'язків на робочому місці кабінет повинен бути обладнаний усім необхідним, для забезпечення продуктивної праці:

1. комп'ютерна та різноманітна периферійна техніка (засоби зв'язку, комп'ютер, копіювальна техніка);
2. обладнання робочого місця персоналу (робочий стіл, стілець);
3. обладнання для зберігання цінних документів, паперів;
4. обладнання, яке підтримує комфортні умови праці (опалювальні прилади, кондиціонери, іонізатори повітря для забезпечення оптимальних параметрів мікроклімату в приміщеннях).

#### Аналіз потенційних небезпек

При виконанні безпосередніх трудових обов'язків на робочому місці є ймовірність зіткнутися з наступними видами потенційних небезпек:

- ураження електричним струмом, у наслідок несправності електродобладнання, невиконання правил техніки безпеки при користуванні електричним обладнанням, що може призвести до електротравм або летального наслідку;
- механічне травмування в наслідок не раціонального розташування робочих місць;
- нервово-психічні навантаження в наслідок специфіки виконуваних робіт, що призводить до захворювань загального характеру;
- негативні відносини у колективі в наслідок постійних емоційних зривів, які призводять до підвищених емоційних навантажень;

- кістково-м'язові порушення, у зв'язку з тривалим статичним напруженням м'язів спини, ший, рук і ніг, що призводить до ушкодження опорно-рухового апарату;
- негативний вплив електромагнітних, в тому числі і рентгенівських випромінювань при використанні моніторів персональних комп'ютерів (далі ПК) з електронно-променевою трубкою, що призводить до погіршень зору, зниження імунітету;
- недостатнє освітлення виробничих приміщень і робочих місць, у зв'язку з несправністю, або хибного вибору освітлювальних приладів, що призводить до погіршення зору;
- підвищений рівень шуму, який створюється перетворювачем напруги електронно-обчислювальної машини (далі ЕОМ), її технічною периферією, а також людьми, що працюють у приміщенні, і який призводить до погіршення слуху;
- незадовільні параметри мікроклімату робочого місця, у зв'язку із відсутністю приладів, що забезпечують необхідний повітряобмін та опалювальної системи, які можуть викликати загальні захворювання;
- вірогідність загоряння, у зв'язку із несправністю електричного обладнання, недотримання, або порушення правил протипожежної безпеки обслуговуючим персоналом, що призводить до пожежі;
- неправильні дії персоналу в умовах надзвичайних ситуацій, які призводять до паніки та загибелі людей;
- монотонність праці, яку викликають одноманітні рухи, які повторюються тисячі разів на день, що призводить до гіподинамії, розвитку неврозів, незадоволення роботою і зниження творчої активності працівника;
- негативний вплив електростатичних полів при роботі з ПК та іншим електричним обладнанням, внаслідок накопичення електричного заряду на поверхні обладнання, що може призвести до електричного «удару», а також бути причиною бронхо-легеневих та шкіряних захворювань;

– негативний вплив шкідливих речовин (озону, оксиду азоту, оксиду вуглецю та ін.) при використанні копіювальних апаратів і принтерів, що призводить до подразнення слизових оболонок і шкіри, різних захворювань.

Заходи по забезпеченню безпеки.

У приміщенні кабінету застосовується широке різноманіття електроприладів: персональні комп'ютери, принтери, ксерокси, факси, освітлювальні прилади, кондиціонери, побутові електроприлади тощо. Небезпека ураження електричним струмом при використанні цих приладів з'являється при недотриманні заходів обережності, а також при відмові або несправності цього обладнання. Наслідки ураження електричним струмом залежать від багатьох факторів: опору організму, величини, тривалості дії, роду і частоти струму, шляхів його проходження через життєво важливі органи, умов зовнішнього середовища.

Для запобігання ураження електричним струмом встановлено електроустаткування, яке відповідає вимогам: ПУЕ («Правила устрою електроустановок») і ГОСТ 12.1.030-81 (2001) «ССБТ. Электробезопасность. Защитное заземление, зануление», величина опору захисного заземлення електрообладнання приміщення - 4 Ом; НПАОП 40.1-1.32-01 «Правила устройства электроустановок. Электрооборудование специальных установок», приміщення, в якому розташовуються ЕОМ, різноманітне устаткування, відноситься до класу пожежебезпечної зони П-Па, тому передбачений мінімальний ступінь захисту ізоляції обладнання IP44; ГОСТ 12.1.009-76 (1999) «ССБТ. Электробезопасность. Термины и определения» обладнання офісу має подвійну ізоляцію, яка складається з робочої та додаткової ізоляції; ГОСТ 12.2.007.0-75\* (2001) «ССБТ. Изделия электротехнические. Общие требования безопасности» ЕОМ, периферійні пристрої ЕОМ та устаткування для обслуговування, ремонту та налагодження ЕОМ по способу захисту людини від ураження електричним струмом, належать до I класу, оскільки мають подвійну ізоляцію, елемент для заземлення та провід для приєднання до джерела живлення, що має

заземлюючу жилу і вилку з заземлюючим контактом. Експлуатація електроустановок і електроустаткування проводиться відповідно до НПАОП 40.1-1.01-97 «Правила безпечної експлуатації електроустановок» та НПАОП 40.1-1.21-98 «Правила безпечної експлуатації електроустановок споживачів».

Ймовірність механічного травмування може виникнути внаслідок не раціонального розташування робочих місць, захаращення робочих місць або у зв'язку з недбалістю та неухважністю обслуговуючого персоналу. Для виключення травматизму зроблено більш зручне та раціональне розташування робочих місць, таким чином збільшена відстань між ними.

У зв'язку із стресовими ситуаціями та нервово-емоційними навантаженнями у працівників може виникнути ймовірність захворювань загально-невротичного характеру.

З метою зниження нервово-емоційного напруження, стомлення зорового аналізатора, поліпшення мозкового кровообігу, подолання несприятливих наслідків гіподинамії, запобігання втоми, передбачені перерви у роботі – 15 хвилин кожні дві години, а також спеціально обладнане приміщення – кімната відпочинку.

Для оптимізації відносин у колективі проводяться тренінги з залучанням психологів на теми: «Адаптація у новому колективі», «Поведінка в суспільстві».

Для запобігання кістково-м'язових порушень у зв'язку з тривалим статичним напруженням м'язів спини, шиї, рук і ніг необхідно виконувати фізичні вправи 2-3 рази протягом робочого часу.

Для запобігання монотонності праці на кожному підприємстві, організації розроблено план заходів щодо запобігання монотонності під час трудової діяльності. Також підвищенню змістовності праці сприяє укрупнення трудових операцій, які також застосовуються на більшості підприємствах. Завдяки укрупненню операцій у працівника формується більш складний стереотип трудових дій, що позитивно позначається на стані

психофізіологічних функцій. Операція повинна складатися не менш як з 5—6 елементів за умови збереження цільового змісту, також для боротьби з монотонністю застосовують чергування операцій, кожна з яких є монотонною. Принцип чергування операцій полягає в заміщенні і компенсації психофізіологічних функцій, активізації інших м'язових груп, нервових центрів, зменшенні надмірного напруження працюючих м'язів. Значення чергування операцій, таким чином, полягає в ліквідації негативного впливу односторонніх навантажень.

Для запобігання ураження електростатичним полем напруженість електростатичного поля на робочих місцях не повинна перевищувати 20 кВ/м. відповідно до ГОСТ 12.1.045- 84 «ССБТ. Електростатичні поля. Допустимі рівні на робочих місцях і вимоги щодо проведення контролю». Також необхідно проводити щоденне вологе прибирання приміщень, тим самим, знижуючи кількість пилу, постійне зволоження повітря, провітрювання, обов'язкове заземлення робочого обладнання, для прибирання використовувати антистатичні щітки, застосовувати для покриття підлоги матеріали, які знімають статичну електрику (дерево, антистатичний лінолеум та інші).

Для запобігання накопичення шкідливих речовин від копіювальних пристроїв та іншої офісної техніки, їх необхідно розміщувати ближче до вікон. Також вкрай бажаним можуть бути рослини, здатні поглинати ці речовини. Якщо ж в офісі занадто багато таких пристроїв, то робітники повинні проходити медичний огляд кожного року, щоб впевнитися у власному здоров'ю.

Заходи по забезпеченню виробничої санітарії та гігієни праці.

Внаслідок роботи за ПК, на фізіологію людини негативно впливають електромагнітні випромінювання. Щоб зменшити наслідки впливу на людину та знизити негативні показники у робочій зоні до допустимих значень, згідно з ГОСТ 12.2.007.0-75 «Изделия электротехнические. Общие требования безопасности», виробники, які створюють електромагнітні поля, повинні мати

захисні елементи (екрани, поглиначі і т.д.). Вимоги до захисних елементів повинні бути вказані в стандартах та технічних умовах на конкретні види виробів. Згідно з НПАОП 0.00-1.28-10 «Правила охорони праці під час експлуатації електронно-обчислювальних машин» та ДСанПіН 3.3.2.007-98 «Державні санітарні правила і норми роботи з візуальними дисплейними терміналами електронно-обчислювальних машин», на робочих місцях обладнаних ПК встановлені рідкокристалічні монітори, які не є джерелами рентгенівського та електромагнітного випромінювань.

Основними причинами недостатньої або нераціональної освітленості робочих місць є несправність або нераціональний вибір освітлювальних приладів.

Незадовільна освітленість на робочому місці або на робочій зоні може бути причиною зниження продуктивності та якості праці, отримання травм. Недостатнє освітлення викликає зоровий дискомфорт, що виражається у відчутті незручності або напруженості. Тривале перебування в умовах зорового дискомфорту призводить до розсіювання уваги, зменшення зосередженості, зоровій і загальній втомі.

У офісному приміщенні, згідно ДБН В.2.5-28-2006 «Інженерне обладнання будинків і споруд. Природне і штучне освітлення» передбачене природне та штучне освітлення. Природне освітлення здійснено через світлові прорізи, які забезпечують коефіцієнт природної освітленості (КПО) не нижче 1,5%. Для захисту від прямих сонячних променів, які створюють прямі та відбиті відблиски на поверхні екранів і клавіатури, передбачено сонцезахисні пристрої, на вікнах встановлені жалюзі або штори.

Розрахунок оптимальності штучного освітлення: розмір приміщення – 6/4/2,6м.; тип світильника – ЛПО(растровий); колір стелі – 70%, колір стін – 50%, колір підлоги – 30%. Числове значення коефіцієнта світильника дорівнює 1,4. Освітленість робочих поверхонь – 300лк. Коефіцієнт запасу дорівнює 1,4. Коефіцієнт використання світлового потоку – 50%. Коефіцієнт нерівномірності освітленості – 1,1. Кількість ламп у світильнику – 4.

1. Розрахувати кількість рядів світильників у приміщенні  $N_p$  :

$$N_p = \frac{B}{(H - h_p) \cdot [L/h]}, \text{ шт} \quad (4.1)$$

де:  $B$  – ширина приміщення, м;

$H$  – висота приміщення, м;

$h_p$  – висота робочої поверхні, м;

$[L/h]$  – числове значення коефіцієнта світильника.

$$N_p = \frac{4}{(2.6 - 0.8) \cdot 1.4} = 1.58 \approx 2 \text{ шт.}$$

Тобто, кількість рядів світильників в приміщенні складає два ряди.

2. Визначити максимально припустиму відстань між рядами світильників  $L_{\max}$  :

$$L_{\max} = \frac{B}{N_p}, \text{ м} \quad (4.2)$$

де:  $B$  – ширина приміщення, м;

$N_p$  – кількість рядів світильників у приміщенні, шт.

$$L_{\max} = \frac{4}{2} = 2 \text{ м.}$$

Максимальна припустима відстань між світильниками складає 2 метри.

3. Визначити значення індексу приміщення  $i$ , що характеризує співвідношення розмірів освітлювального приміщення і висоти розміщення світильників:

$$i = \frac{A \cdot B}{(H - h_p) \cdot (A + B)}, \quad (4.3)$$

де:  $A$  – довжина приміщення, м;

$B$  – ширина приміщення, м;

$H$  – висота приміщення, м;

$h_p$  – висота робочої поверхні, м.



$$i = \frac{6 \cdot 4}{(2.6 - 0.8) \cdot 10} = 1.33$$

Індекс приміщення, що характеризує співвідношення розмірів освітлювального приміщення та висоти розміщення світильників дорівнює 1.33.

4. Визначити значення коефіцієнта використання світлового потоку  $\eta$ , створюваного світильниками вибраного типу.

Коефіцієнт використання світлового потоку дорівнює 50% при індексі приміщення 1.33.

5. Визначити сумарний світловий потік освітлювальної установки у даному приміщенні  $\Phi_{\Sigma}$ :

$$\Phi_{\Sigma} = \frac{E_H \cdot A \cdot B \cdot k_z \cdot z}{\eta}, \text{ лм} \quad (4.4)$$

де:  $E_H$  – рівень нормованого загального освітлення, лк;

$A$  – довжина приміщення, м;

$B$  – ширина приміщення, м;

$k_z$  – коефіцієнт запасу;

$z$  – коефіцієнт нерівномірності (мінімальної) освітленості (відношення середньої освітленості до мінімальної освітленості);

$\eta$  – коефіцієнт використання світлового потоку.

$$\Phi_{\Sigma} = \frac{300 \cdot 6 \cdot 4 \cdot 1,4 \cdot 1,1}{50\%} = 22176 \text{ лм.}$$

Сумарний світловий потік світлової установки дорівнює 22176 лм.

6. Визначити умовну загальну кількість світильників у приміщенні  $N_{cv}^*$ :

$$N_{cv}^* = \frac{A \cdot B}{L_{\max}^2}, \text{ шт} \quad (4.5)$$

де:  $A$  – довжина приміщення, м;

$B$  – ширина приміщення, м;

$L_{\max}$  – максимально припустима відстань між рядами світильників,

м.

$$N_{ce}^* = (6 * 4) / 4 = 6 \text{ шт.}$$

Умовна загальна кількість світильників у приміщенні складає 6 штук.

7. Розрахувати світловий потік умовного джерела світла  $\Phi_l^*$ :

$$\Phi_l^* = \frac{\Phi_\Sigma}{N_l^*}, \text{ лм} \quad (4.6)$$

де:  $\Phi_\Sigma$  – сумарний світловий потік освітлювальної установки, лм;

$N_l^*$  – загальна кількість ламп у світильнику, яка розраховується за формулою:

$$N_l^* = N_{ce}^* \cdot n, \text{ шт} \quad (4.7)$$

де:  $n$  – кількість ламп у світильнику, шт.

$$\Phi_l^* = \frac{22176}{24} = 924$$

$$N_l^* = 6 * 4 = 24$$

Світловий потік умовного джерела дорівнює 924 при загальній кількості ламп у світильниках 24.

8. Вибрати тип стандартної лампи з найближчим значенням фактичного світлового потоку лампи  $\Phi_l$ , і знайти коефіцієнт  $m$  (співвідношення між розрахунковим світловим потоком лампи  $\Phi_l^*$  та фактичним світловим потоком вибраної стандартної лампи  $\Phi_l$ ):

$$m = \frac{\Phi_l^*}{\Phi_l} \quad (4.8)$$

Обраний тип стандартної лампи - L 18W/765, тип лампи – BASIC T8, виробник Osram, потужність – 18 Вт, світловий потік – 1050 лк. Кольорова температура – 6500.

$$m = \frac{924}{1050} = 0,88$$

Співвідношення між розрахунковим показником світлового потоку та фактичним показником світлового потоку дорівнює 0,88.

10. Визначити оптимальну (фактичну) кількість світильників у приміщенні  $N_{ce}$ :

$$N_{ce} = N_{ce}^* \cdot m, \text{ шт} \quad (4.9)$$

де:  $N_{ce}^*$  – умовна загальна кількість світильників у приміщенні, шт.

$m$  – співвідношення між розрахунковим світловим потоком лампи та фактичним світловим потоком вибраної стандартної лампи.

$$N_{ce} = 6 * 0,88 = 5,28$$

Фактична кількість світильників у приміщенні при округленні до цілого значення кратного кількості рядів світильників дорівнює 4.

11. Визначити фактичну кількість ламп у приміщенні  $N_l$ :

$$N_l = N_{ce} \cdot n, \text{ шт} \quad (4.10)$$

де:  $N_{ce}$  – оптимальна (фактична) кількість світильників у приміщенні, шт;

$n$  – кількість ламп у світильнику, шт.

$$N_l = 6 * 4 = 24 \text{ шт.}$$

Фактична кількість ламп у приміщенні дорівнює 24 шт.

12. Визначити загальну розрахункову освітленість  $E_p$  у приміщенні, що створюється при застосуванні стандартних ламп:

$$E_p = \frac{\Phi_l \cdot N_l \cdot \eta}{A \cdot B \cdot k_s \cdot z}, \text{ лк} \quad (4.11)$$

де:  $\Phi_l$  – фактичний світловий потік вибраної стандартної лампи, лм;

$N_l$  – фактична кількість ламп у приміщенні, шт;

$\eta$  – коефіцієнт використання світлового потоку;

$A$  – довжина приміщення, м;

$B$  – ширина приміщення, м;

$k_3$  – коефіцієнт запасу;

$z$  – коефіцієнт нерівномірності (мінімальної) освітленості.

$$E_p = \frac{1050 * 24 * 50\%}{6 * 4 * 1,4 * 1,1} = 340,9 \text{ лк.}$$

Загальна розрахункова освітленість у приміщенні дорівнює 340,9 лк при використанні звичайних ламп, при нормованому значенні 300 лк, можна зробити висновок, що освітленість у приміщенні кабінету відповідає вимогам стандартів та нормативів .

Рівні звукового тиску в октавних смугах частот, рівні звуку та еквівалентні рівні звуку на робочих місцях приміщення відповідають вимогам ДСанПіН 3.3.2.007-98 «Державні санітарні правила і норми роботи з візуальними дисплейними терміналами електронно-обчислювальних машин» та ДСН 3.3.6.037-99 «Санітарні норми виробничого шуму, ультразвуку та інфразвуку». Зниження рівня шуму в приміщенні здійснено за допомогою:

- використання більш сучасного обладнання;
- розташування принтерів та різноманітного устаткування колективного користування на значній відстані від більшості робочих місць працівників;
- переведення жорсткого диска в режим сну (Standby), якщо комп'ютер не працює протягом визначеного часу;
- використання блоків живлення ПК з вентиляторами на гумових підвісках;

Неправильне проектування або несправність систем опалення та вентиляції в приміщенні офісу може призвести до негативних впливів на здоров'я працівників у вигляді простудних захворювань, перегрівань, проблем із дихальними шляхами тощо.

Метеорологічні умови в приміщенні офісу – температура повітря, відносна вологість повітря й швидкість його переміщення відповідають встановленим санітарно-гігієнічним вимогам ДСН 3.3.6.042-99 «Державні санітарні норми мікроклімату виробничих приміщень» і ГОСТ 12.1.005-88

(1991) «ССБТ. Общие санитарно-гигиенические требования к воздуху рабочей зоны». Роботи в офісному приміщенні, належать до категорії Іб - легка робота, тому передбачені наступні оптимальні значення параметрів мікроклімату:

- у холодний період року: температура 21-23°C; відносна вологість: 40-60%; швидкість переміщення повітря: 0,1 м/с;

- у теплий період року: температура 22-24°C; відносна вологість: 40-60%; швидкість переміщення повітря: 0,2 м/с.

Забезпечення таких параметрів мікроклімату досягається оснащенням приміщень пристроями кондиціонування, вентиляції та дезодорації повітря, системами опалювання.

Оптимальні рівні позитивних (n+) і негативних (n-) іонів у повітрі приміщення з ВДТ відповідають вимогам ГН 2152-80 «Санітарно-гігієнічні норми допустимих рівнів іонізації повітря виробничих та громадських приміщень» і становить: n+=1500-30000 (шт. на 1см<sup>3</sup>); n- = 3000-5000 (шт. на 1см<sup>3</sup>). Підтримку оптимального рівня легких позитивних і негативних аероіонів у повітрі на робочих місцях забезпечуються за допомогою біполярних коронних аероіонізаторів.

Заходи з пожежної безпеки

Забезпечення пожежної безпеки є важливою частиною політики будь якої установи. Пожежна безпека регламентується державними стандартами НАПБ А.01.001-2014 «Правила пожежної безпеки в Україні».

При прийомі на роботу з працівниками проводиться інструктаж з техніки пожежної безпеки, періодично здійснюються перевірки приміщень на предмет дотримання норм пожежної безпеки, а також періодично з працівниками проводять навчання, щодо правильності їх дій при пожежі .

Залежно від агрегатного стану й особливостей горіння різних горючих речовин й матеріалів пожежі за ДБН В.1.1.7 2002 «Пожежна безпека об'єктів будівництва» поділяються на відповідні класи та підкласи:

клас А – горіння твердих горючих речовин, переважно органічного походження, горіння яких супроводжується тлінням (деревина, текстиль, папір):

A1 — горіння, яке супроводжується тлінням

A2 — яке не супроводжується тлінням;

клас В – горіння рідких речовин або твердих речовин, які розтоплюються:

B1— які розчинні у воді;

B2 — нерозчинні у воді;

клас С – горіння газоподібних речовин;

клас D – горіння металів та їх сплавів:

D1 — легкі метали;

D2 — лужні і лужноземельні метали;

D3 — металомісткі сполуки.

Крім цих чотирьох класів Правилами пожежної безпеки в Україні введено ще один додатковий п'ятий клас (Е) прийнятий для позначення пожеж, пов'язаних з горінням електроустановок:

клас Е – пожежі пов'язані з горінням електроустановок.

Відповідно до стандартів безпеки НАПББ.03.002-2007 «Норми визначення категорій приміщень, будинків та зовнішніх установок за вибухопожежною та пожежною небезпекою» та ДБН В.1.1.7-2002 «Пожежна безпека об'єктів будівництва» приміщення кабінету офісу відноситься до категорії Д, а саме: негорючі рідини і матеріали у холодному стані, а за класами робочих зон з вибухової та пожежної небезпеки – до класу А (пожежі твердих речовин) та класу Е (пожежі, пов'язані з горінням електроустановок).

Основними причинами пожежі можуть бути:

- коротке замикання електропроводки;
- несправність комп'ютерної техніки та іншого електрообладнання.

Для відводу надлишкової теплоти від персонального комп'ютера служать системи вентиляції та кондиціонування повітря. При цьому можливе оплавлення ізоляції сполучних проводів, їх оголення, і, як наслідок, коротке замикання, яке супроводжується іскрінням.

У відділі передбачені заходи як щодо попередження виникнення пожежі, так і щодо успішної евакуації людей та матеріальних цінностей, у випадку її виникнення.

Площа відділу складає 24 кв.м. і згідно рекомендаціям щодо оснащення приміщень переносними вогнегасниками оснащена наступними засобами протипожежної безпеки:

- вуглекислотний вогнегасник ВВК-5 місткістю 5л;
- система автоматичного спринклерного пожежогасіння;
- пожежна сигналізація комбінованого типу що реагує на зміну температури та дим.

На стіні перед виходом з приміщення відділу є план та схема евакуації внаслідок виникненні пожежі, а також тривожна кнопка виклику пожежної служби.

Заходи по забезпеченню безпеки у надзвичайних ситуаціях (Порядок проведення рятувальних та інших невідкладних робіт при аваріях на АЕС)

Сутність рятувальних та інших невідкладних робіт — це усунення безпосередньої загрози життю та здоров'ю людей, відновлення життєзабезпечення населення, запобігання або значне зменшення матеріальних збитків. Рятувальні та інші невідкладні роботи включають також усунення пошкоджень, які заважають проведенню рятувальних робіт, створення умов для наступного проведення відновлю-вальних робіт. РІНР поділяють на рятувальні роботи і невідкладні роботи.

До рятувальних робіт відносяться:

- розвідка маршруту руху сил, визначення обсягу та ступеня руйнувань, розмірів зон зараження, швидкості і напрямку розповсюдження зараженої хмари чи пожежі;

- локалізація та гасіння пожеж на маршруті руху сил та ділянках робіт;
- визначення об'єктів і населених пунктів, яким безпосередньо загрожує небезпека;
- визначення потрібного угруповання сил і засобів запобігання і локалізації небезпеки;
- пошук уражених та звільнення їх з-під завалів, пошкоджених та палаючих будинків, із загазованих та задимлених приміщень;
- розкриття завалених захисних споруд та рятування з них людей;
- надання потерпілим першої допомоги та евакуація їх (при необхідності) у лікувальні заклади;
- вивіз або вивід населення із небезпечних місць у безпечні райони;
- організація комендантської служби, охорона матеріальних цінностей і громадського порядку;
- санітарна обробка уражених;
- знезараження одягу, взуття, засобів індивідуального захисту, територій, споруд, а також техніки;
- соціально-психологічна реабілітація населення.

До невідкладних робіт відносяться:

- прокладання колонних шляхів та улаштування проїздів (проходів) у завалах та на зараженій території;
- локалізація аварій на водопровідних, енергетичних, газових і технологічних мережах;
- ремонт та тимчасове відновлення роботи комунально-енергетичних систем і мереж зв'язку для забезпечення рятувальних робіт;
- зміцнення або руйнування конструкцій, які загрожують обвалом і безпечному веденню робіт.

Рятувальні та інші невідкладні роботи здійснюються у три етапи. На першому етапі вирішуються завдання щодо екстреного захисту населення:

- з запобігання розвитку чи зменшення впливу наслідків;



- з підготовки до виконання РІНР.

Основними заходами щодо екстреного захисту населення є:

- оповіщення про небезпеку;
- використання засобів захисту;
- додержання режимів поведінки;
- евакуація з небезпечних у безпечні райони;
- здійснення санітарно-гігієнічної, протиепідемічної профілактики і надання медичної допомоги;
- локалізація аварій;
- зупинка чи зміна технологічного процесу виробництва;
- попередження (запобігання) і гасіння пожеж.

На другому етапі проводяться:

- пошук потерпілих;
- витягання потерпілих з-під завалів, з палаючих будинків, пошкоджених транспортних засобів;
- евакуація людей із зони лиха, аварії, осередку ураження;
- надання медичної допомоги;
- санітарна обробка людей;
- знезараження одягу, майна, техніки, території;
- проведення інших невідкладних робіт, що сприяють і забезпечують
- здійснення рятувальних робіт.

На третьому етапі вирішуються завдання щодо забезпечення життєдіяльності населення у районах, які потерпіли від наслідків НС

- відновлення чи будівництво житла;
- відновлення енерго-, тепло-, водо-, газопостачання, ліній зв'язку;
- організація медичного обслуговування;
- забезпечення продовольством і предметами першої необхідності;
- знезараження харчів, води, фуражу, техніки, майна, території;
- соціально-психологічна реабілітація;

- відшкодування збитків;
- знезараження майна, території, техніки.

Організація і проведення РІНР при аварії на АЕС полягає у Виконанні заходів, до яких відносяться:

- оповіщення населення про аварію і постійне його інформування про наявну обстановку та порядок дій в даних умовах;
- використання засобів колективного і індивідуального захисту;
- організація дозиметричного контролю;
- проведення йодної профілактики населення, що опинилося в зоні радіоактивного зараження;
- введення обмеженого перебування населення на відкритій місцевості (режими радіаційного захисту);
- здійснення евакуації населення (за розпорядженням Уряду) та інші заходи.

Ліквідація наслідків радіоактивного зараження при аварії на АЕС з викидом радіоактивних речовин, або на інших підприємствах, які використовують радіоактивні речовини, повинна починатися після проведення детальної радіаційної розвідки з метою визначення рівня радіації на території АЕС і шляхах підходу та евакуації.

Розвідку шляхів підходу до АЕС проводять з метою евакуації обслуговуючого персоналу чергової зміни і забезпечення роботи по розшукуванню, збиранню і завантаженню в металеві контейнери небезпечні осколки радіоактивних речовин.

Розвідку проводять спеціально підготовленими ланками на розвідувальних машинах, які мають надійний протирадіаційний захист (танки, бронетранспортери).

Для розшуку небезпечних в радіаційному відношенні осколків, які є джерелом випромінювання, і їх наступного збирання, прилади радіаційної розвідки обладнують коліматорними пристроями. На території АЕС, де рівень радіації може бути дуже високим, розвідку проводять з використанням

розвідувальних роботів, які обладнані, крім штатних приладів радіаційної розвідки, ще й гама-визорами. Знайдені розвідкою великі осколки джерел іонізуючого випромінювання з допомогою інженерних машин вантажать в металеві контейнери і вивозять в місця захоронення.

Для очистки від радіоактивних джерел покрівель будинків нарівні з моботами використовують гідромонітори.

Дезактивація території АЕС в місцях з високим рівнем радіації проводиться шляхом збору зараженого ґрунту важкими гусеничними радіокерованими роботами (бульдозерами) з наступним вантаженням його в металеві контейнери з допомогою інженерних машин і екскаваторів, які мають надійний протирадіаційний захист.

На менш заражених територіях шар ґрунту знімають з використанням бульдозерів, грейдерів і навісного бульдозерного обладнання, а при низьких рівнях радіації - вручну лопатами. З метою підвищення коефіцієнта дезактивації територію, на якій було знято верхній шар зараженого ґрунту, перекривають бетонними плитами, а місця між плитами замурують бетонним розчином, або повністю бетонують чи асфальтують.

Здійснивши аналіз стану охорони праці в офісі певної фінансовій установі можна зробити висновок, що він повністю відповідає нормам технічної безпеки, визначених Законом України «Про охорону праці», системою стандартів безпеки праці, санітарними нормами та правилами, що регулюють безпеку праці.

Офіс має свою внутрішню нормативну базу з питань охорони праці у вигляді положень, правил, інструкцій, наказів та технічної документації, що були створені на спираючись на відповідні нормативно-законодавчі акти.

Регулярно проводяться інструктажі, роз'яснювальні роботи, які спрямовані на запобігання виникненню небезпеки під час роботи.

Розташування робочих місць працівників в основному відповідають вимогам, зазначених в нормативних актах. У кожному кабінеті знаходяться вогнегасники, а також приміщення обладнані пожежними оповісниками.

## ВИСНОВКИ

В даній дипломній роботі були повністю описані та проаналізовані сучасні тенденції розвитку інфраструктури фондового ринку як світу так і України в цілому. На основі викладеного матеріалу можна зробити певні висновки, такі як:

1. В роботі обгрунтовано, що сучасний ринок цінних паперів є складною ієрархічною системою, до складу якої входить упорядкована сукупність взаємопов'язаних та функціонально взаємозалежних підсистем, однією з яких є інфраструктура ринку цінних паперів. Сучасні глобальні ринки капіталів характеризуються розмаїттям фінансових інструментів та значною кількістю учасників з особливими, часом зовсім протилежними інтересами. В такій ситуації значно ускладнюється проблема ефективної організації функціонування фондового ринку, що, зокрема, вимагає визначення чітких підходів до аналізу ролі окремих учасників ринку, інститутів та їх груп, характеру зв'язків та форм налагодження взаємодії між ними як суб'єктів інфраструктури фондового ринку.

В роботі проведено долідження сутності трансакційних витрат, обгрунтовано, що всі витрати ринку цінних паперів є за своєю природою трансакційними, а також виявлено характер та напрям впливу різних форм трансакційних витрат на формування інфраструктури фондового ринку.

2. Обгрунтовано, що основною метою інфраструктури ринку цінних паперів є забезпечення його ефективного функціонування та обслуговування економічних інтересів його учасників, що дозволило сформуванню такого комплексу головних завдань інфраструктури ринку цінних паперів, виходячи із принципу узгодження цілей системи та її елементів:

- мінімізація витрат інвесторів та емітентів;
- зменшення та перерозподіл інвестиційних ризиків, у тому числі контроль і пом'якшення наслідків ризиків, що не усуваються;

– прискорення інвестиційних процесів на основі забезпечення стабільного обігу цінних паперів.

Виконання означеного вище комплексу завдань забезпечується через систему функцій інфраструктури. Узагальнення різних функціональних властивостей інфраструктури із врахуванням цільового спрямування інфраструктури ринку цінних паперів, дозволило виділяємо чотири її основні функції, кожна з яких реалізується окремою підсистемою інфраструктури:

- посередницька – забезпечення взаємодії емітентів та інвесторів, опосередкування обігу цінних паперів на ринку;
- організаційна – створення умов для торгівлі цінними паперами;
- технічна – забезпечення всіх технічних моментів, що виникають у процесі здійснення операцій із цінними паперами;
- інформаційна – налагодження прозорого інформаційного простору для функціонування ринку.

Ураховуючи функціональний зв'язок підсистем інфраструктури ринку цінних паперів, може бути запропонована декомпозиція її функцій та завдань ієрархією підпорядкування та елементами.

На відміну від існуючих трактовок означеного поняття запропоноване визначення інтеграційно поєднує у собі раціональні підходи щодо сутності, ролі та значення ринкової інфраструктури, згенеровані різними теоретичними концепціями (технологічною, інституційною).

3. Ефективне виконання фондовим ринком своїх функцій, формування та функціонування його інфраструктури вимагає наявності відповідної структури учасників, коло яких, а також умови їх участі в операціях з цінними паперами визначаються державою.

Побудова сучасної моделі інфраструктури фондового ринку має враховувати загальносвітові тенденції щодо розвитку фінансового ринку в цілому, серед яких важливим напрямом є посилення ролі саморегульованих організацій. Хоча саморегульовані організації прийнято розглядати як елемент регульованої підсистеми фондового ринку, особливості їх формування

дозволяють стверджувати, що вони фактично виступають як елемент структури ринку, що утворюється шляхом наділення інфраструктурних учасників можливістю самостійно координувати свою професійну діяльність.

4. Загальна динаміка кількісних показників щодо діяльності професійних учасників на ринку цінних паперів України свідчить про відносну стабілізацію складу та результатів діяльності суб'єктів його інфраструктури. Це є ознакою завершення формування кількісного складу інфраструктури ринку цінних паперів України відповідно до потреб обслуговування потоків інвестиційних ресурсів, опосередкованих такими фінансовими інструментами, що виникають в економіці країни з врахуванням сучасних макроекономічних показників її функціонування.

5. Проведене дослідження стану функціонування елементів інфраструктури фондового ринку України в розрізі основних видів професійної діяльності дозволяє зробити висновок, що сформована інфраструктура в цілому задовольняє потребам обслуговування обороту інвестиційних ресурсів, що вже наявні на інвестиційних ринках України. Проте ефективність її функціонування є недостатньою для повноцінного задоволення інвестиційних потреб суспільства, стимулювання притоку іноземного інвестиційного капіталу, мінімізації ризиків та трансакційних витрат учасників ринку.

6. Незначне скорочення обсягів ліцензування професійної діяльності на фондовому ринку України відбулося у зв'язку з приведенням діяльності професійних учасників до оновлених ліцензійних вимог, введення в дію яких сприяло підвищенню рівня надійності інфраструктури ринку та зростанню основних показників її ефективності. Крім того, на сучасний кількісний склад суб'єктів інфраструктури та на формування напрямів її подальшого розвитку суттєво впливає дематеріалізація фондового ринку, яка вимагає формування якісно нової депозитарної системи в країні.

7. Закономірною характеристикою фондового ринку України є здійснення фінансових операцій переважно на вторинному ринку. Основною

тенденцію на організаційно оформленому ринку цінних паперів України є консолідація торгівлі, яка є свідченням доцільності проведення заходів щодо оптимізації кількості фондових бірж в країні на основі посилення ліцензійних умов.

8. Оцінка загального стану ринку цінних паперів України дозволяє стверджувати, що в цілому динаміка та якість його основних показників є задовільною та вказує на наявність позитивних тенденцій розвитку. Швидкість зростання на ринку цінних паперів є вищою, ніж темпи нарощення ВВП, що є наслідком стагнації, яка найгостріше виявилася в реальному секторі економіки, а також вказує на існування природних зв'язків цього ринку з іншими економіками світу через механізм перетоку інвестицій та присутність на ньому спекулятивного капіталу, що не пов'язаний із створення реальної вартості. Одним з факторів, що зумовлює позитивну динаміку об'ємів операцій, що здійснюються на ринку цінних паперів України є поступове зростання загального обсягу випусків емісійних цінних паперів, яке зумовлюється прагненням вітчизняних підприємств збільшити власну капіталізацію і зростанням їх потреби у залученні інвестицій за допомогою цінних паперів. Недостатньо високим на ринку цінних паперів є граничний рівень номінальної вартості цінних паперів нової емісії у загальному обсязі торгів на ринку, що визначається виходячи з припущення про реалізацію всіх цінних паперів нової емісії в році її реєстрації.

9. З урахуванням динамічної активізації сучасних процесів глобалізації світових ринків цінних паперів важливим напрямом становлення фондових ринків із слабкорозвинутою інфраструктурою, до кола яких належить фондовий ринок України, на нашу думку, може бути консолідація національної фондової інфраструктури з іноземними. Враховуючи подібність тенденцій та проблем соціально-економічного розвитку, становлення національних фінансових та економічних систем для України основним напрямом такої консолідації має стати взаємодія з фондовими ринками країн – учасниць СНД. На фондових ринках країн СНД в цілому спостерігається

низький рівень їх розвитку. Низький рівень їх капіталізації відносно ВВП дозволяє зробити висновок про наявність значного потенціалу для подальшого розвитку національних ринків за умови створення умов для забезпечення їх конкурентоспроможності порівняно з іноземними ринками розвинутих країн, в тому числі за рахунок вдосконалення та оптимізації інфраструктури ринку.

10. Головним завданням у будівництві обліково-розрахункової системи є зменшення кількості посередників між покупцем і продавцем цінних паперів. Однак, таке зменшення повинно враховувати ризики, що будуть концентруватися в ланці ринку з найбільшим навантаженням операцій (фондова біржа, CSD тощо). Тому, запропонована модель побудови сучасної обліково-розрахункової інфраструктури з такими основними учасниками як: фондова біржа (або ринок в цілому, якщо він інформаційно інтегрований), центральний кліринговий контрагент (CCP), центральний депозитарій цінних паперів та розрахунковий банк (або банки) відповідає балансу між ефективністю та ризиками. Крім того, CCP, що концентрує в собі ринкові ризики повинен бути незалежним від депозитарної (кастодіальної) системи. Світова практика показує, що доцільним є створення CCP на базі фондової біржі або як окрему організацію у вигляді допоміжної ланки між біржею та CSD.

11. Інформаційно ефективним фондовим ринком слід вважати ринок, на якому виконуються такі умови: а) інвестори раціональні - інвестори оцінюють інвестиційні портфелі, залежно від ризику та очікуваної доходності його цінних паперів; б) ціноутворення ефективне - ціни фінансових інструментів повністю і точно відображають всю доступну інформацію на ринку; в) ринок досконалий - нова інформація однаковою мірою доступна для всіх інвесторів.

12. Ринок ефективний у трьох формах: слабка – інформаційна множина складається лише з інформації минулих цін і обсягів торгів; помірна – інформаційна множина містить не лише історичні дані, але і



публічно доступну інформацію; сильна – ціни відображають всю інформацію, яка існує, включаючи інсайдерську. Залежно від форми ефективності ринку застосовуються відповідні методи перевірки її наявності.

13. Використання загальноприйнятих тестів неможливо застосувати в класичному вигляді для перевірки інформаційної ефективності фондового ринку України. оскільки такі ринки характеризуються низькою біржовою активністю, нелінійністю та залежністю між ризиком і дохідністю. Методика М. Міллера дозволяє уникнути впливу низької біржової активності, а методика А. Антоніу врахувати варіації часу в премії за ризик, тому саме ці методики доцільно застосовувати при аналізі інформаційної ефективності фондового ринку України.

14. Дослідження ефективності фондового ринку України показало, що динаміка дохідностей індексів України нелінійна. Основними факторами нелінійності ринків України є низька біржова активність. Інформаційна ефективність в «слабкій формі» підтверджена для України протягом 2004-2016 років, крім 2002, 2007 та 2009 років.

15. Чинники, які впливали на інформаційну ефективність фондового ринку України можна умовно поділити на дві групи: ті, що пов'язані з обмеженнями гіпотези ефективного ринку та ті, що пов'язані з розвитком ринку.

Теоретичні обмеження ефективності фондового ринку полягають в впливі ірраціональних інвесторів на ціноутворення на фондовому ринку. Обмеженнями емпіричного характеру є присутність таких явищ: коливання цін на цінні папери є більшим, ніж коливання чистої приведеної вартості їх майбутніх дивідендів; переоцінка вартості фінансових активів успішних компаній та недооцінка вартості цінних паперів компаній, що розвиваються; сезонні аномальні явища на ринку цінних паперів.

16. Для оцінки розвитку інфраструктури фондового ринку країни необхідно здійснити аналіз її відповідності параметрам у сфері макроекономічної політики і розкриття інформації; інституційної і ринкової

інфраструктури; фінансового регулювання і нагляду.

Аналіз лібералізації економіки здійснюється за оцінкою верховенства права, урядових обмежень, ефективності регулювання та відкритості ринків.

17. Для ефективного подолання наявних диспропорцій на українському ринку цінних паперів та підвищення його ефективності необхідно здійснити спільні заходи державі разом з організаторами торгівлі.

18. Економіка України об'єктивно потребує нарощення ємності національного фондового ринку за рахунок притоку іноземного інвестиційного капіталу, що можливе лише за умови зниження трансакційних витрат, підвищення конкурентоспроможності біржових структур, активізації взаємодії всіх елементів інфраструктури, в тому числі консолідації її торгівельних та розрахункових складових.

19. Фондовий ринок України повинен розвиватися шляхом концентрації та централізації торгівлі, що у сучасних умовах господарювання може передбачати інтеграцію фондових ринків СНД з метою формування інтегрованого торгового простору на ринку цінних паперів. В роботі визначено, що така інтеграція має передбачати забезпечення взаємного допуску і впровадження віддаленого доступу учасників ринку до торгів на біржах цих країн; стандартизацію технологій клірингу, управління ризиками, продуктової лінійки; створення інтегрованого депозитарного простору і інтегрованого інформаційного простору фінансових ринків, а також гармонізацію національного законодавства на базі міжнародних рекомендацій з регулювання, контролю і нагляду на фінансовому ринку.

20. Діяльність фондового ринку України на основі централізованої моделі, що передбачає об'єднання біржової, депозитарної інфраструктур фондового ринку України та інформаційно-технічного забезпечення, дасть змогу забезпечити вищий рівень прозорості фінансово-економічних процесів на організованому та неорганізованому ринках цінних паперів за рахунок відмови від розмежування торгівельної та облікової функцій, прискорити

процес органічної адаптації українського ринку цінних паперів до міжнародних вимог.

21. В роботі запропоновано науково-методичний підхід щодо визначення оптимального кількісного складу та рівневого структурування торгівельної інфраструктури фондового ринку, який заснований на використанні математичної інформаційної моделі інфраструктури фондового ринку, як системи посередницьких зв'язків з обміну інформацією, утворення яких супроводжується трансакційними витратами.

22. Запропоновано методичний підхід до розрахунку показника ефективності інфраструктури фондового ринку як співвідношення економії на трансакційних витратах, що виникає в торгівельній системі фондового ринку внаслідок посередницької діяльності торговців цінними паперами, та доходами цих посередників, що виступають у якості витрат формування та використання інфраструктурних послуг. Даний показник може використовуватися в процесі обґрунтування змін кількісного складу професійних торговців на ринку цінних паперів при ліцензуванні їх діяльності регулятором ринку.

Результати наведених розрахунків вказують на те, що фактична модель формування торгівельної інфраструктури фондового ринку України є дворівневою. При цьому кількість вже існуючих професійних торговців цінними паперами в Україні є наближеною до гранично допустимого максимального показника.

23. Вивчення сучасних загальносвітових тенденції розвитку фондових ринків дозволили зробити висновок про виокремлення у їх складі нового окремого сегменту – ринку соціально-орієнтованих інвестицій (SRI). Відповідно до потреб обслуговування ринку SRI як окремого сегменту ринку цінних паперів формується специфічна інфраструктура, яка реалізує функції інформаційно-аналітичного забезпечення процесу інвестування та надає можливість ефективно диференціювати об'єкти інвестування за озкою їх відповідності критеріям соціальної відповідальності.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів : Закон України від 10 грудня 1997 р. № 710/97-ВР (зі змінами і доповненнями) // Офіційний сайт Верховної Ради України. – [www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua).

2. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23.02.2006 № № 3480-IV (із змінами та доповненнями) [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. // Законодавство України. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua>

Про визначення операцій, що не відносяться до торгівлі цінними паперами як виду професійної діяльності: рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку з цінних паперів від 29 жовтня 2002 р. № 321 (зі змінами і доповненнями) // Офіційний сайт Верховної Ради України. – [www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua).

3. Про затвердження змін до Положення про реєстрацію фондових бірж та торговельно-інформаційних систем і регулювання їх діяльності: рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку з цінних паперів від 4 вересня 2003 р. № 364 // Офіційний сайт Верховної Ради України. – [www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua).

4. Архиреев С.И. Трансакционные издержки институционализации фондового рынка / С. И. Архиреев, Я. В. Зинченко. – Х. : ХНУ ім. В.Н.Каразіна, 2005. – 248 С.

5. Аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку [Електронний ресурс] / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>. – Назва з екрану.

6. Бердникова Т. Б. Модернизация безопасности национального фондового рынка: проблемы и поиск решения / Т. Б. Бердникова //

Проблемный анализ и государственно-управленческое проектирование. – 2010. – №1. – Т. 3. – С. 30 -46.

7. Бердникова Т. Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело : учеб. пособ. / Т. Б. Бердникова. - М. : ННФА-М, 2002. - 270 с.

8. Белявцев М.І. Інфраструктура товарного ринку / Белявцев Михайло Іванович, Шестопалова Людмила Володимирівна ; М.І. Белявцев, Л.В. Шестопалова; Донецк. нац. ун-т. - К. : Центр навчальної літератури, 2005. - 416с.

9. Бюлетень биржевой статистики [Электронный ресурс] / Международная Ассоциация Бирж Стран СНГ. – Режим доступа: <http://mab.micex.ru/papers/>

10. Войтович Р.В. Вплив глобалізації на систему державного управління (теоретико-методологічний аналіз): Монографія / За заг. ред. д-ра філос. наук, проф. В.М.Князева. - К.: Вид-во НАДУ, 2007. - 680 с.

11. Василик О. Д. Теорія фінансів : підручник. / О. Д. Василик. – К. : НІОС, 2003. – 416 с.

12. Гапонюк М. А. Інфраструктура фондового ринку України: проблемні питання та перспективи розвитку / М. А. Гапонюк. // Збірник праць Національного університету державної податкової служби України. – 2010. – № 2. – С. 36 – 44.

13. Долан Э. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика: Пер. с англ. - С.-Пб.: Питер ком, 1994. - 496 с. тр 19

14. Дранник Е. В. Вплив глобалізаційних процесів на фондовий ринок України / Е. В. Дранник // Розвиток фінансових методів державного управління національною економікою: зб.наук.праць / ДонДУУ. – Донецьк: ДонДУУ, 2012. – т. XIII. – С. 172 - 179. – (серія —Економіка; вип. 218 ).

15. Думная Н. Н. Формирование международных интегрированных рынков в условиях глобализации [Электронный ресурс] / Н. Н. Думная, М. А.Петров. — Режим доступа: [http://www.mirkin.ru/\\_docs/\\_dumnaya/integro.pdf](http://www.mirkin.ru/_docs/_dumnaya/integro.pdf)

16. Єпіфанов, А. О. Інфраструктура фондового ринку як інституціолізована форма трансакції [Текст] / А. О. Єпіфанов, Р.В.Коробка // Вісник Української академії банківської справи. - 2012. - №2 (33) . - С. 3-7

17. Інфраструктура товарного ринку : теоретичні засади: підручник/ Мін-во освіти і науки України, Донецький нац. ун-т економіки і торгівлі ім. М. Туган-Барановський; ред. О. О. Шубін. - К.: Знання, 2009. - 379 с.

18. Калина А. В. Рынок ценных бумаг (теория и практика) : учеб. пособ. / Калина А. В., Корнеев В. В., Кошечев А. А. - 2-е изд., перераб. и доп. - К. : МАУП, 1999. - 256 с.

19. Клименко В. В. Особливості формування фондового ринку України у контексті фінансової безпеки держави : дис. на здобуття наук. ступеня канд. економ. наук зі спеціальності 08.01.01 - економічна теорія/ В. В. Клименко ; Київський національний університет імені Тараса Шевченка. – К., 2002. – 210 с.

20. Коваленко, М.Є. Концепція інфраструктури у фінансовому секторі економіки/ М. Є. Коваленко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. –Т. 16. - С.298-306.

21. Кондратьев В. Б. Инфраструктура и экономический рост / В. Б. Кондратьев; В. Б. Кондратьев // Мировая экономика и международные отношения. - № 11. - 2011. - С. 18-24.

22. Копылова О. В. Перспективы развития инфраструктуры фондового рынка Украины после слияния ПФТС и ММВБ / О. В. Копылова. // Вестник Одесского национального университета. – Т. 17. – Серия «Экономика». – В. 20 – С. 122-130.

23. Корнійчук О. Формування конкурентоспроможного фондового ринку України в контексті європейського досвіду [Електронний ресурс] / О.Корнійчук // Центр вивчення проблем національних інтересів України Київського гуманітарного інституту. – Режим доступу: <http://soskin.info/ea/2005/11-12/20051113.html>.

24. Коробка, Р. В. Напрями удосконалення організації та функціонування фондового ринку України [Текст] / Р. В. Коробка, І. М. Сіроштан // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. пр. / Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". - Суми, 2011. - Вип. 33. - С. 285-292.

25. Коробка Р. В. Розвиток інфраструктури фондового ринку України в умовах глобалізаційних процесів / Р. В. Коробка // Розвиток фінансових методів державного управління національною економікою: зб.наук.праць / ДонДУУ. – Донецьк: ДонДУУ, 2012. – т. XIII. – С. 126 - 134. – (серія —Економіка; вип. 218 ).

26. Коробка Р.В. Критерії та умови оптимальності розвитку інфраструктури фондового ринку України [Текст] / Р. В. Коробка // Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту. – Серія: економіка і менеджмент. – 2012. - №3(13). – С. 153-161.

27. Коробка, Р. В. Вплив стану інфраструктури на розвиток фондового ринку України [Текст] / Р. В. Коробка // Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія : Економічні науки : Випуск 32 : У трьох частинах. – Черкаси : ЧДТУ, 2012. – Частина III. – С. 176-183.

28. Коробка, Р. В. Вплив глобалізаційних процесів на розвиток інфраструктури фондового ринку України [Текст] / Р. В. Коробка, В. В. Роєнко // Фінансова політика як складова економічного розвитку: збірник тез доповідей Всеукраїнської науково-практичної конференції (18-19 квітня 2012 р.) / Київський національний торговельно-економічний університет. – Київ, 2012. – С. 195-196.

29. Кремень, В. М. Особливості оцінювання рівня фінансової інтегрованості країни [Текст] / В. М. Кремень, Р. В. Коробка // Міжнародна банківська конкуренція : теорія і практика: збірник тез доповідей V Міжнародної науково-практичної конференції (24 - 25 травня 2012 р.) : у 2-х

т./ Державний вищий навчальний заклад "УАБС НБУ". - Суми: ДВНЗ "УАБС НБУ", 2012. - Т. 2. - С. 95-96.

30. Коробка, Р. В. Готовність інфраструктури фондового ринку України до впровадження в обіг іноземних цінних паперів [Текст] / Р. В. Коробка, Охріменко І. О. // Економіка та менеджмент : перспективи розвитку 6 матеріали II міжнародної науково-практичної конференції, м. Суми, 22-24 червня 2012 р. / за аг. ред. О. В. Прокопенко. – Суми : СумДУ, 2012. – С. 68-69

31. Кемпбелл Т. Фирма, рынок и право [Текст] : Пер.с англ. – "Дело ЛТД" при участии изд-ва "Catallaxy". – М. : Дело, 1993. – 192с. стр23

32. Кравченко, Ю. Рынок ценных бумаг в вопросах и ответах: учебное пособие/ Ю. Кравченко. - 2-е изд., перераб. и доп. - К.: Ника-Центр, 2005. - 536 с.

33. Криворучко, С. В. Платежно-расчетная инфраструктура российского рынка ценных бумаг [Текст] // Банковское дело. – 2011. – № 11. – С. 42-49.

34. Лансков П. Развитие инфраструктуры финансового рынка и оптимизация его регулирования / П. Лансков. // Рынок ценных бумаг. – 2008. – №9. – С. 14-18.

35. Лапішко З. Я. Завдання і функції інфраструктури ринку цінних паперів / З. Я. Лапішко. // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики : Збірник наукових праць. – Х. : ХІБС УБС НБУ, 2009. – № 2 (7). – Режим доступу : [http://khibs.edu.ua/2\(7\)2009/index.html](http://khibs.edu.ua/2(7)2009/index.html).

36. Миркин Я. М. Интеграция финансовых рынков СНГ: механизм ускорения [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [www.mirkin.ru/\\_docs/articles06-001.pdf](http://www.mirkin.ru/_docs/articles06-001.pdf).

37. Овчинников В. Инфраструктура рынка ценных бумаг: настоящее и будущее / В. Овчинников // Рынок ценных бумаг. - 1996. - №15. - С. 48-51.

38. Овчинников В. В. Путь к совершенству мирового рынка ценных бумаг. –М.: КомпьюЛог, 1998. – 488 с.



39. Озаріна О.В. Розвиток ринку цінних паперів України в умовах фінансової глобалізації / О.В.Озаріна, Ю.А. Бондаренко // Донецький національний університет економіки і торгівлі імені Михайла Туган-Барановського / Інвестиційна діяльність та фондовий // Економічні науки. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rusnauka.com>.

40. Пахненко, О. М. Фондово-страхова інтеграція у забезпеченні покриття катастрофічних ризиків / О. М. Пахненко, Р. В. Коробка // Нові вектори розвитку страхового ринку України [Текст] / О. В. Козьменко, С. М. Козьменко, Т. А. Васильєва та ін. – Суми: Університетська книга, 2012. – С. 102-118

41. Райзберг Б.А. Современный экономический словарь / Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева. – 2-е изд., испр. М. : ИНФРА-М, 1999. – 479 с.

42. Рекуненко, І.І. Особливості правового регулювання інфраструктури фінансового ринку України в сучасних умовах/ І. І. Рекуненко // Вісник Української академії банківської справи. - 2009. - N 2. - С. 13-17.

43. Рекуненко, І. І. Інфраструктура ринку: елементи та значення в ринковій економіці [Текст] // Економіка, фінанси, право. – Київ. – 2011. – № 11-12. – С. 14-18.

44. Родцевич, С.М. Теоретичні аспекти інфраструктури та її впливу на економічне зростання в перехідній економіці/ С. М. Родцевич //Формування ринкових відносин в Україні. - 2002. - N 4. - С.85-89.

45. Ромашко О.Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків: Навчальний посібник. - К.: КНЕУ, 2000. - 240 с.

46. Смирнова К. Социально-ответственное инвестирование. Опыт развитых стран : обзор [Электронный ресурс] / К. Смирнова. – Режим доступа: <http://cloudwatcher.ru/userfiles/investirovanie.pdf>.

47. Тарачев В.А. Российский рынок ценных бумаг и механизмы привлечения инвестиций в народное хозяйство / В.А. Тарачев. – М., 1997. – 287 с.
48. Теорія фінансів: Навчальний посібник / Леоненко П.М., Юхименко П.І., Ільєнко А.А. та ін.; За загальною ред. О.Д. Василика. – К. : Центр навчальної літератури, 2005. – 480 с.
49. Ткач А. А. Інституціональні основи ринкової інфраструктури : монографія / А. А. Ткач. – К. : Об'єднаний ін-т економіки, 2005. – 295 с.
50. Ткач, А. А. Інфраструктура ринку: трансакційний вимір [Текст] // Академічний огляд. – 2004. – №1. – С.12-15.
51. Черкаська Г.І. Вплив фінансової глобалізації на розвиток фондового ринку України / Г.І. Черкаська, О.В. Падух // Донбасівський державний технічний університет, Україна. [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.rusnauka.com>.
52. Чернов В. П. Моделирование процесса формирования рыночной инфраструктуры / В. П. Чернов, Ю. Н. Эйсснер. // // Известия Санкт-Петербургского ун-та экономики и финансов. – 2002. – № 1. – С. 5-19.
53. Финансовая система: стратегия развития, инвестиции в инновационный рост (финансовые рынки) : аналитический доклад [Электронный ресурс] / Коллектив авторов под руководством д.э.н., проф. Миркина Я. М. ; Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего профессионального образования «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации». – Режим доступа:<http://opec.ru/data/2011/06/27/>.
54. Шелудько В. М. Фінансовий ринок: навч. посіб. / В. М. Шелудько. – 2-ге вид., випр. і доп. – К. : Знання- Прес, 2003. – 535 с.
55. Экономическая теория (политэкономия) [Текст]: учебник / Под общей ред. акад. В.И. Видяпина, акад. Г.П. Журавлевой. – М.: ИНФРА-М, 1997.–560 с.

56. ASrIA Publications [Електронний ресурс] // The Association for Sustainable & Responsible Investment in Asia. – Режим доступу: <http://www.asria.org/publications>. – Назва з екрану.

57. Boatright John R. Finance Ethics: Critical Issues in Theory and Practice / John R. Boatright. – John Wiley & Sons, 2010 - 800 с.

58. European SRI Study 2010 [Електронний ресурс] / Eurosif. – Режим доступу: [http://www.eurosif.org/images/stories/pdf/Research/Eurosif\\_2010\\_SRI\\_Study.pdf](http://www.eurosif.org/images/stories/pdf/Research/Eurosif_2010_SRI_Study.pdf).

59. Financing Sustainability: Insights for Investors, Corporate Executives, and Policymakers / M. Kerste, N. Rosenboom, B. J. Sikken, J. Weda. – VU Uitgeverij, 2011 - 224 с.

60. Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States 2011 [Електронний ресурс] / US SIF – The Forum for Sustainable and Responsible Investment. – Режим доступу: <http://ussif.org/resources/research/2010TrendsES.pdf>.

61. Research & Tools from US SIF [Електронний ресурс] // US SIF – The Forum for Sustainable and Responsible Investment. – Режим доступу: <http://ussif.org/resources/>. – Назва з екрану.

70. Алєйнікова Н.М. Функціонування фондового ринку України в умовах економічної нестабільності фінансового середовища / Н.М. Алєйнікова // Вісник ОНУ імені І.І. Мечникова. – 2016. – №4(46). – С. 144–149

71. Баула О.В. Перспективи інтеграції вітчизняного ринку цінних паперів у світовий фондовий ринок / О.В. Баула, Т.Л. Никитюк // Економічний форум. – 2015. – № 2. – С. 255–261.

72. Васильєв О.В. Сучасні трансформації інфраструктури фондового ринку України та Європи / О.В. Васильєв, А.І. Німкович // Економіка розвитку. – 2016. – №4(80). – С. 16–22.

73. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня-грудня 2016 року [Електронний ресурс]: аналітичні дані щодо

розвитку фондового ринку. – Режим доступу:<http://www.ssmc.gov.ua/fund/analytics>

74.Новини Української Асоціації Інвестиційного Бізнесу [Електронний ресурс]: офіційний сайт. – Режим доступу: [http://www.uaib.com.ua/news/weekly\\_news/](http://www.uaib.com.ua/news/weekly_news/)

75. В.Бондарчук.Тайм-аут для IPO // Економічна правда. – 07.12.2011 [Електронний ресурс]. – Доступний з: [http://www.epravda.com.ua/\\_barcelona/markets](http://www.epravda.com.ua/_barcelona/markets).

76. Т.Пірс, В.Бондарчук. Залучення капіталу шляхом розміщення акцій на фондових біржах // Інформаційно-аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку [Електронний ресурс]. – Доступний з: [http://www.ufin.com.ua/analit\\_mat/rzp/185.htm](http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/185.htm)

77. Бланк И.А. Управление финансовыми рисками. // И.А.Бланк. – Сер.: Библ. фин. менеджера. – К.: "Ника – Центр", 2005. – Вып. 12. – 600 с.

78. Єріна А.М. Статистичне моделювання та прогнозування: [Навч. Посіб.] / А.М. Єріна. – К:КНЕУ, 2001. – 170 с.

79. Сошникова Л.А. Многомерный статистический анализ в экономике: [Учеб. пособие.] / Л.А. Сошникова, В.Н. Тамашевич, Г. Уебе, М. Шефер. – М.: ЮНИТИ, 1999. – 593 с.

80.Antonios A. Market efficiency, thin trading and non-linear behavior: evidence from an emerging market / Antonios Antoniou, Nuray Ergul and Phil Holmes //European Financial Management. - 1997. -Vol.3. - №2. - P. 175-190.

81.ГОСТ 12.1.030-81 ССБТ.« Электробезопасность.Защитное заземление. Зануление».

82.ГОСТ 12.1.030-81 ССБТ« Электробезопасность.Защитное заземление. Зануление».

83.НПАОП 0.00-1.28-10 «Правила охорони праці під час експлуатації електронно-обчислювальних машин».

84.ДСанПіН 3.3.2.007-98 «Державні санітарні правила і норми роботи з візуальними дисплейними терміналами електронно-обчислювальних

машин».

85.ДБН В.2.5-28-2006 «Інженерне обладнання будинків і споруд».

86.ДСанПіН 3.3.2.007-98 «Державні санітарні правила і норми роботи з візуальними дисплейними терміналами електронно-обчислювальних машин».

87.ДСН 3.3.6.037-99 «Санітарні норми виробничого шуму, ультразвуку та інфразвуку».

88.ДСН 3.3.6.042-99 «Державні санітарні норми мікроклімату виробничих приміщень».

89. ГОСТ 12.1.005-88 (1991) «ССБТ. Общие санитарно-гигиенические требования к воздуху рабочей зоны».

90.ГН 2152-80 «Санітарно-гігієнічні норми допустимих рівнів іонізації повітря виробничих та громадських приміщень».

91.НПАОП 40.1-1.32-01 «Правила устройства электроустановок. Электрооборудование специальных установок».

92.ГОСТ 12.2.007.0-75\* (2001) «ССБТ. Изделия электротехнические».

93.НПАОП 40.1-1.01-97 «Правила безпечної експлуатації електроустановок».

94.НПАОП 40.1-1.21-98 «Правила безпечної експлуатації електроустановок споживачів»

95.ГОСТ 12.2.007.0-75 «Изделия электротехнические. Общие требования безопасности».

96. НПАОП 0.00-1.28-10 «Правила охорони праці під час експлуатації електронно-обчислювальних машин».

97.ДСанПіН 3.3.2.007-98 «Державні санітарні правила і норми роботи з візуальними дисплейними терміналами електронно-обчислювальних машин».

98.ДБН В.2.5-28-2006 «Інженерне обладнання будинків і споруд».

99.ДСанПіН 3.3.2.007-98 «Державні санітарні правила і норми роботи з візуальними дисплейними терміналами електронно-обчислювальних

машин».

100.ДСН 3.3.6.037-99 «Санітарні норми виробничого шуму, ультразвучу та інфразвучу».

101.ДСН 3.3.6.042-99 «Державні санітарні норми мікроклімату виробничих приміщень».

102 ГОСТ 12.1.005-88 (1991) «ССБТ. Общие санитарно-гигиенические требования к воздуху рабочей зоны».

103.НАПБ А.01.001-2014 «Правила пожежної безпеки в Україні».

104.ДБН В.1.1.7 2002 «Пожежна безпека об'єктів будівництва».

105. Арламов ОН). Особливості визначення стану умов праці в сучасному офісі: [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [IUp://op.ice.kpi.ua/1/%D1%80.6-9.pdf](http://op.ice.kpi.ua/1/%D1%80.6-9.pdf)

106.Гогіташвілі /'.. Цап ко В.. Ј/алін И. Потенційний ризик чинників виробничого середовища у професійній діяльності працівників банківських \станів / Вісник НБУ. — №1. — 2010. — С. 26-32: [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [IUp://vv.v.nbu.gov.Lia/portal/soc\\_gLim/vnbLi/2010\\_/2010\\_01\\_8.pdf](http://vv.v.nbu.gov.Lia/portal/soc_gLim/vnbLi/2010_/2010_01_8.pdf)



## Додаток Б

Функція імпульсних відгуків для PFTS, TURNVR, GDP, декомпозиції дисперсій для змінних CPI, GDP, PFTS, TURNVR

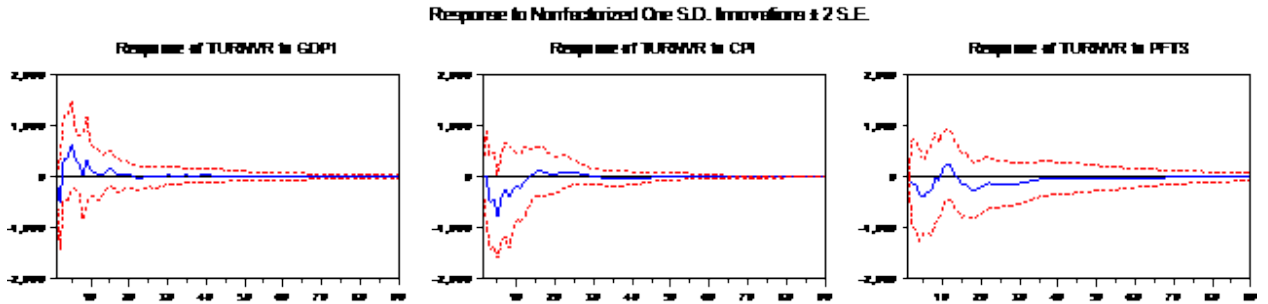


Рис. Б.1 Функція імпульсних відгуків для PFTS

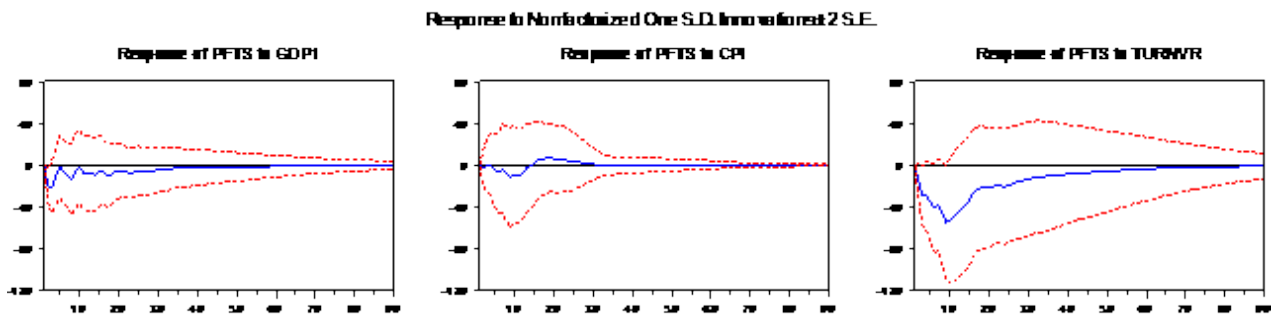


Рис. Б.2 Функція імпульсних відгуків для TURNVR

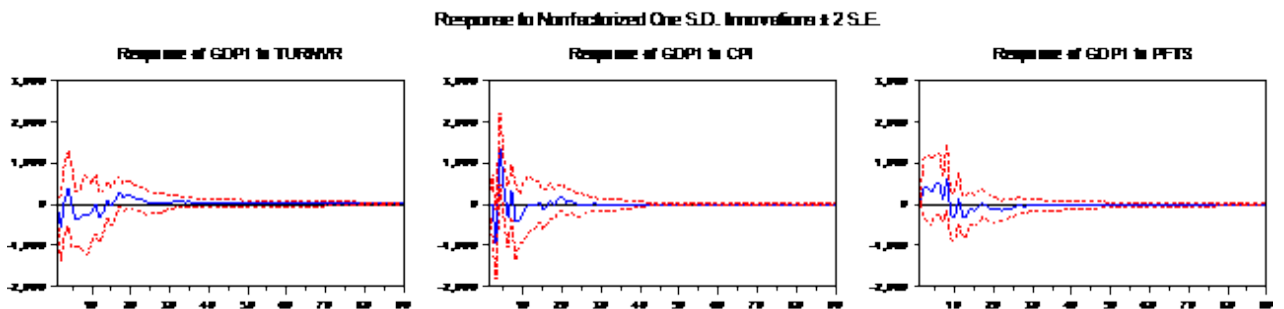


Рис. Б.3 Функція імпульсних відгуків для GDP



Продовження Додатку Б

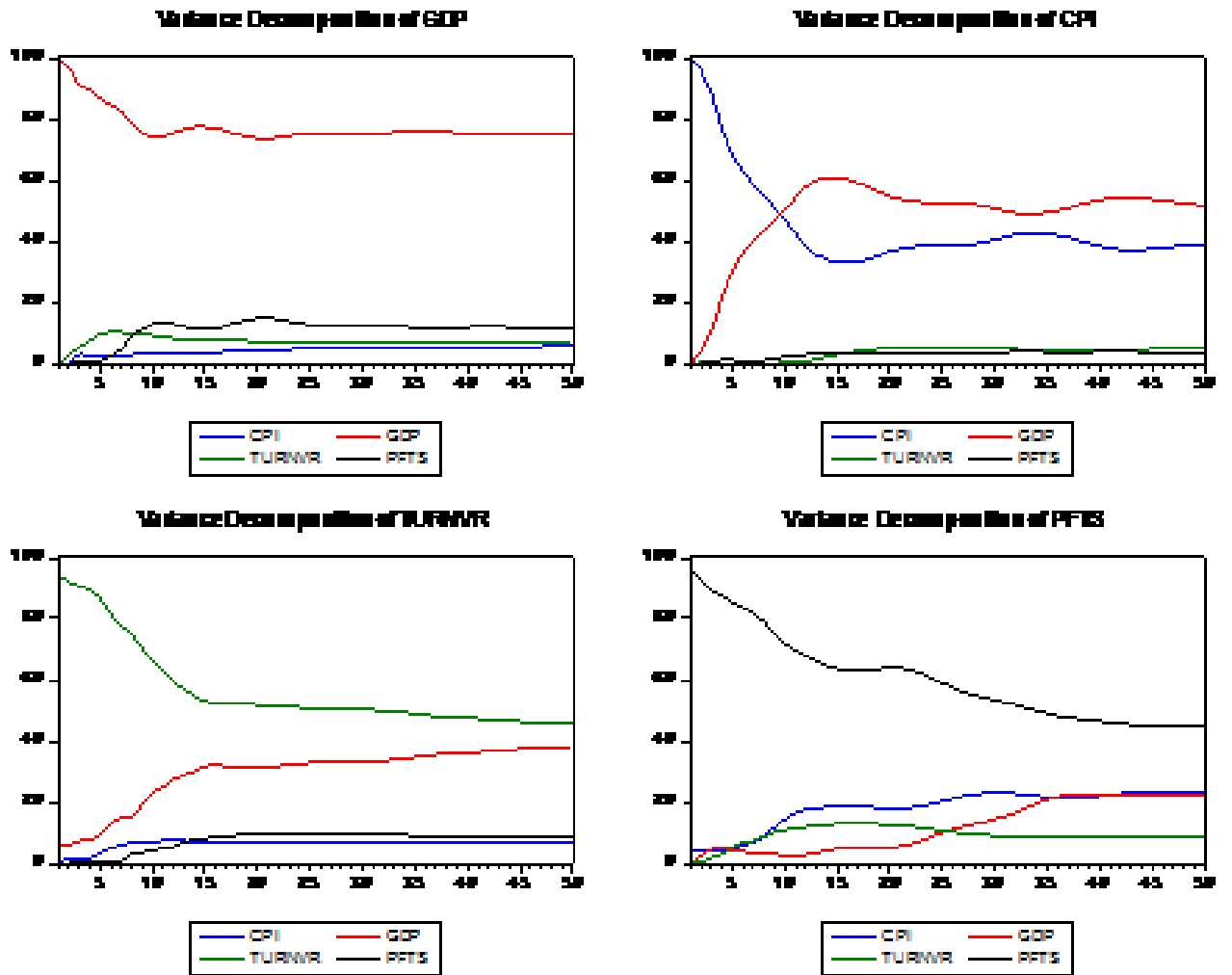


Рис. Б.4. Графіки декомпозиції дисперсій для змінних CPI, GDP, PFTS, TURVNR